

أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية
The impact of dividend policy and capital structure on the market value of Saudi banks

متولي السيد متولي عيطه*

كلية إدارة الأعمال – جامعة شقراء المملكة العربية السعودية

Dr-Metwalyelsayed@su.edu.sa

تاريخ النشر: 31 /12/ 2021

تاريخ القبول: 13 /12/ 2021

تاريخ الاستلام: 17 /10/ 2021

الملخص:

استهدفت الدراسة الحصول على دليل عملي من واقع بيئة الأعمال السعودية، لأثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. نتائج الدراسة: تُشير نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لهيكل رأس المال على القيمة السوقية، في حين يوجد أثر ذو دلالة معنوية لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، وذلك بالمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. واستنادًا إلى ذلك، توصي الدراسة، بضرورة العمل على تحديد المزيج المناسب من مصادر التمويل (الذاتي، والخارجي)، حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، بما يعظم من قيمة المنشأة ويفسح المجال أمامها لمزيد من فرص الاستثمار ومن ثم زيادة ربحيتها. كذلك توصي بضرورة اهتمام كل من أسواق المال وإدارة المنشآت بسياسة توزيع الأرباح، وذلك لما لها من تأثير على الأرباح المحتجزة، والتي تمثل أحد أشكال التمويل الذاتي، بالإضافة إلى تأثيرها على القيمة السوقية للمنشآت.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، هيكل رأس المال، الهيكل المالي، القيمة السوقية، المصارف السعودية.

تصنيف JEL: Z02 ;Z21 (الزامية تحديد التصنيف)

Abstract :

Purpose: The aim of this study is to obtain Empirical evidence from Saudi business environment; for the impact of the dividend policy and the capital structure on the market value of banks listed on Saudi stock exchange, Results and Recommendations: The results of the study indicate that there is a significant impact of dividend policy on the market value. However, study finds that there is in significant impact of the capital structure on the market value. However, it shows that there is a significant impact of both dividend policy and capital structure on the market value of Saudi banks. According to the results, the study recommends the necessity of determining the appropriate mix of financial sources (external and internal), as the optimal use of this mix may lead to a reduction in the cost of capital, which maximizes the enterprise value and opens its way for more investment opportunities, and thus increase its profitability. In addition, the financial markets and firmans management should pay attention to the dividend policy, due to its great effect on retained earnings, which represent a form of self-financing, as well as its effect on the market value of enterprises.

Keywords: Dividend Policy, Capital Structure, Financial Structure, Market Value, Saudi Banks.

JEL classification codes: Z02 ;Z21

تُعد قضايا هيكل رأس المال من أكثر القضايا التي نالت اهتمامًا كبيرًا في أدبيات الإدارة المالية عبر السنوات الماضية وإلى يومنا هذا، حيث لا يوجد ما يطلق عليه هيكل رأس المال الأمثل. ويرجع ذلك التباين إلى عدم التجانس في الظروف المحيطة بالشركات. ويُعد تكوين الهيكل المالي للشركات من أصعب أنواع القرارات للمدراء الماليين، حيث أن هذه القرارات تؤثر تأثيرًا مباشرًا على الوضع المالي للشركة (Ramliia et al.,2019). ويرجع ذلك إلى أن النسبة الأمثل لمصادر التمويل سواء أكانت عن طريق الملكية أو الديون لها تبعات كثيرة، وغالبًا ما تكون سلبية، إذا ما أخذ بعين الاعتبار الكثير من العوامل المحددة لاختيار المزيج الأنسب للشركة مثل (طبيعة الشركة واحتياجاتها وحجمها). ويحتوي هيكل رأس المال في منشأة الأعمال على مصدرين أساسيين يتمثل أولهما في إصدار الأسهم، والثاني في التمويل من خلال الاقتراض، واللذان يوفران الأموال اللازمة لتسيير أداء المنشآت (Collins et al.,2019). ويرتبط هيكل رأس المال الأمثل إيجابيًا بالفرص الاستثمارية داخل المنشأة، حيث تشير نظرية الإشارة إلى وجود علاقة طردية بين الفرص الاستثمارية والتمويل من خلال الديون. إذ أن هيكل رأس المال بالمنشآت يُعد مرآة عاكسة لوضعها تجاه المستثمرين. لذا فإن المنشآت التي تُقدم على الاقتراض لتمويل الفرص الاستثمارية التي تواجهها وتحمل الخطر المالي الناتج عن هذا الاقتراض، لدليل واضح على أن هذه المنشآت تنتظر عوائد مستقبلية عالية، وبدرجة ثقة مرتفعة من وراء هذا الاستثمار، فقد لا تلجأ إلى إصدار الأسهم لرفض مساهمها القدامي تقاسم الأرباح المستقبلية مع مساهمين جدد (Dufour et al.,2018; Park,2019).

وعلى الجانب الآخر، تُعد سياسة توزيع الأرباح أيضًا من القضايا المهمة في الإدارة المالية لما لها من صلة وثيقة بربحية الشركة، والأداء المالي بشكل عام. إذ تمثل إحدى أهم السياسات والقرارات المالية بعد قرار الاستثمار والتمويل، نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في سوق المال (Nyere&Wesson,2019)، حيث مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال الأدب المحاسبي والتمويلي، وذلك لاختلاف مستويات تطور الأسواق المالية بين الدول، وما يترتب عليه من اختلاف البيئة المؤسسية والحكومية لتلك الاقتصاديات. وتخضع سياسة توزيع الأرباح لعدة اعتبارات لعل أهمها الربحية، ووضع السيولة، والقواعد والقيود القانونية، والرفع المالي، وفرص النمو، ورغبات المساهمين ونوعية المستثمرين، وغيرها من الاعتبارات (Tijjani,2019). وقد ظهر العديد من النظريات التي حاولت تفسير سياسة التوزيعات منها نظرية عصفور في اليد (Bird-in hand theory)، ونظرية أولوية التمويل، ونظرية الإشارة، وغيرها من النظريات (Tran,2019; Labhane,2019). ورغم ذلك لازال الجدل مستمرًا منذ عقود، ولم يتم التوصل إلى أي توافق في الآراء يمكن الإستناد إليه كمنهج لإتخاذ

قرار توزيع الأرباح الذي يحقق أهداف الشركة والمساهمين. لذلك يتعين على المديرين صياغة سياسة توزيع مثلي تأخذ في الاعتبار أغلب المحددات التي من شأنها أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، ونسبة الأرباح التي يجب احتجازها لتوفير القدر الكافي من الأموال لاحتياجات الشركة الاستثمارية.

واستنادًا إلى ما تقدم، يُعد هيكل رأس المال أحد العوامل المهمة المؤثرة على سياسة الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والإدارة، حيث يؤثر نمط هيكل رأس المال في مستوى حوكمة الشركات، وأداء المنشأة، والشكل التنظيمي داخل المنشأة، ومستويات الاستثمار، والرقابة على جوانب الأداء. ومما لا شك فيه يُمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على هيكل رأس المال سواء فيما يتعلق بقرار دفع توزيعات أرباح أو عدم دفع توزيعات، وكذلك مقدار التوزيعات المدفوعة. ومن هنا يثارالسؤال الرئيس للبحث بشأن اختلاف نمط هيكل رأس المال وما يترتب عليه من تأثير على سياسة توزيع الأرباح، وما لذلك من أثر على الأداء المالي للشركة وكفاءتها في تعظيم قيمتها. ويمكن الاستدلال على كفاءة إدارة المنشآت بالعديد من الجوانب منها القيمة السوقية، واهتمام إدارة المنشآت بالجوانب التي تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة لما تمثله من مقياس اقتصادي، من شأنه أن يبعث الرضا بالنسبة للعديد من الأطراف المتعاملة مع المنشأة والثقة بها بالإضافة إلى رضا الملاك. وهذا يتطلب، جهدًا للمواءمة مع القرارات التي قد تكون ذات علاقة مؤثرة بالقيمة السوقية (Lee&Lee,2019). لذا يُعد قياس الأثر المتوقع لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشأة هو جوهر الدراسة الحالية، حيث لا تتوافر الدراسات الكافية- في حدود علم الباحث- عن متغيرات الدراسة وأثرها على القيمة السوقية للمنشآت. وفي إطار ذلك تتناول الدراسة الحالية التساؤلات الفرعية التالية: هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمصارف العاملة في السوق المالية السعودية؟ هل يؤثر نمط هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف العاملة في السوق المالية السعودية؟ هل يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف العاملة في السوق المالية السعودية؟

1.هدف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، والذي ينبثق عنه الأهداف الفرعية التالية: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، وتحليل أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية. كذلك قياس أثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، وذلك للحصول على دليل عملي من خلال دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

2. أهمية الدراسة

تسلط الدراسة المزيد من الضوء على تأثير سياسات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، ومن ثم مساعدة المستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم من الأطراف ذات الصلة لفهم هذه العلاقة، بما يُسهم في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية المثلى. إذ توفر السوق المالية السعودية بيئة جديرة بالإهتمام، لاكتشاف ودراسة هذه العلاقة. فمع تركيز ملكية المنشآت السعودية وانخفاض جودة ممارسات حوكمة الشركات تزيد تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات، ومن ثم يزيد احتمال استخدام سياسة توزيع الأرباح كآلية لتخفيض مشاكل الوكالة، أو في المقابل استخدام سياسة التوزيع التي تحقق مصالح كبار المساهمين أو الأطراف المسيطرة. لذا يتوقع أن تُسهم نتائج الدراسة في خدمة أصحاب المصالح، ومستخدمي المعلومات المالية، بما قد يقدم أدلة إضافية ويقلل من الجدل المثار حولها.

3. منهج الدراسة

يتبع الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي الاختباري بإتباع المنهج الاستقرائي، حيث تم مسح المصادر العلمية المتعلقة بموضوع الدراسة، اعتماداً على البحث المكتبي سواء الإصدارات المهنية أو الدراسات الأكاديمية المرتبطة بموضوع الدراسة. فضلاً عن إتباع المنهج الاستنباطي، لاكتشاف وتفسير طبيعة العلاقة بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية واشتقاق فروض البحث. كما قام الباحث بدراسة تطبيقية مستخدماً أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis) حيث تم تحليل التقارير المالية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، خلال الفترة المالية (2016-2019). وذلك لتطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض الدراسة.

I. سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي

تُعد الأرباح التي تحققها الشركة محل خلاف ومثار جدل بين إدارة الشركة والمساهمين، حيث أنها تُعد مصدر الاستثمار والتمويل الداخلي للشركة، إذا ما تم الاحتفاظ بها واستثمارها داخل الشركة، كما تمثل مكافأة أو عائد للمساهمين، إذا ما تم توزيعها مقابل استثمارهم داخل الشركة وتحملهم للمخاطر (Nyere & Wesson, 2019). ففي اقتصاديات تمويل الشركات يوجد نوعان من العناصر الأساسية في ملكية الشركات هما: الحق في السيطرة والرقابة، والحق في الحصول على صافي أرباح الشركة. ويُعد الحصول على التوزيعات هو الوسيلة التي يحصل من خلالها المساهمون على العائد من استثماراتهم في الشركة. وبالرغم من أن توزيعات الأرباح أحد حقوق المساهمين، إلا أنه في الشركات المساهمة لا يكون من حق المساهمين إجبار الشركات على دفع التوزيعات. إذ أن دفع هذه التوزيعات

يُعد قرارًا اختياريًا للأطراف الداخلية التي تسيطر على المنشأة سواء توزيع الأرباح أو احتجازها أو إعادة استثمارها لتحقيق أرباح مستقبلية (Tran,2019).

1. مفهوم سياسة توزيع الأرباح

ناقش الأدب المالي والمحاسبي مفهوم سياسة توزيع الأرباح، إذ أشار إلى أنها توزيع جزء من أرباح الشركة على المساهمين العاديين، وقد تكون التوزيعات على شكل توزيعات نقدية أو أسهم (Olang et al.,2017). كما عرفها (Naeem& khurram,2019) على أنها سياسة لتحديد التخصيص بين الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار وأرباح الأسهم الموزعة على المساهمين. في حين يري (القرشي، 2020) سياسة توزيع الأرباح بأنها جزء لا يتجزأ من قرار التمويل الاستراتيجي للشركة، وجوهر هذه السياسة هو قيام مديري الشركة بتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها على المساهمين، الذين يمتلكون الأسهم العادية في الشركة كعوائد على استثماراتهم، وتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي احتجازها لتمويل النمو المستقبلي في الشركة، ويجب أن يكون هدف قرار توزيع الأرباح، هو تعظيم ثروة المساهمين. بينما عرف (Tijjani,2019) سياسة توزيع الأرباح بأنها إحدى القرارات الاستراتيجية المهمة في الشركة، والتي تخضع لاعتبارات عديدة في تحديدها، حيث تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وما لذلك من أهمية بالنسبة للمستثمرين والمقرضين والمدراء وغيرهم من أصحاب المصلحة. في حين فرق (الصاوي، 2016) بين مفهومين هما توزيعات الأرباح وهي العوائد التي يتلقاها المساهمون على استثماراتهم في أسهم المنشأة، وبين سياسة توزيع الأرباح "وهي قرار بالمفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في المنشأة". وتتبلور السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية، ذلك مع الأخذ في الاعتبار مجموعة من العوامل أهمها سلامة المركز المالي للمنشأة بعد التوزيعات، وعدم الاضرار بمصالح المساهمين والأطراف ذوي المصالح (Rampershad&Villiers,2019).

مما سبق، يوضح الباحث، أنه يوجد اختلاف بين مفهوم توزيعات الأرباح، وسياسة توزيع الأرباح. فإذا كانت الأرباح هي عبارة عن "العوائد التي حققتها الشركة سواء خلال الفترة المالية الحالية أو خلال الفترة الماضية والتي يستحقها المساهمون أو أولئك الذين يملكون حصص في رأس مال الشركة"، فإن سياسة توزيع الأرباح "هي عبارة عن النهج الذي تتبعه الشركة عند المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، وبين احتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها في المنشأة، بهدف تعظيم قيمة المنشأة وثروة المساهمين مستقبلاً. في حين أن توزيعات الأرباح "هي ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين، ويكون التوزيع أما نقدي، أو عيني في شكل أسهم. وتعتبر هذه التوزيعات بمثابة مكافأة للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في أسهم الشركة".

2. استراتيجيات سياسة توزيعات الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي يستخدمها المديرون لإرسال إشارة للمحللين الماليين وللمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل (الصاوي، 2016)، لذلك فهي مقياس رئيس لتحديد قيمة الشركة السوقية. وقد تختار الشركات بين ثلاث استراتيجيات لسياسة توزيعات الأرباح، وهي (Rampershad&Villiers,2019):

❖ الاستراتيجية الأولى: تحديد مقدار الأرباح الموزعة كنسبة مستهدفة من صافي ربح الشركة، وهو ما يؤدي إلى تقلب توزيعات الأرباح خاصة عندما تكون الأرباح غير مستقرة. وتعد هذه الاستراتيجية أكثر إنتشاراً في اقتصاديات الدول الناشئة.

❖ الاستراتيجية الثانية: احتفاظ الشركة بتوزيعات أرباح ثابتة نسبياً، وهو أمر شائع في اقتصاديات الدول المتقدمة.

❖ الاستراتيجية الثالثة: احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر داخلي لعمليات التوسع والنمو.

3. دوافع توزيعات الأرباح

قدم الأدب المحاسبي العديد من الدوافع التي تحفز الشركات على توزيع جزء من أرباحها. وتتضمن هذه الدوافع الآتي (Singla&Samanta,2019; Anh&Tuan,2019):

❖ تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح المنشأة وأدائها، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية للشركة.

❖ تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهم المنشأة وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الاكتتاب عند زيادة رأس المال، ما قد يسهم في تعظيم قيمة المنشأة.

❖ زيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال تلبية احتياجاتهم، والحد من استغلال صغار المساهمين.

❖ تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للمنشآت.

❖ تسهيل رقابة سوق رأس المال على أنشطة المنشآت ومتابعة أدائها.

❖ تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة.

4. محددات سياسة توزيع الأرباح

تتعدد المحددات التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح بشكل كبير من بلد إلى آخر، بسبب التناقضات أو الاختلافات في القوانين والسياسات الضريبية والمحاسبية (Budiarso,2019). ويجب أخذ

هذه المحددات في الاعتبار عند وضع السياسة المثلى للمنشأة والأكثر ملاءمة لظروفها. ومن أهم هذه المحددات ما يلي (Trihermanto&Nainggolan,2019):

1.4. الربحية (Profitability): تقيس الربحية مدى قوة توليد الأرباح في شركة ما. وقد وجد الباحثون أن الربحية تُعد أحد أهم محددات سياسة توزيع الأرباح. ومع ذلك فإن نتائج علاقة الربحية مع توزيعات الأرباح كانت مختلطة. فوفقًا لنظرية أولوية التمويل: لا تحتاج الشركات الأكثر ربحية إلى تمويل خارجي، حيث تفضل الاعتماد بشكل أكبر على الأموال الداخلية أو الأرباح المحتجزة. ونتيجة لذلك، ستميل الشركات إلى توزيعات أرباح أقل ومن ثم الاحتفاظ بالمزيد من الأرباح (Ekanayake et al., 2019; Labhane, 2019). في حين أظهرت نتائج دراسة (Brahmaiah et al., 2018) أن الشركات التي تحقق أرباحًا كبيرة تقوم بتوزيعات أرباح أعلى مقارنة بالشركات الأقل ربحية. لذلك فإن العلاقة المتوقعة بين الربحية والأرباح الموزعة غير محددة. وقد أظهرت دراستنا (Trihermanto&Nainggolan,2019; Sani&Musa,2017) وجود علاقة إيجابية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع الأرباح. بينما أشارت دراسة (Litai et al., 2011) إلى وجود علاقة سلبية بين الربحية وتوزيعات الأرباح.

2.4. الرافعة المالية (Financial leverage): تُعد الرافعة المالية للشركة عاملاً مهمًا في سياسة توزيع الأرباح. وتُشير الرافعة المالية إلى درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروضًا أو سندات، بما ينعكس على الأرباح التي يحصل عليها الملاك (القرشي، 2020). بمعنى آخر، يكون لدى الشركات ذات نسبة الرافعة المالية العالية مدفوعات ثابتة عالية لاستخدامها التمويل الخارجي. ومن ثم كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما قلت فرصة توزيع الأرباح. نتيجة لذلك فإن الرفع المالي يرتبط ارتباطًا سلبيًا بتوزيعات الأرباح. ويتفق هذا التفسير مع نظرية تكلفة الوكالة. وعلى النقيض من ذلك، يُمكن لأرباح الشركة أن تحقق معدل عائد أعلى مما تدفعه مقابل الأموال المقترضة، حيث يُمكنها من استخدام مستويات أعلى من الديون في هيكل رأس المال الخاصة بها للاستفادة من الوفر الضريبي (Brahmaiah et al., 2018). بالإضافة إلى ما سبق، تُعد نسبة الاقتراض من المحددات المهمة لسياسة توزيع الأرباح. فقد أشارت دراسة (Budiarso, 2019) إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الاقتراض وسياسة توزيعات الأرباح. أي أنه كلما زاد الاقتراض في الشركة كلما انخفضت نسبة التوزيعات. وفي سياق آخر، أشارت دراستنا (محمد، 2020; الصاوي، 2016) إلى وجود علاقة إيجابية بين معدلات الاقتراض وسياسة التوزيعات. وعلى صعيد آخر أظهرت دراستنا (Musiega et al., 2016; Tahir et al., 2016) عدم وجود علاقة بين نسبة الاقتراض وسياسة توزيعات الأرباح.

3.4. حجم الشركة (Firm Size): يُعد حجم الشركة أحد المحددات الأساسية لتوزيعات الأرباح، حيث تتمتع الشركات الأكبر حجمًا بسهولة الوصول إلى سوق رأس المال. كما تدفع الشركات الكبيرة تكلفة معاملات أقل مقارنةً بالشركات الأصغر حجمًا، ومن ثم فهي في وضع أفضل في السوق لجمع المزيد من الأموال، ما يجعلها أقل اعتمادًا على الأموال المتولدة داخليًا ودفع المزيد من توزيعات الأرباح (Singla&Samanta,2014). بالإضافة إلى ذلك، تحتاج الشركات الكبرى إلى دفع المزيد من توزيعات الأرباح من أجل تخفيض مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين (Areri&Nyang,2018). وقد أظهرت دراسة (Brahmaiah et al.,2018) أن حجم الشركة يرتبط ارتباطًا سلبيًا بقرارات توزيع الأرباح، نظرًا لأن الشركات الكبرى تميل إلى أن يكون لديها فرص إعادة استثمار أكبر، ومن ثم توزيعات أرباح أقل. وعلى صعيد آخر، أظهرت نتائج دراسة (Baker,2019 ; Litai et al.,2011) أن الشركات الكبيرة تكون أكثر قدرة على تحقيق الأرباح، وبالتالي تكون قدرتها أكبر على زيادة نسبة التوزيعات الموجهة للمساهمين، ومن ثم وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح.

4.4. نمو الشركة (Growth): تحتاج الشركات ذات النمو وفرص الاستثمار المرتفعة إلى الأموال المتولدة داخليًا لتمويل تلك الاستثمارات، ومن ثم تميل إلى دفع توزيعات أرباح منخفضة (Jiraporn&Lee,2018). لذا فإن العلاقة بين نمو الشركة وفرص الاستثمار لديها ترتبط ارتباطًا سلبيًا بتوزيع أرباح على الأسهم. علاوة على ذلك، من المرجح أن تكون الشركات ذات النمو وفرص الاستثمار المنخفضة ليس لديها الدوافع لبناء الاحتياطات، نتيجة لانخفاض النمو وقلة الأنفاق الرأسمالي، وبالتالي تميل إلى دفع توزيعات أرباح أكبر، ومن ثم يوجد ارتباط إيجابي بتوزيعات الأرباح على الأسهم (Al-Malkawi,2007). ومن ناحية أخرى، نجد أن معدل النمو للشركات يُعد محددًا مهمًا لسياسة التوزيعات، حيث أشارت دراسة (Musiega et al.,2016; Batool &Javid,2014) إلى وجود علاقة إيجابية بين معدلات النمو وسياسة التوزيعات. وعلى العكس من ذلك، توصلت دراسة (Khan et al.,2016) إلى وجود علاقة سلبية بين فرص النمو وتوزيعات الأرباح. وعلى صعيد آخر، أثبتت دراسة (Tahir et al.,2016; Shamsabadi et al.,2016) عدم وجود علاقة بين معدلات النمو وسياسة توزيع الأرباح.

5.4. السيولة (Liquidity): تُعد سيولة الشركة أمرًا أساسيًا في الكثير من قرارات توزيع الأرباح، فالشركات قد تحقق أرباحًا ولكنها تعاني من نقص السيولة النقدية اللازمة لإعلان توزيع الأرباح. وبناءً على ذلك، يتوقع أن تدفع الشركات ذات السيولة المرتفعة توزيعات أرباح أعلى بسبب توافر مبالغ نقدية لديها، وتكون العلاقة إيجابية بين السيولة وتوزيع الأرباح (Ahmed et al.,2015). وقد أوضحت دراسة (Budiarso,2019) وجود علاقة إيجابية بين السيولة النقدية للشركة وسياسة توزيع الأرباح.

ويعود ذلك إلى أن السيولة الجيدة في الشركة تتيح لها تمويل عملياتها بعيداً عن الاقتراض، أو احتجاز الأرباح، مما يعني وجود فرصة أكبر لتوزيعات الأرباح.

6.4. نسبة التوزيعات السابقة (Past Dividend): يعطي استقرار سياسة توزيعات الأرباح في الماضي مؤشراً على سياسة التوزيع المستقبلية (Das&Mohanty,2018). وغالباً ما يعتقد المستثمرون أن الشركات ذات التوزيعات المستقرة أقوى وأكثر قيمة. وهذا ما أكدته دراسة (Kaur,2019) حيث أظهرت أن نسبة توزيعات أرباح السنوات السابقة تؤثر بشكل إيجابي على نسبة توزيعات أرباح الأسهم الحالية للشركة.

5. الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، واشتقاق الفرض الأول.

❖ هدفت دراسة (Yahaya,2017) إلى فحص أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة، وذلك لعينة من (16) من شركات السلع الاستهلاكية المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة (2007-2016). وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى أن عائد توزيعات الأرباح ونسبة الأرباح الموزعة تؤثران على الأداء المالي للشركة، عندما يقاس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول و (Tobin's Q). ولكن عندما يقاس الأداء المالي بالعائد على حقوق المساهمين أو السعر السوقي للسهم فإن سياسة توزيع الأرباح لا تظهر أي تأثير معنوي.

❖ وتناولت دراسة (Adesina et al.,2017) اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقييم المستثمرين لأسعار الأسهم في المصارف النيجيرية. وقد استخدمت الدراسة البيانات المالية المنشورة لعدد (4) مصارف رئيسية في نيجيريا خلال الفترة (2006-2016). وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية كبيرة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

❖ وقد حاولت دراسة (قنون،2018) معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، باستخدام عينة من (25) شركة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي للفترة (2011-2016). باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وأن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية.

❖ أما دراسة (Sijoinur&Abdul Basit,2018) فقد هدفت إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين في الصناعة التحويلية من بورصة ناسداك للأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية. وقد اشتملت الدراسة على متغيرين مستقلين هما (نسبة توزيعات الأرباح، ومعدل عائد توزيعات الأرباح)، فيما تم قياس المتغير التابع (ثروة المساهمين) باستخدام ربحية السهم وسعر

السهم السوقي والعائد على حقوق الملكية وذلك لعينة من (300) شركة تم استخراجها من ثلاثة قطاعات فرعية من الصناعة التحويلية خلال الفترة من (2011-2015). وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها نمط ثابت في التأثير على الأداء المالي للشركات في الولايات المتحدة الأمريكية.

❖ وتناولت دراسة (البراجنة، 2019) اختبار مدى تأثير القيمة السوقية بسياسة توزيع الأرباح، وذلك لعينة من (35) شركة مدرجة في بورصة فلسطين، لخمس قطاعات للفترة (2008-2018). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصة. وقد فسرت الدراسة ذلك بقلة الشركات الموزعة للأرباح حيث بلغت فقط (11) شركة من أصل (35) شركة، بالإضافة إلى أن هناك متغيرات أخرى مؤثرة منها ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين.

❖ حين هدفت دراسة (قدوم وآخرون، 2019) إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، من خلال إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، لعينة من (30) شركة خلال الفترة (2007-2017)، وذلك للشركات المدرجة في مؤشر دوجونز (DJIA) الأمريكي. وقد توصلت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المفسرة كان لها دلالة إحصائية ما عدا متغير نمو الأصول، وأن تأثير متغير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة إيجابي ومعنوي.

❖ وتناولت دراسة (الصفار، 2020) قياس أثر آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، ولتحقيق هدف الدراسة استخدام عينة من (30) شركة خلال الفترة (2010-2017). وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم في الشركات الأردنية، بالإضافة إلى عدم وجود علاقة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم كمؤشر على القيمة السوقية للشركة.

وبتحليل الدراسات السابقة فقد تباينت نتائج بعض هذه الدراسات على الرغم من استخدامها نفس المتغيرات، واتفقت في بعض النتائج. ويُرجع الباحث هذا الاختلاف والتباين في النتائج إلى اختلاف البيئات التي أجريت فيها هذه الدراسات من حيث الاختلافات القانونية والنظامية والثقافية لتلك البيئات. وتميل الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية بالمصارف السعودية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

الفرض الأول: توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

II. هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة (المفهوم والأهمية وطرق قياسه)

يُمكن التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المنشآت، هما الهيكل المالي وهيكل رأس المال. فالهيكل المالي (Financial Structure): يتمثل في هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق المساهمين في قائمة المركز المالي للمنشأة (Khemiri&Noubbigh,2018). ويعني الهيكل المالي الكيفية التي يتم بها تمويل موجودات واستثمارات المنشأة، والذي يوضح أدوات التمويل المستخدمة في المنشأة، ويتضمن كافة أشكال وأنواع مصادر الأموال مملوكة كانت أو مقترضة، قصيرة أم طويلة الأجل (Elmanakhly,2018). في حين يشير مفهوم هيكل رأس المال (Capital Structure) إلى مصادر التمويل طويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة، والقروض طويلة الأجل، دون الإهتمام بالمصادر قصيرة الأجل (Ameen&Shahzaadi,2017).

وقد اهتم الأدب المحاسبي بمفهوم هيكل رأس المال، حيث تم تعريفه بأنه "الخليط أو المزيج من الديون وحقوق الملكية التي يتم استخدامها في تمويل عمليات المنشأة واستراتيجيتها (Ramlia et al.,2019). وقد عرفه (Yildirim et al.,2018) بأنه "الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها من خلال حقوق الملكية أو الديون أو مزيج منهما". كما عرفه (Tsoy&Heshmati,2017) بأنه "الموازنة بين مصادر التمويل من الديون وحقوق الملكية مع الأخذ بعين الاعتبار محاولة تخفيض تكاليف رأس المال لأدنى حد ممكن، مع تعظيم قيمة الشركة لأعلى درجة ممكنة". في حين عرفه (Saputra et al.,2015) بأنه "مزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل مثل القروض وحقوق الملكية بما فيها الاحتياطات المستخدمة في تمويل استثمارات الشركة".

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن للباحث تعريف هيكل رأس المال بأنه "مجموع الأموال المستغلة في تمويل أنشطة المنشأة، سواء تم الحصول عليها من مصادر التمويل الذاتية ممثلة في حقوق الملكية، أو من الجهات الخارجية مثل القروض والسندات، بهدف تمويل عمليات المنشأة والاستثمارات المستقبلية.

1.العوامل المحددة لهيكل رأس المال

تعددت النظريات والاتجاهات التفسيرية التي ركزت على صياغة وشرح هيكل رأس المال، ومدى ارتباطه بتعظيم القيمة السوقية للمنشأة، باعتباره الهدف الاستراتيجي لأي إدارة مالية في الفكر المالي الحديث. فقد تعددت نوعية المحددات التي تؤثر على هيكل رأس المال، والتي يجب أخذها بعين الإهتمام عند تحديد نسبة الاقتراض المثلي لما لها من انعكاسات على قيمة المنشأة (Ramlia et al.,2019). ويُمكن استعراض أهم العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال كما يلي:

1.1. السيولة (Liquidity): يلاحظ تباين النظريات حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال. إذ أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين السيولة وهيكل رأس المال، حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية تكون لديها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، مما يسهل الحصول على الديون، فضلاً عن تجنب عدم الاستخدام الكفاء للتدفقات النقدية (Gomez et al.,2014). في حين أشارت، نظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال، حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية تميل إلى الاعتماد على الأموال المتولدة داخلياً دون الحاجة إلى الاقتراض (Deesomsak et al.,2004). كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال، حيث أشارت دراسة (Sheikh&Wang,2011) إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت عالية السيولة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي وما يستتبعه من انخفاض نسب الديون. كما أشارت دراسة (Eldomiatiy&Azim,2008) إلى أن نسبة التداول كمقياس لتقييم السيولة ذات علاقة عكسية بنسب الديون عند كافة مستويات المخاطر. وأن نسبة النقدية ذات علاقة عكسية مع نسب الديون عند مستوى منخفض من المخاطر، كما توصلت دراسة (Pacheco&Tavares,2015) إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين توصلت دراسة (Mateev et al.,2013) إلى وجود علاقة طردية بين السيولة ونسبة الديون قصيرة الأجل.

2.1. معدل النمو (Growth Rate): تباينت نتائج النظريات حول العلاقة بين معدل النمو وهيكل رأس المال، حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن زيادة فرص النمو تكون في شكل أصول رأسمالية لا يمكن استخدامها كضمان، مما يجعل المنشآت مرتفعة النمو تعتمد بشكل أقل على الديون من المنشآت التي لديها أصول ملموسة (Skeikh&Wang,2011). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، حيث يترتب عليه وجود فرص نمو مرتفعة، وزيادة الطلب على مصادر التمويل الخارجية وبالتحديد بعد استنفاد الأموال الداخلية وعدم كفايتها للقيام بعمليات النمو (Bhattacharjee&Dash,2015). كما يؤدي وجود فرص النمو المستقبلية إلى زيادة الاعتماد على مصادر التمويل ذات الحساسية المنخفضة للمعلومات، وما يستتبعه من زيادة الطلب على الديون وانخفاض الاعتماد على إصدار الأسهم ذات درجة الحساسية المرتفعة للمعلومات (Viviani,2008). بينما أشارت نظرية الوكالة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن ارتفاع مرونة الاستثمار لدى المنشآت مرتفعة النمو، يؤدي إلى تحويل الثروة من أصحاب الديون إلى

المساهمين مما يجعلها تعتمد بصورة أقل على الديون لتخفيض صراع المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين (Sheikh&Wang,2011). كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Abor&Biekpe,2009) إلى أن المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم في جنوب أفريقيا تتميز بارتفاع معدلات النمو وتميل إلى مستويات مرتفعة من الديون. كما أظهرت دراسة (Sogrob-Mira,2005) وجود علاقة طردية بين معدل النمو وكل من الديون قصيرة وطويلة الأجل. بينما توصلت دراسة (Deesomsak et al.,2004) إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، حيث تميل المنشآت مرتفعة النمو إلى التمويل من خلال زيادة حقوق الملكية، واستخدام مستويات منخفضة من الديون بالنسبة لقرارات التمويل المستقبلية. إذ أن الاعتماد على الديون في تمويل الفرص الاستثمارية يحتوي على درجة عالية من المخاطر. في حين أشارت دراسة (Karadeniz et al.,2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل النمو وهيكل رأس المال.

3.1. حجم المنشأة (Firm Size): أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن المنشآت كبيرة الحجم تتميز بأنها أكثر تنوعًا، وأكثر استقرارًا من حيث التدفقات النقدية، وأكثر قدرة على تحمل زيادة نسبة الديون، وسداد مدفوعات الفوائد، وأعلى إفصاحًا عن المعلومات، وأقل تقلبًا في الأرباح السنوية، وأقل تعرضًا لمخاطر الإفلاس، وأسهل وصولًا إلى سوق الائتمان، مع انخفاض تكاليف الوكالة، فضلًا عن أنها تطلب المزيد من الديون لتحقيق الاستفادة الكاملة من المنافع الضريبية (Deesomsak et al.,2004). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة بين الحجم وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن عدم تماثل المعلومات يكون أقل حدة في المنشآت كبيرة الحجم، ما يجعلها أقل اعتمادًا على الديون نظرًا لقدرتها على إصدار أسهم ذات درجة حساسية عالية للمعلومات (Bhattacharjee&Dash,2015). كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Karadeniz et al.,2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال في ظل فرض كفاءة السوق. في حين أكدت دراستًا (Sogorb-Mira,2005; Fama&French,2002) على وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال، وأن المنشآت صغيرة الحجم تكون أكثر اعتمادًا على حقوق الملكية، بينما تعتمد المنشآت الأكبر حجمًا على الديون. بينما توصلت دراسة (Mateev et al.,2013) إلى وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال. وعلى العكس، توصلت دراسة (Benkraiem&Gurau,2013) إلى وجود علاقة طردية بين الحجم والديون طويلة الأجل مع علاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل.

4.1. عُمر المنشأة (Firm Age): أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال. ويرجع ذلك إلى أن المنشآت الحديثة تتميز بانخفاض تنوعها، وقلة أرباحها، وزيادة

الاحتياجات التمويلية لديها، فضلاً عن انخفاض جدارتها الائتمانية، ومن ثم انخفاض قدرتها في الحصول على الديون (Pacheco&Tavares,2015). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال، حيث أن عدم تماثل المعلومات يكون أكثر حدة في المنشآت الحديثة، مما يجعلها تعتمد بشكل كبير على مصادر التمويل ذات درجة حساسية منخفضة للمعلومات، والتي تتمثل في الديون (Bhattacharjee&Dash,2015). وقد تبين وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Collins et al.,2019) إلى وجود علاقة طردية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال، حيث أنه كلما زاد عُمر المنشأة كلما زادت درجة الاعتماد على المصادر الخارجية، وذلك لوجود ضمانات كافية لمواجهة عدم الوفاء بالالتزامات. في حين توصلت دراسة (Saputra et al.,2004) إلى وجود علاقة طردية بين عُمر المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال وهو ما يتفق مع دراسة (Matias&Serrasqueiro,2008)، والتي أيدت أن المنشآت الحديثة تعتمد بشكل كبير على الديون نظراً لعدم كفاية الأرباح المحتجزة لتلبية الاحتياجات التمويلية، كما أن المنشآت الأقدم عُمرًا قادرة على توليد موارد داخلية كافية لتلبية احتياجات التوسع والنمو.

5.1. الربحية (Profitability): أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن زيادة الربحية تؤدي إلى انخفاض مخاطر الإفلاس، وارتفاع معدلات الضرائب المتوقعة، مما يدفع المنشآت إلى حيازة المزيد من التدفق النقدي، الأمر الذي يحقق لها أرباحاً تزيد عن الأرباح الناتجة عن الاستثمارات (Mateev et al.,2013). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال حيث تفضل المنشآت مصادر التمويل الداخلية لتلبية احتياجاتها التمويلية أكثر من الديون وإصدار أسهم جديدة (Pacheco&Tavares,2015). وقد تباينت نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Ezeoha,2008) إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال. كما توصلت دراسة (Abor,2005) إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وكل من نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل. في حين توصلت دراسة (Margaritis&Psillaki,2007) إلى وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال. كما توصلت دراسة (Pacheco&Tavares,2015) إلى وجود علاقة طردية بين الربحية ونسبة الديون قصيرة الأجل، وعلاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون طويلة الأجل. وعلى عكس ذلك أظهرت دراسة (Tang&Jang,2007) عدم وجود علاقة معنوية بين الربحية وهيكل رأس المال.

6.1. الضرائب (Taxes): أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين معدل الضريبة وهيكل رأس المال، نظراً لخصم فوائد الديون من الدخل الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة

الديون، وبالتالي يزداد التمويل من خلال الديون مع زيادة معدلات الضريبة (Brigham&Houston,2009). إلا أن نظرية تسلسل مصادر التمويل لم تتناول تفسير العلاقة بين معدل الضريبة الفعلي ومستوى الديون. كما تبين نتائج الدراسات التطبيقية حول تفسير هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Antoniou et al.,2008) إلى وجود تأثير معنوي للضرائب على الاختيار بين الديون وحقوق الملكية، فضلاً عن وجود تأثير للتغيرات في معدل الضريبة على قرارات هيكل رأس المال. كما توصلت دراسة (Graham,1996) إلى وجود علاقة بين معدل الضريبة ونسبة الديون طويلة الأجل. بينما أكدت دراسة (Handoo&Sharma,2014) على وجود تأثير معنوي لمعدل الضريبة على هيكل رأس المال. في حين دعمت دراستاً (Antoniou et al.,2008; Sogrob-Mira,2005) وجود علاقة عكسية بين معدل الضريبة وهيكل رأس المال، نظراً لأن تأثير هذا المعدل على هيكل رأس المال يتوقف على القوانين الضريبية في كل دولة. وعلى عكس النتائج السابقة، توصلت دراسة (Huang&Song,2006) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل الضريبة وقيمة الديون في هيكل رأس المال.

يتضح من العرض السابق، اختلاف نظريات هيكل رأس المال ونتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين العوامل المحددة وهيكل رأس المال، وهو ما يؤدي إلى تعدد التفسيرات حول أهم تلك العوامل المؤثرة. يضاف إلى ذلك اختلاف التفسيرات حول درجة تأثير تلك العوامل على اتخاذ قرار اختيار هيكل رأس المال الأمثل وما يستتبعه من التأثير على قيمة منشآت الأعمال.

2. الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية، واشتقاق الفرض الثاني.

❖ هدفت دراسة (Abdul Hadi et al.,2017) إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة، حيث تم التطرق لأهمية نظريات هيكل رأس المال. وقد تكونت عينة الدراسة من (14) شركة في قطاع الإنشاءات المدرجة ببورصة ماليزيا للفترة (2010-2015)، باستخدام تحليل البيانات Panel Data. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين ربحية السهم الواحد والرافعة المالية وبين قيمة الشركة.

❖ كما اهتمت دراسة (Aggarwal&Padhan,2017) بالتعرف على أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة، وقد تم استخدام تحليل البيانات Panel Data لعدد (22) شركة للفترة (2001-2015). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي قوي بين قيمة الشركة والرفع المالي، في حين يوجد أثر سلبي بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال مع رفض لنظريات هيكل رأس المال.

❖ وتناولت دراسة (Noorhayati et al.,2018) تحديد أثر هيكل رأس المال على مخاطر وأداء الشركات وقيمتها السوقية، وذلك خلال الفترة (2000-2016) باستخدام عينة من الشركات المدرجة في

بورصة بوخارست للأوراق المالية. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود ارتباط إيجابي بين الرافعة المالية وحجم الشركة وتقلب سعر السهم، وبالتالي وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة، وأن هناك تبايناً بين هيكل الديون وأداء الشركة وقيمتها السوقية تبعاً لطريقة احتساب الأداء المالي سواء بالمقاييس المحاسبية أو المقاييس السوقية والتي تعتمد على سعر السهم والقيمة السوقية.

❖ في حين حاولت دراسة (Nagatemin&Erlina,2018) التحقق من أثر كلٍ من الربحية وحجم الشركة والملكية المؤسسية على هيكل رأس المال وتأثيرها على قيمة الشركة، وذلك لعينة من (19) شركة سياحية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة (2007-2014). وقد توصلت الدراسة إلى أن الربحية وحجم الشركة والملكية المؤسسية تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، وأن هناك أثر إيجابي لنسبة المديونية على قيمة الشركة. كما أن كل زيادة في معدل العائد على حقوق الملكية والملكية المؤسسية يتبعها زيادة في قيمة الشركة.

❖ بينما هدفت دراسة (العرمان، 2018) إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات الصناعية والخدمية الأردنية خلال الفترة (2013-2017) باستخدام على عينة شملت (95) شركة. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وكانت أبرز النتائج وجود أثر سلبي لهيكل رأس المال (الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل) على قيم الشركات الصناعية والخدمية في بيئة الأعمال الأردنية.

❖ وتناولت دراسة (Chowdhury,2019) اختبار أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة، وذلك لعينة من (77) شركة غير مالية من أربعة قطاعات مختلفة في سوق رأس المال ببנגلادش للفترة (2014-2018). وقد توصلت الدراسة إلى أن تعظيم القيمة السوقية للشركة يحتاج إلى تركيبة مثالية من مكونات هيكل رأس المال، من الديون وحقوق الملكية، بما يعني أن التغيير في تركيبة هيكل رأس المال يزيد من قيمة الشركة. إذ أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة.

❖ كما هدفت دراسة (Collins et al.,2019) إلى إجراء دراسة تجريبية لقياس أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية. وقد تم تطبيق الدراسة على عدد (39) شركة غير مالية في بورصة نيجيريا للفترة (2015-2019) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال (مقاساً بالديون طويلة الأجل /حقوق الملكية) على القيمة السوقية للشركة، في حين يوجد أثر سلبي لهيكل رأس المال (مقاساً بإجمالي الديون/مجموع الديون وحقوق

الملكية) على القيمة السوقية للشركة، مع وجود أثر إيجابي لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركة.

وبتحليل الدراسات السابقة يتضح أنها اهتمت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات المتعلقة بهيكل رأس المال، ومدى تأثيرها على القيمة السوقية، من خلال التطبيق على أسواق المال في العديد من البلدان. وقد تباينت نتائج بعض هذه الدراسات رغم استخدامها نفس المتغيرات، واتفقت في بعض النتائج. وتميل الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

الفرض الثاني: يؤثر هيكل رأس المال معنويًا على القيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

2. القيمة السوقية للشركة

قدمت الأدبيات المحاسبية العديد من المفاهيم ذات الصلة بالقيمة السوقية، حيث تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية. ويُقوم سعر السهم في السوق على أساس العلاقة بين سعر ذلك السهم والأرباح المحتجزة، والربح الذي تحققه الشركة، وذلك وفقًا لما يمتلكه من أصول (Kulati,2014). كما عرف (Sijoinur&AbdulBasit,2018) القيمة السوقية بأنها السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية. ونظرًا لتعدد العوامل التي تُسهم في تحديد هذا السعر فإن هذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغيير من وقت لآخر (Adesina et al.,2017). في حين يري (Ardillah,2018) القيمة السوقية بأنها عبارة عن السعر الذي يتم التعامل به في الأسهم في سوق الأوراق المالية، والذي يأتي نتيجة لتفاعل قوى العرض والطلب في سوق المال.

1.2. قياس قيمة الشركة

قدمت الأدبيات المحاسبية مجموعة متعددة من الأساليب المستخدمة في تقدير قيمة المنشأة وذلك من خلال قائمة المركز المالي إعتماذًا على قيمة الأصول أو نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها الدفترية (Cho,2019). كما يتم تقدير قيمة المنشأة من خلال قائمة الدخل بالاعتماد على المبيعات أو الأرباح، وغيرها من المؤشرات مثل ربحية السهم، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى ربحية السهم (Mathanka et al.,2015). وقد اعتمدت دراسة (Lee&Lee.,2019) على مؤشرين لتقدير قيمة المنشأة، هما القيمة الدفترية للسهم معبرًا عنها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية للسهم معبرًا عنها بسعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية. كما اعتمدت دراسة (Ardillah,2018) على إجمالي كل من القيمة السوقية للأسهم العادية، والقيمة الدفترية للأسهم الممتازة، والقيمة الدفترية للديون مقسومًا على إجمالي الأصول. في حين أكدت دراسة (Kulati,2014)

على أن القيمة السوقية من أفضل المقاييس لتقدير قيمة المنشأة حيث تعكس الثمن الذي يدفعه المستثمر كقيمة لأصول المنشأة معبراً عنها بسعر إقبال السهم في نهاية السنة المالية مضروباً في عدد الأسهم المتداولة. كما استخدم العديد من الدراسات نموذج (Tobin's Q) الذي يُعبر عن قيمة المنشأة من خلال تكلفة الاستبدال المطلوبة للحصول على نفس أصول المنشأة والتي تساعد في التعرف على ما إذا كانت قيمة المنشأة أكبر من تكلفة الأصول اللازمة لتوليد التدفقات النقدية (Cho,2019).

وقد اعتمدت الدراسة الحالية على مقياس القيمة السوقية لقياس قيمة الشركة، من خلال استخدام مقياس (Tobin's Q) لقياس القيمة السوقية للمنشأة، ويعكس القيمة الحقيقية للشركة، حيث يتفق الباحث مع ما توصلت إليه دراسات (Cho,2019; Kulati, 2014; Ehikioya,2016) من حيث وجود أفضلية لاستخدام نموذج (Tobin's Q) في قياس قيمة الشركة مقارنة ببعض المقاييس الأخرى، حيث أنه مقياس للأداء في الأجل الطويل. كما أنه لا يقتصر على المعلومات المحاسبية فقط، بل يأخذ في الاعتبار المعلومات المحاسبية والسوقية معاً. ويعتمد هذا المقياس على نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً لها القيمة الدفترية للديون إلى القيمة الدفترية لإجمالي قيمة الأصول، فإذا قلت قيمة الأصول عن القيمة السوقية، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع العائد على استثمارات المنشأة.

2.2. الدراسات السابقة التي تناولت سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وعلاقتها بالقيمة السوقية، واشتقاق الفرض الثالث.

هدفت دراسة (Lundgren,2017) إلى اختبار أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في السويد، وذلك باستخدام عينة من (284) شركة مدرجة في سوق ستوكهولم للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2015). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية ونسبة توزيع الأرباح وعائد الأرباح وكذلك وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مع كل من نسبة توزيع الأرباح والعائد من توزيعات الأرباح.

كما هدفت دراسة (ابن الضب، 2017) إلى تحليل أثر اختيار هيكل رأس المال مع قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية. وقد شملت عينة الدراسة (30) شركة خلال الفترة (2010-2016)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال له تأثير ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (Mohamadi&Amiri,2018) إلى اختبار أثر الهيكل المالي ممثلاً في الرفع المالي وربحية الشركة والفرص الاستثمارية وهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، لعينة من (105) شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران المالي عن الفترة (2010-2015)، وقد تم تحليل

البيانات باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية قوية بين الملكية الإدارية والربحية وسياسة توزيع الأرباح. كذلك وجود علاقة عكسية قوية بين الهيكل المالي متمثلاً بنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح.

وتناولت دراسة (مشكور وآخرون، 2018) اختبار العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة وأثرها على هيكل رأس المال، وذلك لعينة من (14) مصارف مدرجة في بورصة العراق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة (2001-2015) وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: يوجد علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة، كذلك يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية للسوقية للسهم في بيئة الأعمال العراقية.

وبتحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بسياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وعلاقتها بالقيمة السوقية، تبين قلة الدراسات التي اهتمت بالربط بين تلك المتغيرات- على حد علم الباحث- إلى جانب وجود تباين بين نتائجها. وتميل الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية بالمصارف السعودية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي:

الفرض الثالث: يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

III. الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

1. مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة المصارف المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودية (تداول) خلال الفترة (2016-2019). وقد بلغ عدد هذه المصارف حتى نهاية عام 2019 (12) مصرفاً، تم إستبعاد شركة أملاك العالمية للتمويل العقاري وذلك لإنحصار أعمالها في مزاولة أعمال نشاط التمويل العقاري للشركات والأفراد دون الأعمال المصرفية مثل باقي المصارف، وبالتالي أصبحت عينة الدراسة (11) مصرفاً، حيث تم إختيارهم جميعاً كعينة للدراسة. كما بالجدول التالي:

جدول رقم (01) بيان بعينة الدراسة

م	اسم المصرف	تاريخ التأسيس	تاريخ الإدراج بالبورصة السعودية
1	مجموعة سامبا المالية - سامبا	1090	1993
2	البنك السعودي الفرنسي	1050	1993
3	البنك السعودي البريطاني - ساب	1060	1993
4	بنك الرياض	1010	1993
5	البنك العربي الوطني	1080	1993
6	مصرف الراجحي	1120	1993

1993	1020	بنك الجزيرة	7
1993	1030	البنك السعودي للاستثمار	8
2005	1140	بنك البلاد	9
2008	1150	مصرف الأنماء	10
2014	1040	البنك الأهلي التجاري	11

المصدر: إعداد الباحث اعتمادًا على نتائج التحليل الأحصائي

2. مصادر الحصول على البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية، وتقارير مجلس الإدارة، والإيضاحات المتممة لشركات العينة المنشورة في مواقع هيئة سوق المال السعودي- تداول- www.tadawal.com، إضافة إلى موقعي مباشر www.Mubasher.info، وأرقام www.argaam.com المتخصصان في تجميع البيانات المختلفة للشركات العاملة في المنطقة العربية.

3. فترة وحدود الدراسة

تغطي الدراسة القوائم المالية للفترة (2016-2019) وذلك بهدف اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق السعودية، كذلك تقتصر الدراسة التطبيقية فيما يختص بالعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للشركة كعوامل رقابية لضبط العلاقات بين المتغيرات في النموذج العام على بعض خصائص الشركة (حجم الشركة، ربحية الشركة، جودة خصائص الحوكمة). ويقتصر الباحث عند قياسه للقيمة السوقية للمصارف على نموذج (Tobin's Q) وذلك لما أثبتته الدراسات السابقة من جودة هذا النموذج ودقة نتائجه عند قياس قيمة المنشأة، ولن يتعرض إلى المقاييس الأخرى لقيمة المنشأة إلا بما يخدم هدف البحث.

4. متغيرات ونموذج الدراسة

1.4 المتغيران المستقلان

❖ سياسة توزيعات الأرباح (Dividend Policy): وهي السياسة المتبعة بالمصرف لتوزيع صافي الأرباح بعد تحديد قيمة الأرباح المحتجزة. ويتم قياسها بالأرباح الموزعة منسوبة إلى ربحية السهم من خلال المعادلة التالية (قياسًا على دراستًا 2018، Anazonw.، 2019; Nyere&Wesson).

$$\text{الأرباح النقدية الموزعة (DP)} = \text{الأرباح النقدية الموزعة للسهم} \div \text{ربحية السهم الواحد.}$$

❖ هيكل رأس المال (Capital Structure): وتمثل الطريقة التي تمول بها المصارف موجوداتها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونيات الخارجية. وقد تم قياسه بإجمالي الإلتزامات منسوبة إلى إجمالي الأصول، وذلك من خلال النموذج التالي قياسًا على دراسات (Chemutai et al., 2016; Matias&Serrasqueiro, 2017; Schroeder, 2015):

$$\text{هيكل رأس المال (CS)} = \text{إجمالي الالتزامات} \div \text{إجمالي الأصول}$$

2.4. المتغير التابع

❖ القيمة السوقية (Market Value): ويتم قياسها باستخدام نموذج (Tobin's Q) وهو مقياس

للقيمة السوقية للمصرف، ويحسب قيمة المصرف من خلال المعادلة التالية: وذلك قياساً على

دراسات (Cho,2019; Kulati, 2014; Ehikioya,2016)

القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات

القيمة الدفترية لإجمالي الأصول

القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد الأسهم المتداولة (القائمة) للمصرف X القيمة السوقية للسهم (سعر الإقبال).

ويخلص الجدول التالي التعريف بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

جدول رقم (02) التعريف بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	نوع المتغير	مصدر الحصول على البيانات
أولاً: المتغير التابع: (القيمة السوقية للمصرف)				
القيمة السوقية للمصرف	MV	ويتم قياسها باستخدام نموذج (Tobin's Q) من خلال المعادلة الآتية: <u>القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات</u> <u>القيمة الدفترية لإجمالي الأصول</u>	تابع	القوائم المالية والمواقع الإلكترونية للمصرف والبورصة
ثانياً: المتغيرات المستقلة				
سياسة توزيع الأرباح	DP	ويتم قياسها بالأرباح الموزعة منسوبة إلى ربحية السهم من خلال المعادلة التالية: الأرباح النقدية الموزعة (DP) = الأرباح الموزعة للسهم ÷ ربحية السهم.	مستقل	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
هيكل رأس المال	CS	ويتم قياسه بإجمالي الالتزامات منسوبة إلى إجمالي الأصول من خلال المعادلة التالية: هيكل رأس المال (CS) = إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول	مستقل	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
ثالثاً: المتغيرات الضابطة				
حجم المصرف	BSIZ	يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	رقابي	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
ربحية المصرف	BROA	يقاس من خلال صافي ربح العام قبل الضرائب مقسوماً على إجمالي الأصول.	رقابي	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
جودة خصائص الحوكمة	BGQ	يقاس كمتغير تجميعي تتراوح قيمته من (1 إلى 4) حسب مدى توافر بعض خصائص جودة خصائص الحوكمة (استقلالية غالبية أعضاء مجلس الإدارة ، عدم ازدواجية منصب المدير التنفيذي، وجود لجان لمراقبة أداء مجلس الإدارة ومطابقة حجم مجلس الإدارة ولجانته لقواعد الحوكمة) أو صفر بخلاف ذلك.	رقابي	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية

المصدر: إعداد الباحث

يمكن صياغة نماذج الدراسة في المعادلات التالية وذلك قياساً على دراسات (Ehikioya,2016;

Sijoinur&Abdul Basit,2016; Adesina et al.,2017) كما يلي:

❖ النموذج الأول: هو نموذج لقياس سياسة توزيعات الأرباح في المصارف، واختبار أثر ذلك على

القيمة السوقية، ويغطى هذا النموذج الفرض الأول: " توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين

سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية".

ويتم قياسه من خلال نموذج انحدار خطي بسيط، من خلال النموذج الرياضي التالي:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DP_{it}) + \varepsilon_{it}$$

❖ النموذج الثاني: هو نموذج لقياس هيكل رأس المال في المصارف، واختبار أثر ذلك على القيمة السوقية للمصرف، ويغطي هذا النموذج الفرض الثاني: "يؤثر هيكل رأس المال معنوياً على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم قياسه من خلال نموذج انحدار خطي بسيط، من خلال النموذج الرياضي التالي:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (CS_{it}) + \varepsilon_{it}$$

❖ النموذج الثالث: هو نموذج لقياس الأثر المشترك لسياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في المصارف معاً على القيمة السوقية للمصرف، وذلك في ضوء إدخال بعض المتغيرات الرقابية والتي تمثل العوامل المؤثرة على المتغير التابع (القيمة السوقية للمصرف)، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل تحييد أثرها وضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ومن أهم هذه المتغيرات حجم المصرف، وربحية المصرف، وجودة خصائص الحوكمة المطبقة في المصرف، ويغطي هذا النموذج الفرض الثالث "يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". وتم قياسه باستخدام الانحدار الخطي المتعدد، بناءً على النموذج الرياضي التالي:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DP_{it}) + \beta_2 (CS_{it}) + \beta_3 (BSIZ_{it}) + \beta_4 (BROA_{it}) + \beta_5 (GOVQ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: (MV_{it}) تعبر عن القيمة السوقية للمصرف (i) في نهاية السنة (t). (β_0) الجزء الثابت في النموذج وتعبر عن مستوى القيمة السوقية للمصرف الذي لا يتأثر بالمتغيرات المستقلة. (β_1) معاملات الانحدار لسياسة توزيع الأرباح، (DP_{it}) سياسة توزيع الأرباح. (β_2) معاملات الانحدار لهيكل رأس المال. (CS_{it}) هيكل رأس المال، (β_3) معامل الانحدار لحجم المصرف، (β_4) معامل الانحدار لربحية المصرف، (β_5) معامل الانحدار لجودة خصائص الحوكمة. (ε_{it}) معامل الخطأ العشوائي.

5. تحليل نتائج الدراسة واختبار الفروض ومناقشتها

اعتمد تحليل نتائج الدراسة على ثلاث مراحل بدأت بالتحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، ثم عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة وانتهاءً بتقدير نماذجها واختبار الفروض من خلال تحليل الارتباط والانحدار، وذلك كما يلي:

1.5. إختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

1.1.5. اختبار مدى إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test)

أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية

للتحقق من مدى اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي تم استخدام اختبار (Kolmogorov - Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) للتأكد من أن نمط التوزيع الذي تسلكه بيانات الدراسة هو توزيع طبيعي، وذلك بالنسبة لمتغيرات الدراسة، وذلك لتحديد نوع الاختبارات التي سيستخدمها الباحث في التحليل الإحصائي للبيانات، ما بين اختبارات الإحصاء المعلمي واختبارات الإحصاء اللامعلمي، والجدول التالي يوضح قيم الاختبارات ومستوى المعنوية لكل متغير أمام كل اختبار:

الجدول رقم (03) التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة المتصلة.

Variables		Kolmogorov-Smirnov Statistic		Shapiro-Wilk Statistic	
		Value	Sig.	Value	Sig.
توزيعات الأرباح	DP	0.133	*0.200	0.987	0.992
هيكل رأس المال	CS	0.186	*0.200	0.944	0.567
القيمة السوقية للمصرف	MV	0.157	*0.200	0.956	0.724
حجم المصرف	BSIZ	0.158	*0.200	0.956	0.718
ربحية المصرف	BROA	0.176	*0.200	0.980	0.965
جودة خصائص الحوكمة	BGQ	0.228	0.115	0.838	0.030

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الأحصائي

ويتضح من الجدول السابق: أن قيمة مستوى المعنوية (Sig.) لاختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) أكبر من (0.05) لجميع المتغيرات، وبناءً على ذلك فإن البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

2.1.5. اختبار مدى قوة نموذج الدراسة وقدرته التفسيرية

حيث يتم التحقق من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال اختبار (Multicol linearity Test) والذي يتم حسابه معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF)) لكل متغير من المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع، وذلك للنموذج العام للدراسة، بالإضافة إلى التحقق من خلو متغيرات النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي باستخدام اختبار (Durbin Watson Test)، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (04) نتائج اختبار (Multicol linearity Test)، (Durbin Watson Test)

قيمة معامل (VIF) وقيمة (D-W) لمتغيرات نموذج للدراسة			
المتغيرات المستقلة		MV القيمة السوقية للمصرف	
		VIF	Tolerance
توزيعات الأرباح	DP	3.211	0.311
هيكل رأس المال	CS	1.266	0.790
حجم المصرف	BSIZ	6.005	0.167
ربحية المصرف	ROA	13.772	0.073
جودة خصائص الحوكمة	GOVQ	2.667	0.375
قيمة (Durbin Watson Test)		2.459	

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الأحصائي

يتضح من الجدول السابق مايلي:

❖ أن قيم (VIF) لغالبية المتغيرات المستقلة ومتغيرات الرقابة لنموذج الدراسة أقل من (10)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي، فالارتباط بينها ليس له دلالة إحصائية ومنخفض جداً، الأمر الذي يدل على قوة النموذج المستخدم في تفسير وتحديد تأثيرات المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

❖ أن قيمة (D-W) المحسوبة بلغت (2.459)، وهي بذلك تقع ضمن المدى المثالي وهو الذي يقترب من 2 (1.5-2.5)، مما يدل على عدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة تؤثر على صحة النتائج

❖ وفي ضوء ما سبق، يتضح أن المتغيرات المستقلة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي وعدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي، وبالتالي قوة نموذج الدراسة وزيادة قدرته التفسيرية، ومن ثم صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

3.1.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

وهنا يقوم الباحث بوصف تحليلي لمتغيرات الدراسة حيث يظهر الجدول التالي الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة للدراسة وذلك على مدار سنوات الدراسة، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (05) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الرمز	السنة	الوسط	الإنحراف المعياري	أقصى قيمة	أقل قيمة
توزيعات الأرباح (على مدار سنوات الدراسة)	DP16	2016	0.3756	0.10182	0.59	0.23
	DP17	2017	0.4715	0.14578	0.71	0.21
	DP18	2018	0.8062	0.57423	1.83	0.00
	DP19	2019	0.5174	0.27554	0.77	0.00
في المتوسط	DP		0.5427	0.22000	0.93	0.16
هيكل رأس المال (على مدار سنوات الدراسة)	CS16	2016	0.8467	0.02098	0.88	0.82
	CS17	2017	0.8408	0.02326	0.88	0.80
	CS18	2018	0.8460	0.02346	0.89	0.81
	CS19	2019	0.8450	0.02898	0.89	0.79
في المتوسط	CS		0.8446	0.02204	0.88	0.81
القيمة السوقية (على مدار سنوات الدراسة)	MV16	2016	1.0049	0.03801	1.06	0.95
	MV17	2017	1.0359	0.05841	1.14	0.97
	MV18	2018	1.0893	0.07805	1.26	0.99
	MV19	2019	1.0888	0.07118	1.23	0.98
في المتوسط	MV		1.0547	0.05696	1.17	0.98
حجم المصرف (على مدار سنوات الدراسة)	BSIZ16	2016	25.7962	0.65805	26.81	24.71
	BSIZ17	2017	25.8175	0.62300	26.82	24.87
	BSIZ18	2018	25.8541	0.59981	26.84	25.01
	BSIZ19	2019	25.9681	0.59650	26.95	25.18
في المتوسط	BSIZ		25.8590	0.61617	26.86	24.95
ربحية المصرف	ROA16	2016	1.7356	0.40598	2.39	1.12

أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية

1.26	2.66	0.40289	1.8755	2017	ROA17	(على مدار سنوات الدراسة)
1.37	2.82	0.51052	2.0506	2018	ROA18	
0.24	2.95	0.75076	1.8141	2019	ROA19	
1.09	2.71	0.45294	1.8690		ROA	في المتوسط
1.00	4.00	1.13618	2.9091	2016	GOV16	جودة خصائص الحوكمة (على مدار سنوات الدراسة)
2.00	4.00	0.83121	3.0909	2017	GOV17	
2.00	4.00	0.67420	3.3636	2018	GOV18	
3.00	4.00	0.40452	3.8182	2019	GOV19	
2.50	4.00	0.64049	3.2955		GOVQ	في المتوسط

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الأحصائي

ويقدم الجدول السابق العديد من الإستنتاجات أهمها:

❖ بالنسبة لمستوى توزيعات الأرباح: تُشير النتائج إلى قيام المصارف التي تمثل العينة بتوزيعات أرباح بمتوسط عام بلغ (0.54) بنسبة 54% وهي نسبة مقبولة، ولكنها غير جيدة، ومن خلال تتبع النسبة على مدار سنوات الدراسة نجد أن توزيعات الأرباح شهدت إرتفاعاً ملحوظاً من عام 2016 والتي بلغت فيه (0.37) حتى وصلت إلى أعلى نسبة لها عام 2018 وهي (0.80)، ثم إنخفضت في عام 2019 بمتوسط (0.51).

❖ بالنسبة لمتغير تكلفة رأس المال: تُشير النتائج إلى إستقراره على مدار سنوات الدراسة، حيث تراوحت قيمته حول (0.84) وسجلت أقل قيمة لها في عام 2017 وبلغت (0.8408) بينما كانت أكبر قيمة لهيكل رأس المال للعينة في عام 2016 والذي بلغ (0.8467)، وعلى المستوى العام لإجمالي العينة وللمدة ككل، بلغ المتوسط العام لهيكل رأس المال (0.8446).

❖ بالنسبة لمتغير القيمة السوقية تشير النتائج إلى:

أن القيمة السوقية في المتوسط للعينة على مدار سنوات الدراسة بلغت (1.0547) وهي قيمة جيدة وفقاً لمقياس (Tobin's Q) حيث إذا كانت $Q > 1$ معنى ذلك أن المصرف استطاع خلق قيمة لأن القيمة الحالية التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً أعلى من القيمة المحاسبية التي اعتمدت من خلال العقود التي تتم في السوق.

إرتفاع القيمة السوقية من سنة لأخرى حيث بلغت القيمة السوقية للعينة (1.0049) عام 2016 وإرتفعت عام 2017 لتصبح (1.0359) ثم إرتفعت عام 2018 لتصبح (1.0893) وحققت أعلى قيمة لها في عام 2019 وهي (1.0888).

❖ بالنسبة للمتغيرات الرقابية (الضابطة) تُشير النتائج إلى مايلي:

بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول المصارف التي تمثل العينة (25.8590)، وتؤكد النتائج على إرتفاع حجم المصارف من عام 2017 حتى عام 2019، حيث بلغ على الترتيب (25.8175)، (25.8541)، (25.9681).

بلغ متوسط المصارف التي تمثل العينة (1.8690) بأعلى نسبة ربحية وصلت إلى (2.0506)، وتؤكد النتائج على إرتفاع ربحية شركات العينة من عام 2016 حتى عام 2018، حيث بلغ متوسط الربحية (1.7356)، (1.8755)، (2.0506) للسنوات 2016، 2017، 2018 على الترتيب.

بلغ متوسط نسبة جودة خصائص الحوكمة للعينة (3.2955) بنسبة 82% وهي نسبة جيدة، وتدل على التزام المصارف في السعودية بتطبيق آليات الحوكمة، وتحققت أقصى درجات الإلتزام بالتطبيق الجيد لآليات الحوكمة في عام 2019 بمتوسط بلغ (3.8182) بنسبة 95%.

وسوف يركز الباحث، على المتغيرات الأساسية وهي توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية، ويقوم بدراسة مدى الإختلاف بين المصارف المكونة للعينة، وذلك من خلال اختبار مقارنة المتوسطات لقياس التباين لعينة واحدة، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (06) مدى التباين بين المصارف من حيث توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية

المتوسط على مدار مدة الدراسة (4 سنوات)			المصرف
القيمة السوقية	هيكل رأس المال	توزيعات الأرباح	
1.0493	0.8338	0.6146	بنك الرياض
0.9831	0.8651	0.4838	بنك الجزيرة
0.9781	0.8564	0.1637	البنك السعودي للإستثمار
1.0322	0.8357	0.7648	البنك السعودي الفرنسي
1.0474	0.8140	0.6636	البنك السعودي البريطاني
1.0110	0.8525	0.3961	البنك العربي الوطني
1.0700	0.8143	0.7169	مجموعة سامبا المالية
1.1694	0.8546	0.9323	مصرف الراجحي
1.0886	0.8821	0.3378	بنك البلاد
1.0519	0.8230	0.4021	مصرف الإنماء
1.1211	0.8593	0.4938	البنك الأهلي التجاري
1.0547	0.8446	0.5427	إجمالي العينة

المصدر: إعداد الباحث اعتمادًا على نتائج التحليل الأحصائي

يلاحظ من الجدول السابق مايلي:

❖ أعلى المصارف من حيث نسبة توزيعات الأرباح هو مصرف الراجحي بمتوسط نسبة توزيعات بلغت (0.9323)، وبلغ هيكل رأس المال لهذا المصرف متوسط (0.8546) بينما بلغت نسبة القيمة السوقية له في السوق (1.1694).

❖ أعلى المصارف من حيث نسبة هيكل رأس المال هو بنك البلاد بمتوسط بلغ (0.8821)، وبلغ نسبة التوزيعات لهذا المصرف متوسط (0.3378) بينما بلغت نسبة القيمة السوقية له في السوق (1.0886).

❖ أعلى المصارف من حيث القيمة السوقية في السوق هو مصرف الراجحي بمتوسط بلغ (1.1694)، وبلغ نسبة التوزيعات لهذا المصرف متوسط (0.9323) وهي أعلى نسبة توزيعات بين المصارف في العينة.

4.1.5. تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة

لاختبار فروض الدراسة تم استخدام تحليل الارتباط بالإضافة إلى تحليل الانحدار الخطي البسيط للفرض الأول والثاني والانحدار الخطي المتعدد للفرض الثالث، وذلك على النحو التالي:

1.4.1.5. تحليل نتائج اختبار الفرض الأول: " توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم اختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الآتي:

❖ التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط) لمتغيرات الفرض الأول

لإختبار العلاقة الأحادية ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) تم إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analyze)، ويوضح الجدول التالي علاقات الارتباط لمتغيرات الفرض الأول، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (07) علاقة الارتباط بين متغيرات الفرض الأول.

المتغير التابع	المتغير المستقل	سياسة توزيع الأرباح (DP)
القيمة السوقية للمصرف MV	Pearson Correlation	0.451**
	Sig.	0.002

** تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية 0.01

وحيث أن إشارة معامل الارتباط (الموجبة) تُشير إلى وجود علاقة إرتباط طردية (إيجابية)، وتُشير قيمة معامل الارتباط إلى قوة علاقة الارتباط، يتضح للباحث وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط موجب ومستوي المعنوية (sig.) أقل من (0.05). ويخلص الباحث مما سبق، أنه في ضوء ضوابط ومحددات العينة المختارة فإنه كلما تحسنت سياسة توزيع الأرباح في المصرف وزادت نسبة توزيعات الأرباح كلما زادت القيمة السوقية للمصرف السوق وتحسنت صورته وسمعته. وفي ضوء ماسبق، يخلص الباحث إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مما يدعم صحة الفرض الأول.

❖ تحليل الإنحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الأول

لقياس أثر التأثير الفردي للمتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) على المتغير التابع (القيمة السوقية)، استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الإنحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار وذلك كما يلي :

الجدول رقم (08) نتائج تحليل الانحدار لمتغيرات الفرض الأول

القيمة السوقية للمصرف MV				المتغير التابع
الدلالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الإنحدار (B)
				المتغير المستقل

دال إحصائياً	0.000	56.781		1.006	ثابت	Constant
دال إحصائياً	0.002	3.277	0.451	0.090	سياسة توزيع الأرباح	DP
معامل التحديد $R^2 = 0.204$				القيمة التفسيرية للنموذج		
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = 0.002				المعنوية الكلية للنموذج		

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- ❖ أن قيمة معامل التحديد (R^2) تبلغ (0.204)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج مقبولة، ويرى الباحث أن أغلب التغيرات لا يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج، ويرجع ذلك بسبب صغر حجم العينة، ومن ثم يوصى الباحث أنه عند تعميم نتائج الدراسة، فإنه يجب الأخذ في الاعتبار محددات العينة وأهمها صغر حجم العينة.
- ❖ المعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليهما من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت مستوى المعنوية (0.002)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.
- ❖ توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) موجبة.
- ❖ وفي ضوء ماسبق، يمكن قبول الفرض الأول، والتفسير المحتمل لنتائج الفرض الأول هي: أن أرباح الأسهم تُعد بمثابة إشارة للأرباح المستقبلية، ومن ثم التأثير في حجم الطلب على أسهمها، وبالتالي تأثيرها على القيمة السوقية. إذ أن توزيعات المصارف للأرباح يُمكن أن تقوم بنقل معلومات للسوق عن أرباح المصارف السعودية المتوقعة في المستقبل للمستثمرين. وهذا ما أوضحتها نظرية الإشارة (Signaling Theory) حول أثر المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، حيث أوضحت أن الفجوة بين ما يعرفه المديرون عن المصرف وما يعرفه المستثمرون يُمكن سدها باستخدام توزيعات الأرباح. وهذا ما أيدته دراستاً (قنون، 2019; Adesina et al., 2017) والتي توصلت إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية لسياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية في بيئة الأعمال بقطر، ونيجيريا، والمغرب على التوالي. في حين تتعارض مع نتائج دراستاً (Sijoinur&Abdul Basit, 2016; الصفار، 2020)، والتي أظهرت نتائجها عدم وجود أثر لسياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية. وقد يعود السبب في ذلك إلى اختلاف بيئة التطبيق من حيث اختلاف سلوك المستثمرين ورد فعل السوق في البيئة الأمريكية، والأردنية التي أجريت بها الدراسات.

2.4.1.5. تحليل نتائج اختبار الفرض الثاني: " يؤثر هيكل رأس المال معنوياً على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم اختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الأتي:

❖ التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط) لمتغيرات الفرض الثاني

لإختبار العلاقة الأحادية ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغير المستقل (هيكل رأس المال) تم إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analyze)، ويوضح الجدول التالي علاقات الارتباط لمتغيرات الفرض الثاني، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (09) علاقة الارتباط بين متغيرات الفرض الأول.

المتغير التابع	المتغير المستقل	هيكل رأس المال (CS)
القيمة السوقية للمصرف MV	Pearson Correlation	0.117
	Sig.	0.450

وحيث أن إشارة معامل الارتباط (الموجبة) تُشير إلى وجود علاقة إرتباط طردية (إيجابية)، وتُشير قيمة معامل الارتباط إلى قوة علاقة الارتباط، يتضح للباحث وجود علاقة إرتباط طردية ضعيفة غير دالة معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط موجب ومستوي المعنوية (sig.) أكبر من (0.05). وفي ضوء ماسبق، يخلص الباحث إلى وجود علاقة إرتباط إيجابية ضعيفة غير دالة معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

❖ تحليل الانحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الثاني

لقياس التأثير الفردي للمتغير المستقل (هيكل رأس المال) على المتغير التابع (القيمة السوقية) استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الانحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار وذلك كما يلي :

الجدول رقم (10) نتائج تحليل الانحدار لمتغيرات الفرض الثاني

القيمة السوقية للمصرف MV				المتغير التابع	
الدالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الانحدار (B)	المتغير المستقل
غير دال إحصائياً	0.059	1.943		0.758	ثابت Constant
غير دال إحصائياً	0.450	762.	0.117	0.352	هيكل رأس المال CS
معامل التحديد $R^2 = 0.014$					القيمة التفسيرية للنموذج
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = 0.450					المعنوية الكلية للنموذج

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الأحصائي

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- ❖ أن قيمة معامل التحديد (R^2) تبلغ (0.014)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج ضعيفة، ويرى الباحث أن أغلب التغيرات لا يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج، ويرجع ذلك بسبب صغر حجم العينة، ومن ثم يوصى الباحث أنه عند تعميم نتائج الدراسة، فإنه يجب الأخذ في الاعتبار محددات العينة وأهمها صغر حجم العينة.
- ❖ توجد علاقة إيجابية غير معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05).

وفي ضوء ما سبق، يُمكن رفض الفرض الثاني. وتفسير ذلك يرجع إلى أن نمط هيكل رأس المال بالمصارف السعودية ليس له تأثير كبير في القيمة السوقية للمصرف وذلك نظراً لطبيعة أعمال المصارف السعودية، حيث تقدم خدمات مصرفية إسلامية تختلف عن طبيعة الأعمال المصرفية في البنوك التجارية في البيئات الأخرى. إذ يُعد المودعون في المصارف السعودية شركاء معه في استثماراته ويتشاركون مع المصرف في الأرباح والخسائر على حد سواء. إلى جانب اهتمام المستثمرين بأسهم المصرف يكون منصب على أداء المصرف أكثر من الإهتمام بنسبة المديونية، حيث يفضل المستثمرين في المصارف السعودية التمويل بالملكية والمشاركة أكثر من التمويل بالديون. وذلك بسبب توجهاتهم الدينية. ويمكن تفسير هذه النتيجة في ضوء نظرية عصفور في اليد، والتي تؤكد أن المستثمرين يهتمون بأرباح الأسهم أكثر من أرباح رأس المال عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية. ومن ثم فإنهم لا يهتمون بمديونية المصرف عند اتخاذهم لقرارات شراء وبيع أسهم المصارف بقدر اهتمامهم بالتوزيعات التي سيحصلون عليها.

وهذا ما أكدته دراسات (العرمان، 2017; 2018; Aggarwal&Padhan, 2017; 2018; Collins et al., 2019) والتي توصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي لهيكل رأس المال على القيمة السوقية. في حين تتعارض هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسات (Nagatemin&Erlina, 2018; Noorhayati et al., 2018; Chowdhury, 2019) والتي توصلت إلى وجود أثر إيجابي بين هيكل رأس المال على القيمة السوقية في بيئة الأعمال باكستان، ورومانيا، نيجيريا، بنغلاديش على التوالي. وعلى العكس من ذلك، أوضحت دراسة (القطامين، 2017; 2019; Abdul Hadi et al., 2017; 2019) والتي توصلت إلى وجود أثر سلبي في بيئة الأعمال في الأردن، ونيجيريا.

3.4.1.5. تحليل نتائج اختبار الفرض الثالث: "يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم اختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الآتي:

❖ مصفوفة الارتباط (تحليل الارتباط) لمتغيرات الفرض الثالث

لإختبار العلاقة ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح، وهيكل رأس المال، وحجم المصرف، وربحيته، وجودة خصائص الحوكمة المطبقة فيه) تم إجراء مصفوفة الارتباط (Correlation matrix)، ويوضح الجدول التالي علاقات الارتباط لمتغيرات الفرض الثالث، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (11) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الفرض الثالث.

GOVQ	BROA	BSIZ	CS	MV	Variable	
				1	Correlation	MV
				-	Sig.	
				0.451**	Correlation	DP
				0.002	Sig.	
			1	0.117	Correlation	CS
			-	0.450	Sig.	
		1	0.298-	0.527**	Correlation	BSIZ
		-	0.490.	0.000	Sig.	
	1	0.697**	0.177-	0.736**	Correlation	BROA
	-	0.000	0.250	0.000	Sig.	
1	0.633**	0.557**	0.147-	0.681**	Correlation	GOVQ
-	0.000	0.000	0.342	0.000	Sig.	

** تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية 0.01

* تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية 0.05

وحيث أن إشارة معامل الارتباط (الموجبة) تشير إلى وجود علاقة ارتباط طردية (إيجابية)، وتشير قيمة معامل الارتباط إلى قوة علاقة الارتباط، يتضح للباحث ما يلي:

❖ وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط موجبة.

❖ وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من حجم المصرف، وربحية المصرف، وجودة خصائص الحوكمة وبين القيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط لكل منهم موجبة.

❖ تحليل الانحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الثالث

لقياس التأثير الفردي للمتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح، وهيكل رأس المال، وحجم المصرف، وربحيته، وجودة خصائص الحوكمة) على المتغير التابع (القيمة السوقية) استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الانحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد وذلك كما يلي :

الجدول رقم (12) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الفرض الثالث

القيمة السوقية للمصرف MV				المتغير التابع
الدلالة	مستوى المعنوية	قيمة T	معامل الانحدار (B)	المتغيرات المستقلة

Constant	ثابت	0.050-	0.106-	0.916	غير دال إحصائياً
DP	سياسة توزيع الأرباح	0.042	2.116	0.041	دال إحصائياً
CS	هيكل رأس المال	0.957	3.458	0.001	دال إحصائياً
FSIZ	حجم المصرف	0.004	0.247	0.806	غير دال إحصائياً
ROA	ربحية المصرف	0.060	3.258	0.002	دال إحصائياً
GOVQ	جودة خصائص الحوكمة	0.024	3.215	0.003	دال إحصائياً
القيمة التفسيرية للنموذج		معامل التحديد $R^2 = 0.723$			
المعنوية الكلية للنموذج		مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = 0.000			

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- ❖ أن قيمة معامل التحديد (R^2) تبلغ (0.723)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، وأن أغلب التغيرات يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج.
 - ❖ المعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت مستوى المعنوية (0.000)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.
 - ❖ توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار (β) موجبة ومستوى المعنوية أقل من (0.05).
 - ❖ توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين كل من ربحية المصرف، وجودة خصائص الحوكمة المطبقة في المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار (β) موجبة ومستوى المعنوية أقل من (0.05).
 - ❖ توجد علاقة تأثير ليست ذات دلالة معنوية بين كل من حجم المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار (β) موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05).
- وفي ضوء ما سبق، يمكن قبول الفرض الثالث بوجود تأثير لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. وتفسير ذلك يرجع إلى ارتباط كل من سياسات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال بالقيمة السوقية للمنشأة باعتبارها قرارات تمويلية، حيث يؤثران على العوائد المستقبلية لحملة الأسهم، وبالتالي التأثير على مستوى الطلب على الأسهم وهو ما سينعكس على قيمتها السوقية. وذلك ما أوضحته نظرية الوكالة التي تفترض أن القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال يجب أن تهدف إلى خفض التكاليف المتعلقة بالوكالة عن طريق تخفيض الملكية في هيكل رأس المال، ويتم ذلك من خلال زيادة التمويل عن طريق الديون وبالتالي زيادة القيمة السوقية.

وهذا ما أكدت دراسة (Lundgren,2017) والتي توصلت إلى وجود أثر ذو دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في بيئة الأعمال بالسويد، كينيا، والأردن على التوالي. في حين تتعارض مع نتائج دراسة (Sijoinur&Abdul Basit,2016)، والتي قد أظهرت نتائجها عدم وجود أثر بين سياسات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في بيئة الأعمال بالولايات المتحدة الأمريكية.

IV. الخاتمة

1. النتائج

يمكن بلورة أهم نتائج البحث على النحو التالي:

- ❖ تُعد سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة ذات البُعد الاستراتيجي في المنشآت، لما لها من انعكاسات على قرارات المستثمرين في الحكم على أداء الشركة وربحيتها في المستقبل، حيث يُعد قرار التصرف في الأرباح من أكثر الموضوعات اهتمامًا في فكر الإدارة المالية، وذلك لما يتضمنه من عمليات وإجراءات مهمة تنعكس على اتخاذ القرار فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها.
- ❖ يُعد نمط هيكل رأس المال أحد العوامل المهمة والمؤثرة على سياسات الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والإدارة، حيث يؤثر في مستوى الحوكمة داخل المنشأة، وأداء المنشأة المالي والتشغيلي والشكل التنظيمي، ومستويات الاستثمار والتمويل.
- ❖ يوجد أثر ذي دلالة معنوية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية بالمصارف المقيدة في السوق المالية السعودية. وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، والتفسير المحتمل لذلك من وجهة نظر الباحث، أن أرباح الأسهم تُعد بمثابة إشارة للأرباح المستقبلية، وبالتالي التأثير على حجم الطلب على أسهمها ومن ثم تأثيرها على القيمة السوقية للمصرف.
- ❖ لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لهيكل رأس المال على القيمة السوقية بالمصارف المقيدة في السوق المالية السعودية. وهو ما يثبت رفض الفرض الثاني، والتفسير المحتمل لذلك من وجهة نظر الباحث، أن نمط هيكل رأس المال بالمصرف ليس له تأثير كبير في القيمة السوقية، نظراً لأن المصارف السعودية تقدم منتجات مصرفية إسلامية تختلف عن طبيعة المصارف التجارية في البيئات الأخرى.
- ❖ يوجد أثر ذي دلالة معنوية لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية بالمصارف المقيدة في السوق المالية السعودية. وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث، والتفسير المحتمل لذلك من وجهة نظر الباحث، أن سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال قرارات تمويلية

تؤثر على العوائد المستقبلية لحملة الأسهم، ومن ثم التأثير على مستوى الطلب على الأسهم ما ينعكس على القيمة السوقية.

❖ يوجد أثر ذي دلالة معنوية لكل من ربحية المصرف وجودة خصائص الحوكمة المطبقة في المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار (β) موجبة ومستوى المعنوية أقل من (0.05). كما لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لحجم المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار (β) موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05).

2. الإقتراحات

❖ ضرورة قيام مجلس الإدارة بالتخطيط والتنفيذ لسياسة توزيعات الأرباح تتصف بالموضوعية والموثوقية، كأحد القرارات المهمة المؤثرة على أهداف وقيمة الشركة، ولضمان الوفاء بإحتياجات المستثمرين، وذلك لما لهذه السياسة من دور بارز في التأثير على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للمنشآت

❖ ضرورة اهتمام المديرين بالعمل على تحديد المزيج المناسب من مصادر التمويل (الذاتي، والخارجي)، حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، ما يُعظم من قيمة المنشأة ويفسح المجال أمامها للمزيد من فرص الاستثمار، ومن ثم زيادة ربحيتها.

❖ ضرورة تطوير الثقافة المالية لدى المستثمرين وأصحاب المصالح بأهمية المعلومات المحاسبية، الخاصة بسياسة توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال، لما لهما من أثر على الأداء المالي وقيمة المنشآت. وذلك من خلال تعزيز جودة المعلومات المتعلقة بالافصاح عن سياسة توزيع الأرباح ونمط هيكل رأس المال، ودعمها بالموشرات التاريخية والتنبؤية.

❖ ضرورة اهتمام كل من أسواق المال وإدارة المنشآت بسياسة توزيعات الأرباح، وذلك لما لها من تأثير على الأرباح المحتجزة، والتي تمثل أحد أشكال التمويل الذاتي، بالإضافة إلى تأثيرها على القيمة السوقية للمنشآت، وذلك من خلال إشراك المساهمين في الحوار حول الطريقة المثلى لسياسة توزيع الأرباح.

3. التوجهات البحثية المستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يوجد مجموعة من التوجهات التي يُمكن أن تُشكل أساسًا لبحوث مستقبلية، ومن أهمها ما يلي:

- ❖ إجراء مزيد من الدراسات على الشركات المدرجة في البورصة السعودية حيث تم تناول القطاع المصرفي فقط، ولم تغطي الشركات في القطاعات الأخرى أو غير المدرجة في البورصة، مع إدخال متغيرات ضابطة مثل: الربحية، والسيولة، وحجم المنشآت، وذلك لإمكان تعميم نتائج أثر سياسة توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشآت.
- ❖ دراسة أثر الملكية المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وانعكاسها على القيمة السوقية للمنشآت الأعمال.
- ❖ دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقدرة الإدارية للمديرين وأثرها على قيمة الشركة.

المراجع

1. المراجع العربية

- ❖ ابن الضب، على(2009)، "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة. دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة(2006-2008)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح. ص ص 1-205.
- ❖ البراجنة، أمجد إبراهيم(2019)، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، ص ص 1-185.
- ❖ الصاوي، عفت أبو بكر محمد(2016)، "أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيع الأرباح من منظور محاسبي-دراسة تطبيقية"، مجلة كلية التجارة للبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد(2)، المجلد(53)، يوليو، ص ص 1-49.
- ❖ الصفار، أيه حسن جميل(2020)، "الحاكمية المؤسسية وأثرها على العلاقة بين توزيع الأرباح وقيمة السهم. دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية- رماح، العدد(40)، ص ص 17-52.
- ❖ العرمان، مها ملحم(2018)، "أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية الأردنية. دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، ص ص 1-210.
- ❖ القرشي، عبد الله على أحمد(2020)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في شركة يمن موبايل"، مجلة الأندلس للعلوم والتقنية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، العدد(30) يوليو، ص ص 50-70.
- ❖ فنون، عبد الحق(2018)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، ص ص 1-165.
- ❖ محمد، فتح الإله محمد أحمد(2020)، "اختبار أثر نشر توزيع أرباح قطاع البنوك والخدمات المالية المدرجة في السوق المالية السعودية(تداول) على أسعار أسهمها السوقية"، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، رماح، العدد(39)، ص ص 224-245.
- ❖ مشكور، سعود جايد، صادق، زهور عبد السلام،(2018)، "العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة: بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، العدد(50)، ص ص 221-247.

2. المراجع الأجنبية

- ❖ Abdul Hadi, A., Lazim, N., & Lqbal, T.(2017). Capital Structure Theories and Firm's Value Evidence from Bursa Malaysia Construction Sector. *International Journal of Business and Management, University of Kuala Lumpur, Malaysia* 12(9),163-172.

- ❖ Abor, J., (2005), "The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 6, No. 5, PP. 438-445.
- ❖ Abor, J., & Biekpe, N., (2009) "How Do We Explain the Capital Structure of SMEs in Sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana", *Journal of Economic Studies*, Vol. (36), No. (1), 83-97.
- ❖ Adesina, B., Barine, M., Adesina, O. (2015), Capital Structure & Financial Performance in Nigeria, *International Journal of Business and Social Research*, Volume (05), Issue (02).
- ❖ Aggarwal, D., & Padhan, P.C. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence From Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*. (7): 982-1000.
- ❖ Ahmed, Hunjra, Shehzad, M., Chai, M.I., Hassan, S., & Mustatafa, U. (2015), "Impact of Dividend Policy, Earning Per Share, Return on Equity, Profit after Tax on Stock Prices." *International Journal of Economics and Empirical Research*. 2(3), 109-115.
- ❖ Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2018). "Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey" *Economic Issues*, 23(1): 3-34.
- ❖ Anazonw, H. O. (2018), "Agency Cost And Dividend Payout: A Study Of Selected Listed Manufacturing Firms In Nigeria", *Indonesian Journal Of Management And Business Economics*, Vol. (1), No. (1). 42-51.
- ❖ Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K., (2008), "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 1, PP. 59-92
- ❖ Ardillah, Kenny (2018), "The Effect of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, and Corporate Governance to the Value Of The Company: Empirical Study On Registered SOE In Indonesia Stock Exchange", *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, Vol (10), No (2). 60-67.
- ❖ Areri, B., & Nyang, V. (2018). "An Evaluation of Determinants of Dividend Policy a Study of the Banking Sector in Kenya" *International Journal of Research in Commerce & Management*, 9(3). 19-22.
- ❖ Batool, Z., & Javid, A. Y. (2014). Dividend policy and role of corporate governance in manufacturing sector of Pakistan. *Pakistan Institute of Development Economics*, Vol (109), No(5). 1-33.
- ❖ Benkraiem, R. & Gurau, C., (2013), "How Do Corporate Characteristics Affect Capital Structure Decisions of French SMEs?", *International Journal of Entrepreneurial Behavior Research*, Vol. (19), No. (2). 149-164.
- ❖ Bhattacharjee, A. & Dash, M., (2015), "Determinants of Capital Structure in the Indian Sugar Sector", *Sky Journal of Business Administration and Management*, Vol. (3), No. (6), November. 63-69.
- ❖ Brahmaiah, B., & Srinivasan, P., & Sangeetha, R. (2018). "Determinants of Corporate Dividend Policy in India: a Dynamic Panel Data Analysis". *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2): 1-13.
- ❖ Brigham, E. & Houston, J., (2009). "Fundamentals of Financial Management", 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Mason, USA.
- ❖ Budiarto, N. S. (2019), "Dividend Catering, Life-Cycle, And Policy: Evidence From Indonesia", *Cogent Economics & Finance*, Vol. (7), No. (1). 1-15.
- ❖ Chemutai J, Ayuma C., & Kibet. Y. (2016). Effects of Capital Structure on Share Price Performance of Commercial Banks Listed in Nairobi Security Exchange, Eldoret, Kenya, *Journal of Business and Management*, Vol (18), No. (9). 122-133.
- ❖ Cho, S. Jun. (2019), "Study On The Relationship Between CSR And Financial Performance", *Sustainability*, Vol. (11), No (2). 1-26
- ❖ Chowdhury, A. & Chowdhury, S., (2019), "Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh", *Business and Economic Horizons*, Vol. (3), No. (3), October. 111-122.
- ❖ Collins, O.S., Filibus, I.E., & Clement, A.A. (2019). Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Empirical Evidence From Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. (4) No. (12). 193-201.
- ❖ Das, C., & Mohanty, S. (2018). Does Executive Remuneration and Firm Life Cycle Ensure Regular Dividend Payments: A Panel Data Analysis in India, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2): 1-9.

- ❖ Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G., (2004). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.(14). 387-405.
- ❖ Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2018). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. *Research in International Business and Finance*, Vol.(45), 62-71.
- ❖ Ehikioya B.,(2016). An empirical Investigation of The Impact of Dividend Policy on the Performance of Firms in Developing Economies: Evidence From Listed Firms in Nigeria, *International Journal of Finance and Accounting*, Vol.(4),No.(5).245-252.
- ❖ Eldomyaty, T. & Azim, M., (2008), "The Dynamics of Capital Structure and Heterogeneous Systematic risk Classes in Egypt", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. (3) No. (1). 7- 37.
- ❖ Elmanakhly, F. M., (2018). Testing capital structure theories in the Egyptian stock exchange. Unpublished master thesis, University of Alexandria.
- ❖ Ezeoha, A., (2008), "Firm Size and Corporate Financial-Leverage Choice in a Developing Economy Evidence from Nigeria", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 9, No. 4, PP. 351-364.
- ❖ Fama, E. & French, K. (2002). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, vol. (60)No. (1). 3-43.
- ❖ Gomez, G., Rivas, A. & Bolanos, E., (2014), "The Determinants of Capital Structure in Peru", *Academia Revisit Latino Americana de Administration*, Vol. (27) No. (3). 341-354.
- ❖ Graham, J., (1996), "Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate", *Journal of Financial Economics*, Vol.42, No.2, October, PP.187-221.
- ❖ Handoo, A. & Sharma, K., (2014), "A Study on Determinants of Capital Structure in India", *IIMB Management Review*, Vol. (26). 170-182.
- ❖ Hasbi, H., (2015), "Islamic Microfinance Institution: The Capital Structure, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia", *2nd Global Conference on Business and Social Science*, Bali, Indonesia, 17-18 September,. 1073-1080.728.
- ❖ Huang, G. & Song, F., (2006), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, Vol.17, No. 1, PP. 14-36.
- ❖ Kaur, J. (2019), "Firm's Life Cycle Spurs The Dividend Payments: A Fallacy Or An Actuality?", *Paradigm*, Vol. 23, No. 1, Pp. 36-52.
- ❖ Khan, J. S., Ahsan, S. M., & Malik, H. A. (2016). Impact of Ownership Structure on Dividend Policy and Capital Structure: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan. Electronic copy available at: <https://ssrncom/abstract=2866269>.
- ❖ Khemiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol(70)150-159.
- ❖ Kulati, M.K,(2014),"The Relationship between Capital Structure and Firm Value for Companies Listed at Nairobi Securities Exchange. *Unpublished Masters of Business Administration Thesis*, University of Nairobi.
- ❖ Labhane ,N. (2019)." Impact Of Catering Incentives On Dividend Payment Decisions: Evidence From Indian Firms", *Asian Journal Of Business And Accounting*, Vol. (12) No. (2) .93-120.
- ❖ Lee , N. & Lee , J. (2019), "*R & D Intensity And Dividend Policy: Evidence From South Korea's Biotech Firms* ", *Sustainability*, Vol. (11) No (18).1-21
- ❖ Litai, C., Chuan, L., & Kim, Y. C. (2011). Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies. *International Business and Management*, 3(1), 176-188.
- ❖ Lundgren Bjorn(2017), Ownership Structure's Effect on Dividend policy Evidence from publicly listed Swedish firms Christopher Eriksson Lantz, *International Journal Of Managerial Finance* ,Vol(3) No(3), 14-34.
- ❖ Luvembe, L. Njangiru, J.&Mungami, S.,(2016),"Effect of Dividend Payout on Market Value of Listed Banks In Kenya" *International Journal of Innovation Research&Development*,Vol.3,Issue11,PP350-370.
- ❖ Margaritis, D. & Psillaki, M., (2007), "Capital Structure and Firm Efficiency", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, No. 9-10, November/December, PP. 1447-1469.
- ❖ Mateev, M., Poutziouris, P. & Ivanov, K., (2013), "On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe: A Dynamic Panel Analysis", *Research in International Business and Finance*, Vol. (27) No. (1). 28-51.

- ❖ Mathanika, T., Vinothini, V. & Paviththira, R., (2015), "Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Listed Manufacturing Companies on Colombo Stock Exchange (CSE) In Srilanka", International Conference on Contemporary Management, University of Jaffna, Srilanka, PP. 24-35.
- ❖ Mohamad L.& Amiri H.(2018). Investigation the Effect of Ownership Structure, Financial Leverage, Profitability and Investment Opportunity on Dividend Policy, *International Journal of Humanities and Cultural Studies*,2(16),2279-2289.
- ❖ Musiega, M. G., Juma, D. M., Alala, O. B., Damianus, O., & Do-uglas, M. (2016)."Corporate Governance, Dividend Policy And Performance. Special Reference To Banks Listed On Nairobi Security Exchange Kenya, *International Journal of Innovative Research and Development*. ISSN 22-78–021-1, 2(5)
- ❖ Naeem ,M. & Khurram, S. (2019), "Does A CEO's Culture Affect Dividend Policy?", *Finance Research Letters*, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.09.017>
- ❖ Noorhayati, Y.A.,Zuraida, M.&Nurul, S. B.,(2018). The Impact of Ownership Structure on dividend Policy: Evidence of Malaysian Listed Firms, *Journal of Global Business and Social Entrepreneurship* (GBSE),Vol(4).No(10) 35-44.
- ❖ Nyere, L. & Wesson, N. (2019)," Factors Influencing Dividend Payout Decisions: Evidence From South Africa", *South African Journal Of Business Management*, Vol. (50),No.(1).1-16.
- ❖ Olang, M. Akenga, G. &Mwangi, J., (2017)," Effect of Liquidity on the Dividend Payout Firms listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya", *Science Journal of Business and Economics*,1(1),pp1-12.
- ❖ Pacheco, L. & Tavares, F., (2015), "Capital Structure Determinants of Portuguese Footwear Sector SMEs: Empirical Evidence Using A Panel Data", *Review of Applied Management Studies*, Vol. (13). 145-157.
- ❖ Park, J. (2019). Financial constraints and the cash flow sensitivities of external financing: Evidence from Korea. *Research in International Business and Finance*, Vol(49). 241-250
- ❖ Ramlia, A., Latanb, H., & Solovidab, T.,(2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—APLS-SEM approaches: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol(71), 148–160.
- ❖ Rampershad,A., & Villiers,C.(2019)." The Association between Dividends and Accruals Quality". *Australian Accounting Review*. 88.(29). 20-35.
- ❖ Sani, A., & Musa, M., (2017). Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. Armaya`u Alhaji Sani et al, International Journal of Rese-arch in IT, *Management and Engineering*. Vol(7).No (1), 7-13
- ❖ Saputra, T., Achسانی, N., & Anggraeni, L., (2015). The Effect of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from the Indonesian Financial Industry. *International journal of Business and Management Invention*.4 (8):57-66.
- ❖ Schroeder, S., (2015). Evidence and Consensus Based Guideline for the Management of delirium and sedation in investment. *Journal of Political Economy, Finance*. (51).
- ❖ Shamsabadi, B., & Chung, R., (2016). Corporate governance and dividend strategy: Lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, Vol(12).No.(5), 583-610.
- ❖ Sheikh, N. & Wang, Z.,(2011), "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan", *Managerial Finance*, Vol. (37), No. (2), 117-133.
- ❖ Singla, H. K. & Samanta P. K., (2019)," Determinants of dividend payout of construction companies: A panel data analysis", *Journal Of Financial Management Of Property And Construction* , Vol. (24) , No. (1). 19-38.
- ❖ Sogorb-Mira, F., (2005), " How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from A 1994–1998 Spanish Data Panel", *Small Business Economics*, Vol. (25). 447-457.
- ❖ Tang, C. & Jang, S., (2007), "Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison between Lodging Firms and Software Firms", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 26, No. 1, March, PP. 175-187.
- ❖ Tijjani ,A. A. (2019) ," The Effect Of Dividend Policy On Shareholders' Value (Comprehensive Review) ", *East African Scholars Journal of Economics, Business And Management* , Vol.(2) , No (8) . 395- 405.
- ❖ Tran , Q. T. (2019)," Creditors And Dividend Policy: Reputation Building Versus Debt Covenant ", *European Research On Management And Business Economics* , Vol.(25). 114–121.

- ❖ Trihermanto ,F. & Nainggolan ,Y. A. (2019),"Corporate Life Cycle, CSR, And Dividend Policy: Empirical Evidence Of Indonesian Listed Firms", *Social Responsibility Journal* .1-20.
- ❖ Tsoy, L.,&Heshmati, A.(2017). Impact of Financial Crises on Dynamics of Capital Structure: Evidence From Korean Listed Companies. *International Journal of Wine Business Research*, Vol. (20), No.(2). 171-194.
- ❖ Viviani, J. (2008), "Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry", *International Journal of Wine Business Research*, Vol. (20), No.(2). 171-194.
- ❖ Yahaya O.A,(2017), Firm Performance and Dividend Policy: A Panel Data Analysis of Listed Consumer- Goods Companies in Nigeria, *Nigerian Journal of Management Technology & Development*, Vol (8),No(1), 306-322.
- ❖ Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*.