



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة : علوم مالية ومحاسبية

تخصص : محاسبة



بعنوان:

## تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة (دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2017)

تحت إشراف الأستاذة المشرفة :

بديدة حورية

من إعداد الطالبات:

راضية عليات

شهرزاد طعربي

نسبية جعفري

نوقشت و أجيزت علنا بتاريخ : .....

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا .....

مساعدنا .....

مناقشا .....

السنة الجامعية: 2019/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## إهداء

الحمد لله ومهما حمدناه لن نستوفى حمده ، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين:

أهدى ثمرة جهدى إلى :

إلى الشمعة التى أنارت دربى وفتحت لى أبواب العلم والمعرفة

إلى أعز إنسانة فى الوجود وقدوتى فى الحياة إلى الصدر الحنون والقلب الرفيق

إلى أعزما أملك فى الدنيا الحبيبة الطاهرة الوفية و الملاك الصافى القريب لله سبحانه وتعالى

أمى ثم أمى ثم أمى

إلى الإنسان الذى سعى جاهدا إلى تربيته وتعليمى وتوجيهى والوقوف

إلى جانبى بكل ما أوتى ، إلى من أحمل إسمه بكل إفتخار أرجو الله أن يمد فى عمره ليرى ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتصار الطيب الودود

إلى صاحب الفضل فى وصولى إلى هذا المستوى فجزاه الله الجزاء الأوفر وأطال فى عمره

أبى الحنون الغالى

وخاصة إلى من بوجودهم قوة ومحبة لا حدود لها جعلهم الله سند لى اخوتى الاعزاء وفقهم الله فى حياتهم

عبد الصمد ، عبد الإله

إلى الدين أموت بحبهم و لا أتصور حياتى من دونهم إلى الأنوار التى أنارت بيننا إلى رمز سعادتى إخوتى أحلى ما فى هذا الكون :

سعاد وزوجها إبراهيم و أولادها "أسامة" "محمد سراج الدين" "أحمد رامى"

بسمة وزوجها هشام وإبنتها الكتكوتة "ولاء الرحمان"

إلى كل خالتى وأخوالى وكل أبنائهم وأخص بالذكر خالى محمد الصالح خالى ربيع جزاهم الله ألف خير

إلى كل أعمامى وعماتى وأولادهم كلٌ بإسمه .

إلى أصحاب القلوب الكبيرة ودوى الوجوه النضيرة جداتى حفصهما الله

إلى من رافقتى دربى وقاسمنى الفرح والحزن إلى أعز الأخوات والأصدقاء "وفاء""تسيبة" "أميرة" "سمية"

إلى أساتذتى الكرام جزاهم الله كل خير على ماقدموه لنا

إلى كل من أذكرهم بقلبى ولم أذكرهم بقلمى

شهر رزاد



## الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

رفع الله الدين آمنوا والدين آتوا العلم درجات

بسم الله الرحمن الرحيم "وقضى ربك إلا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا إما يبلغن عندك الكبر أحدهما أو كلاهما فلا تقل لهما أف ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما". سورة الإسراء الآية 23 .

الحمد لله ومهما حمدناه لن نستوفي حمده ، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين.

اهدي ثمرة جهدي هذه إلى التي حملتني وهنا على وهن، وقاست وتألقت لألمي، إلى من رعنتني بعطفها وحنانها وسمعت طرب الليل من أجلي، إلى أول

كلمة نطقت بها شفتاي أُمِّي الحبيبة .

إلى الذي عمل وكد وجد فقاس ثم غلب حتى وصلت إلى هدفي هذا، إلى المصباح الذي لا يبخل إمدادي بالنور، إلى الذي علمني بسلوكه خصالا أعتز ب بها في حياتي والدي العزيز .

إلى أغلى ما أهدا لي والدي في هذه الحياة أختي الغالية "ماجدة" وأخي العزيز "سفيان" حفظهما الله من كل مكروه .

إلى كل "أخوالي وخالاتي وأعمامي وعماتي وجميع أبنائهم وبناتهم" الذين تقنوا لي كل الخير .

إلى الذين تقاسمت معهم عناء هذا العمل "شهرزاد و راضية"

إلى صديقتي الغالية التي كانت لي خير رفيقة وخير عون وناصحة في عملي هذا أحبها قلبي وسيتقى بجها "شروق" .

والى من كانت معي في كل سنوات وتعب الدراسة صديقتي "شهرزاد"

إلى أعر الأصدقاء التي تعرفت عليهم خلال مشواري الدراسي ولم تجمعي بهم إلا الكلمة الطيبة والابتسامة الدائمة "أميرة، سميرة، هيبه، راضية"

إلى من تقاسمت معهم حلاوة الحياة وعشت معهم أجمل اللحظات " وفاء، رنده، خديجة"

إلى من كانت لنا عوناً في هذا العمل ..... مشرفتنا "الأستاذة حورية بديدة"

إلى كل من أذكركم بقلبي ولم يذكرهم قلمي .

نسيبة

# إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى :

الوالدين الكريمين ..... أطال الله في عمرهما؛

إلى إخوتي وأخواتي.....حفظهما الله؛

إلى كل الأهل والأقارب؛

إلى كل الأصدقاء؛

إلى كل من علمني ولو حرفاً؛

إلى كل من وسعهم صدري ولم يسعهم قلبي ؛

إلى كل طالب علم؛

راضية





## الشكر

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين و سيد الخلق أجمعين وعلى آله وصحبه أجمعين و على الصحابة الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين .  
إن أول الشكر هو الشكر لله الواحد جلا وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى نعمة العلم خاصة و تيسيره لنا كل السبل لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي أرجو من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا ويجعله في ميزان حسناتنا و أن نكون أحد الاثنين ممن قال فيهم الرسول الكريم  
" من اجتهد فأصاب فله أجران ومن اجتهد ولم يصب فله أجر واحد"

نتقدم بجزيل الشكر و الامتنان إلى الأستاذة المشرفة "بديدة حورية" التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها والتي كانت عوننا لنا في انجاز هذا البحث و إلى الأستاذ المشرف المساعد "محمد الباي" على نصائح والمعلومات القيمة التي أمدنا بها.

كما نتقدم بالشكر إلى أعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه لنا من توجيهات وتصويبات.  
كما نوجه الشكر الجزيل لكل من كان له الفضل في انجاز هذا العمل من قريب او من بعيد ...

"عسى الله ان يوفقنا لما فيه الخير لنا"

شهرزاد ، نسبية ، راضية

تهدف الدراسة إلى تبيان مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في سوق دبي المالي وكذا معرفة أي من متغيرات سياسة توزيع الأرباح أكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة، حيث شملت الدراسة 18 مؤسسة مدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 2015-2017، موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي، وهذا بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد، من أجل اختبار فرضيات الدراسة. حيث خلصت الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير للتوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم مجانية على سعر السهم أي أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة، وكما توصلت الدراسة إلى أن ربحية السهم هي أكثر المتغيرات تأثيراً على قيمة المؤسسة من خلال دراسة العينة المختارة خلال فترة الدراسة .

### الكلمات المفتاحية :

قيمة المؤسسة، سياسة توزيع الأرباح، توزيعات نقدية، ربحية السهم، أسهم المجانية، سوق دبي المالي.

### Résumé de l'étude :

L'étude vise à déterminer l'impact de la politique de dividende sur la valeur de l'institution cotée sur le marché financier de Dubaï, ainsi que sur n'importe laquelle des variables. La politique de distribution du bénéfice influe davantage sur la valeur de l'institution, notamment 18 institutions cotées sur le marché financier de Dubaï pour la période 2015-2017, Sur plusieurs secteurs sauf le secteur financier, sur la base de modèles de régression linéaire multiple, afin de tester les hypothèses de l'étude .

L'étude a conclu que les dividendes en espèces et les distributions sous forme d'actions gratuites sur le cours de l'action n'ont pas d'effet, ce qui signifie que la politique de distribution des bénéfices n'affecte pas la valeur de l'institution, mais également que le bénéfice par action est la variable la plus influente sur la valeur de l'institution, Étude .

**Mots clés : valeur de la société, politique de dividende, , dividendes en espèces, résultat par action et actions gratuites, marché financier de Dubaï .**

رقم الصفحة	العنوان
III	الإهداء
IV	الشكر
VI	ملخص الدراسة
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
01	<b>الفصل الأول : الأدبيات النظرية و التطبيقية لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة</b>
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة
14	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
23	خلاصة الفصل
24	<b>الفصل الثاني: دراسة قياسية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة</b>
25	تمهيد الفصل
26	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
36	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
49	خلاصة الفصل
50	الخاتمة
53	الملاحق
62	قائمة المراجع
66	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
32	العينة الأولية للدراسة	الجدول رقم (1-2)
32	العينة النهائية للدراسة	الجدول رقم (2-2)
36	نتائج تحليل مصفوفة الارتباط	الجدول رقم (3-2)
37	نتائج نماذج الانحدار لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية و ربحية السهم و الأسهم المجانية	الجدول رقم (4-2)
38	يوضح اختبار HAUSMAN لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA و DG	الجدول رقم (5-2)
38	يوضح اختبار LM لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA و DG	الجدول رقم (6-2)
39	يوضح نتائج نماذج الانحدار لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية و ربحية السهم	الجدول رقم (7-2)
40	يوضح اختبار HAUSMAN لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA	الجدول رقم (8-2)
40	يوضح اختبار LM لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA	الجدول رقم (9-2)
42	يوضح نتائج الانحدار التجميعي بعد التصحيح	الجدول رقم (2-) (10)
43	يوضح نتائج الآثار العشوائية بعد التصحيح	الجدول رقم (2-) (11)
44	يوضح نتائج الآثار الثابتة بعد التصحيح	الجدول رقم (2-) (12)
45	يوضح اختبار HAUSMAN لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA بعد التصحيح	الجدول رقم (2-) (13)
45	يوضح اختبار LM لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA بعد التصحيح	الجدول رقم (2-) (14)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
28	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	الشكل رقم (2 . 1)
29	التوزيع النسبي لشركات المدرجة حسب القطاعات في سوق دبي المالي	الشكل رقم (2 . 2)
30	يمثل الهيكل تنظيمي للمتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي	الشكل رقم (2 . 3)
34	النموذج المقترح للدراسة	الشكل رقم (2 . 4)
41	يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson	الشكل رقم (2 . 5)

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
54	معلومات أساسية للمؤسسات لعينة الدراسة	الملحق رقم (1)
55	نتائج نموذج التجميعي	الملحق رقم (2)
56	نتائج نموذج الآثار الثابتة	الملحق رقم (3)
57	نتائج نموذج الآثار العشوائية	الملحق رقم (4)
58	نتائج النموذج التجميعي بعد استثناء الأسهم المجانية	الملحق رقم (5)
59	نتائج نموذج الآثار الثابتة بعد استثناء الأسهم المجانية	الملحق رقم (6)
60	نتائج نموذج الآثار العشوائية بعد استثناء الأسهم المجانية	الملحق رقم (7)
61	الجدول الإحصائي Durbin watson	الملحق رقم (8)

# المقدمة العامة

### 01- توطئة

تعد سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية بالغة وقرار من بين القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة وهذا لكونها تهم كل من المستثمرين والمؤسسة فالمؤسسة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجتها التمويلية من جهة أخرى إذ يتوقع المستثمر عائدا مغريا جراء استثمار أمواله في المؤسسة والتي يتم إدارتها من قبل مسيرين على مستوى من الكفاءة وعلى دراية أفضل بحالة المؤسسة ومتطلباتها وهذا من أجل تحقيق مبيعات المستثمرين في ظل تضارب مختلف المصالح للفاعلين فيها، أما المؤسسة فتعمل على الاستفادة من الأرباح المحققة واستغلالها في تمويل مشاريعها والعمل على نمو ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية .

يرجع أساس سياسة توزيع الأرباح إلى الاختلاف بين رغبات المستثمرين والإدارة، فالمستثمر بطبيعته يسعى إلى تحقيق الأرباح والتي قد تكون من خلال التوزيعات التي تجريها المؤسسة بشكل دوري والتي تعكس بالنسبة له الأرباح الجارية المحققة من قبل المؤسسة في حين هناك من يفضل الأرباح الرأسمالية والتي تكون نتيجة احتجاز الأرباح وتأجيل هذه التوزيعات التي يتم إعادة استثمارها من قبل المؤسسة وقد حاولت العديد من النظريات تفسير تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم.

### 02- الإشكالية:

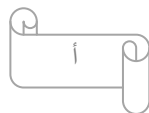
بناءً على ما سبق ونظراً لأهمية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسة والمستثمر على حد سواء، خاصة فيما تعلق بتأثيرها على قيمة المؤسسة، نحاول في هذا البحث تسليط الضوء على تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة انطلاقاً من سوق دبي المالي الذي يعتبر أول سوق مالي يطرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط كما يعتبر أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية و أحكامها في العالم . ويمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للموضوع كما يلي:

إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح المتخذة من قبل المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي على قيمتها ؟

### 03- الإشكاليات الفرعية:

تتفرع حول هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وقيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي؟



- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وقيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأسهم المجانية للسهم وقيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي ؟

### 04- فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية و الأسئلة الفرعية تم وضع الفرضيات التالية :

الفرضية الرئيسية:

يوجد تأثير قوي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي .

الفرضيات الجزئية : تتفرع الفرضية الرئيسية للفرضيات الفرعية التالية التي نحاول اختبار مدى صحتها:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وقيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي .
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وقيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي .
- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأسهم المجانية وقيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي .

### 05- مبررات اختيار موضوع الدراسة

تم اختيار الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات تمثلت في :

- الرغبة الشخصية لتناول موضوع في العلوم المالية.
- نظرا للأهمية موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في العلوم المالية .
- التعرف على المتغيرات التي تشكل سياسة توزيع الأرباح.
- دراسة هذا الموضوع في سوق دبي المالي من اجل الحصول على نتائج جديدة مقارنة مع دراسات السابقة

### 06- أهداف الدراسة

من بين الأهداف التي تسعى دراستنا الوصول إليها ما يلي :

- دراسة إمكانية تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي.
- معرفة أي من متغيرات سياسة توزيع الأرباح أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي.
- التعرف على مدى أهمية متغيرات سياسة توزيع الأرباح للمستثمر الإماراتي مما يساهم في تنمية وتحسين توقعات المستثمرين.

### 07- أهمية الدراسة

تظهر أهمية هذا البحث من خلال تعظيم قيمة المؤسسة كهدف حديث تسعى المؤسسات الاقتصادية لتحقيقه، وما لهذا الهدف من قرارات إستراتيجية مؤثرة عليه كقرار توزيع الأرباح ، والذي يعتبر حقل لعديد من الدراسات والأبحاث في مجال الإدارة المالية لما لهذا القرار من علاقة مباشرة بالمساهمين و انعكاسات على ثروة الملاك .

### 08- منهجية الدراسة

قصد دراسة الموضوع وتحليله وبلوغ الأهداف المرجوة اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى مفاهيم تتعلق بقيمة المؤسسة وكذلك بسياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها وفي الجانب التطبيقي سيتم إتباع المنهج التجريبي لاختبار مدى صحة الفرضيات و دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وهذا باعتماد على أحد الأساليب الإحصائية والذي سيساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا وهو البرنامج الإحصائي Eviews10.

### 09- حدود الدراسة

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في سوق دبي المالي، الذي تم أخذ عينة منه ، وتم اختيار المؤسسات لتشمل العينة و ذلك بناء على جملة من اعتبارات للوصول للعينة النهائية وتمثل فيما يلي :

- أن تكون مؤسسة وطنية اقتصادية ؛
- أن تكون السنة المالية المعتمدة فيها من N/1/1 إلى N/12/31 ؛
- أن تكون ملفاتها البيانية المنشورة من نوع PDF ؛
- ألا تكون المؤسسات مالية أو مصرفية(بنوك ، تأمين،.....) .

نتج عن هذه المعايير اختيار عينة نهائية مكونة من 18 مؤسسة .

أما الحدود الزمنية فشملت الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2017 ، والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة .

### 10- صعوبات الدراسة:

- ضيق الفترة الممنوحة للدراسة ؛
- نقصان الإفصاحات في البيانات المالية للمؤسسات في سوق دبي المالي (انواع السياسات المتبعة من قبل المؤسسة) ؛

- صعوبة الوصول إلى موقع سوق دبي المالي نظرا لضعف شبكة الانترنت .

### 11- هيكل الدراسة:

بهدف إنجاز هذا البحث والتوصل إلى نتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية أصلية، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بالمقدمة عامة وتنتهي بالخاتمة للدراسة و توصيات للأبحاث الأخرى، وتمثل فصول الدراسة في :

**الفصل الأول:** يدرس الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه دراسة الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، أما المبحث الثاني يدرس الدراسات السابقة للموضوع .

**الفصل الثاني:** يدرس الدراسة القياسية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في السوق دبي المالي خلال الفترة 2015-2017 حيث قسم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول سيكون الإطار العام للدراسة، أما المبحث الثاني سيتم فيه تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها .

## الفصل الأول :

الأدبيات نظرية والتطبيقية

لسياسة توزيع الأرباح

وقيمة المؤسسة

تمهيد :

من بين الأهداف الأساسية للنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأسواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية والتي تعكس إستراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على قيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة، ومن بين هذه القرارات نجد قرار توزيع الأرباح الذي يعني إما بتوزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل المؤسسة .

لقد كان هناك جدل كبير حول سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة المؤسسة وسنحاول في هذا الفصل إلقاء نظرة حول هذا الموضوع من خلال التعرف على المحتوى النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة الاقتصادية، ومن ثم إعطاء بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع والتي تم الاطلاع عليها واعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا، لذا سنتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين أساسيين هما:

**المبحث الأول :** الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

**المبحث الثاني :** الدراسات السابقة للموضوع

## المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

تعتبر العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم ذات أهمية كبيرة للمؤسسات وتبرز أهمية هذه العلاقة في الجانب الاستثماري والتمويلي والذي ينعكس على قيمة أسهم المؤسسات إذ يعد تعظيم القيمة للمؤسسة هدف أساسي تسعى إليه جميع المؤسسات من خلال تعظيم سعر السهم.

### المطلب الأول : ماهية سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

#### الفرع الأول : مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

يعد قرار سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي ويعطيه أهمية كبيرة فسوف نحاول التطرق في هذا الجزء إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح وإجراءاتها وأشكالها والعوامل المؤثرة فيها.

#### أولاً : مفهوم سياسة توزيع الأرباح :

هناك عدة تعريفات لسياسة توزيع الأرباح نذكر منها :

❖ توزيعات الأرباح هي اتخاذ قرار بتوزيع جزء أو كل الأرباح الصافية التي تحققها المؤسسة ويعتبر هذا القرار من القرارات المهمة<sup>1</sup>؛

❖ هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها ؛

❖ سياسة توزيع الأرباح تتمثل في ذلك الجزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على الملاك بعد موافقة الجمعية العامة، على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورة/دورات سابقة لتلبية احتياجات الملاك أو لإرسال إشارة للسوق عند وضعية معينة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الأجنبية (الاستدانة)<sup>2</sup>.

من خلال ما سبق يمكن أن نعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها "الأسلوب أو الطريقة التي تتبعها المؤسسة لتوزيع أرباحها (الحالية أو الناتجة عن فترات سابقة) على حملة الأسهم العادية أو إعادة استثمارها على أن تكون السياسة المثلى لهذه التوزيعات تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.

<sup>1</sup> على فلاح الزعبي، أحمد دودين، الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال، دار البازورى العلمية لنشر والتوزيع، الاردن، 2016؛ ص134.

<sup>2</sup> على بن الضب، 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، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص10.

### ثانيا : إجراءات سياسة توزيع الأرباح

تخضع عملية توزيع الأرباح بعد إقرارها من قبل الهيئة العامة للمساهمين لعدد من الإجراءات وفقا للضوابط الداخلية لكل مؤسسة، وعادة ما تكون تلك الإجراءات كما يلي :

#### 1. تاريخ الإعلان :

في تاريخ يوم الإعلان يجتمع مجلس الإدارة ويعلن عن التوزيعات المنتظمة، حيث يتم إصدار كتاب لذلك وتصبح التزام حقيقي على المؤسسة .

#### 2. تاريخ التسجيل :

عند الانتهاء من أعمال يوم التسجيل يتم غلق دفاتر تداول الأسهم وصياغة قائمة بحملة الأسهم في ذلك التاريخ مع مراعاة أنه إذا تم إشعار المؤسسة بوجود تداول (بيع لأسهم المؤسسة) قبل ساعة محددة من يوم التسجيل تكون التوزيعات من حق المالك الجديد وإذا تم الإشعار بالبيع بعد الوقت المحدد تكون التوزيعات من حق المالك القديم (البائع) .

#### 3. تاريخ الدفع :

هو التاريخ الذي تقوم به المؤسسة بدفع وصرف التوزيعات فعليا للحاملين المسجلين في قائمة التسجيل حيث تقوم المؤسسة فعليا بإصدار شيكات توزيع الأرباح وإرسالها للمساهمين كل حسب حصته<sup>1</sup>.

### ثالثا : أشكال سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة وهناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هي : التوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم .

#### 1. التوزيعات النقدية : تنقسم هذه التوزيعات إلى أنواع نذكر منها :

أ- سياسة نسبة توزيع الأرباح الثابتة : تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في المؤسسة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به المؤسسة<sup>2</sup>.

ب- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة : تقوم هذه سياسة على دفع توزيعات أرباح خلال كل فترة زمنية محددة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حسين محمد قشطه، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2017، ص، 25.

<sup>2</sup> إكرام سيحي، تحليل اثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، 2016/2015، ص 8.

<sup>3</sup> دريد كمال آل شيب، إدارة مالية-الشركات المتقدمة- دار البازورى العلمية لنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص:227.

- ت- سياسة توزيع الأرباح المنخفضة والمتزايدة : تقوم المؤسسة وفق هذه السياسة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح و بنسب منخفضة، حيث تقوم المؤسسة بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق المؤسسة أرباح أعلى من معدل أرباحها العادية التي حققتها خلال الفترة<sup>1</sup>.
2. التوزيعات في شكل أسهم : رغم أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل التقدي إلا أن المؤسسة تستطيع أن تقوم بتوزيع أرباحها على شكل أسهم مجانية أو تجزئة الأسهم أو معكوس تجزئة الأسهم أو إعادة شراء الأسهم كوسيلة من وسائل توزيع الأرباح :
- أ- الأسهم المجانية\* : هي أسهم تمنح للمساهمين كمكافأة وتعتبر هذه الأسهم بمثابة توزيعات حيث يستطيع المساهم بيع هذه الأسهم<sup>2</sup>، ويهدف توزيع هذه الأسهم إلى زيادة رأسمال المؤسسة وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأسمال فيزيد عدد أسهمهم وبالتالي تعد هذه الزيادة ربحاً عائداً للمساهم<sup>3</sup>.
- ب- اشتقاق الأسهم : يعتبر الاشتقاق بديلاً آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم وذلك من خلال أن زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة جراء تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية .
- ت- معكوس الاشتقاق : تتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية الاشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم لهذا تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم<sup>4</sup>.
- ث- إعادة شراء الأسهم : يطلق عليها في بعض الأحيان أسهم الخزينة، تلجأ المؤسسة إلى إعادة شراء أسهمها من البورصة إما لتعزيز قيمة السوقية لسهم أو تجنباً لحالات الاكتساب أو الاستيلاء على المؤسسة من قبل المنافسين<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> سعود جايد مشكور، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم و أثرها في تحديد قيمة الشركة : "بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة دراسات الكوفة، العدد 50، العراق، 2018، ص:225.

<sup>2</sup> عصام عبد الهادي أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات مصر، 2006، ص:47-48.

<sup>3</sup> أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار النشر الكتاب الثقافي، 2012، ص:41.

\*الأسهم المجانية: ويطلق عليها أسهم المنحة.

<sup>4</sup> رشيد حفصي، دراسة وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، ورقلة، 2016، ص:41-42.

<sup>5</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية لنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص:129.

## رابعاً : العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عندما ترغب الإدارة في اتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من العوامل التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في سياسة توزيع الأرباح.

**1. العوامل القانونية :** تخضع المؤسسات لقوانين وأنظمة البلد الذي تعمل فيه مثل قانون المؤسسات، وفيما يخص توزيع الأرباح فمعظم الدول لا تسمح للمؤسسات بدفع أرباح من رأسمالها القانوني والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للمؤسسات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت مفلسة قانونياً<sup>1</sup>.

**2. العوامل التعاقدية :** قد تتضمن العقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من تصرف المؤسسات بأرباح حماية لدائنين بحيث قد يشترط الدائنين أن لا يتم إجراء التوزيعات النقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد الوفاء بالشروط وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة ألا يتم إجراء أو دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة<sup>2</sup>.

**3. محددات داخلية :** إن قدرة المؤسسة على دفع توزيعات أرباح مقيدة بكمية الأموال المتوفرة لديها على شكل نقد وأوراق مالية قابلة للتسويق، ومع أنه يمكن للمؤسسة الاقتراض من أجل دفع توزيعات أرباح للمساهمين فيها، إلا أن المقرضين يكونون مترددين في إقراض المؤسسة لهذه الغاية، باعتبار أن هذه الأموال لن تنتج فوائد ملموسة أو تشغيلية تساعد المؤسسة على دفع ديونها .

**4. فرص النمو :** إن حاجة المؤسسة للتمويل متعلقة مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي و أي أصول هي بحاجة لامتلاكها، ويجب على المؤسسة تقييم العائد والمخاطرة لمشاريعها الاستثمارية من أجل أن تمددها القدرة للحصول على التمويل الخارجي، كذلك يجب على المؤسسة تحديد تكلفة وسرعة الحصول على التمويل، وعموما المؤسسات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الاقتراض من المؤسسات المالية والحصول على تمويل جديد لمشاريعها الاستثمارية، وبالتالي تكون تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح، بينما المؤسسات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية لدعم مشاريعها الاستثمارية، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة النامية تعتمد بشكل كبير على تمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها لكن بنسب ضعيفة .

<sup>1</sup> إكرام السبيحي، مرجع سابق، ص:9.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص:405.

5. **رغبات المساهمين:** على المؤسسة إتباع سياسة توزيعات أرباح لما لها من تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها، ونظرا لتضارب المصالح بين المساهمين، قد يكون من الصعب إتباع أرباح تخدم الجميع ويعود هذا الاختلاف في رغبات المساهمين والمستثمرين لعدد من العوامل :
- عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة : إذا كانت المؤسسة ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في الاستثمارات الرأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا ومن ناحية أخرى إذا ما توفر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها ؛
  - حاجة المساهمين للدخل الجاري مقابل حاجتهم للدخل المستقبلي : هناك فئة من المساهمين التي تفضل الأرباح الجارية (دوي الدخول الضعيفة) وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر لهم، وبالتالي هم من معارضي الاحتجاز أو التوزيعات المنخفضة، على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون عكس ذلك، وعليه فإن قرار المؤسسة يتفق مع فئة بينما يتعارض مع الأخرى ؛
  - الموقف الضريبي للمساهم : تختلف المصالح بين المساهمين نتيجة الاختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضريبة المفروضة عليها، وذلك لأن غالبا ما تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليه فالمساهم الذي ينتمي إلى شريحة الضريبة العالية يفضل احتجاز الأرباح وهذا لاعتقاده أن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذي ينتمي إلى شريحة الضريبة المنخفضة يفضل الأرباح الموزعة.
6. **اعتبارات السوق :** إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، حيث أن المساهمين غالبا ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة عن أداء المؤسسة المستقبلي فسياسة توزيع الأرباح المستقرة والثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع أرباح فتعتبر إشارة سلبية فهي تدل على انخفاض أرباح المؤسسة المستقبلية وبالتالي ينخفض سعر سهم المؤسسة في السوق<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

لا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محل اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين والخبراء المحاسبين كون أن أغلب القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة<sup>2</sup>، ومن أجل ذلك سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى مفهوم القيمة وطرق تحديد القيمة وكذا العوامل المؤثرة في القيمة.

<sup>1</sup> أكرام السبيحي، مرجع سابق، ص: 9-10.

<sup>2</sup> عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006، ص: 43.

### أولاً : مفهوم القيمة

القيمة : هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، كما أن القيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء ومحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر<sup>1</sup>.

كما أن هناك عدة مفاهيم للقيمة نذكر منها :

1. القيمة السوقية : تعتبر من أهم طرق التقييم، وتعبر عن قيمة المؤسسة في السوق التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع، كما تعرف أيضاً بالقيمة النقدية .
2. القيمة الدفترية : تمثل عموماً التكلفة التاريخية، أما بالنسبة للمؤسسة فتمثل القيمة الدفترية لمجموع الأصول منقوصاً منها القيمة الدفترية للخصوم، مما ينتج عنها القيمة الصافية أو ما يدعى بحقوق الملكية فبالتالي هذا المفهوم هو أكثر ميلاً للجانب المحاسبي .
3. القيمة الاستثمارية ( Investment Value ) : تعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة .
4. قيمة شهرة المحل ( Good Will Value ) : تمثل شهرة المحل الزيادة في قيمة المؤسسة الكلية عن قيمة أصولها، فهي بذلك تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة والتي لا تظهر مباشرة في ميزانيتها<sup>2</sup>.  
من خلال التعريفات السابقة نستطيع القول بأن القيمة السوقية تعتبر القيمة الأكثر شيوعاً لتقدير القيمة من بين القيم السابقة وهي نفسها التي تم الاعتماد عليها في دراستنا هذه .

### ثانياً : طرق تحديد قيمة المؤسسة :

هناك العديد من الطرق التي تستعمل في إيجاد وتحديد قيمة المؤسسة، ومن أهمها :

1. الطريقة المحاسبية : تعتمد هذه الطريقة على استخدام الميزانية في التقدير، ويتم من خلالها تحديد القيمة الصافية للأصول اعتماداً على الميزانية بعد رصد الأرباح وإجراء بعض التعديلات لأكثر دقة، وذلك باستعمال العلاقة الآتية :

القيمة الصافية المصححة للأصل = القيمة الحقيقية للأصل - ديون و مؤونات خطر ونقل.....(1-1).

يتم إيجاد هذه القيمة بعد إجراء مجموعة من التعديلات في الميزانية، عن طريق معالجة مجموعة من البنود المتعلقة بها مثل الأصول المعنوية، المخزونان والمؤونات إضافة إلى توزيعات الأرباح الواجبة الدفع، فالمؤسسة تقيم اعتباراً من أهم العوامل الداخلة في عملياتها الإنتاجية، فمن خلال هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة تكون مساوية

<sup>1</sup> حميدة رضائي، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص:26.

<sup>2</sup> عبد الكريم بوحادرة، "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة : دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم"، رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011/2012، ص : 65-66.

لمجموعة الأصول المكونة لها، وهذا بعد الأخذ بعين الاعتبار للتعديلات الواجب إدراجها في قيم الميزانية، وتعتبر الميزانية أساس إيجاد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة .

2. طريقة شهرة المحل (Good Will Method) : باعتبار أن الطريقة السابقة تحمل القدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل من قبل المؤسسة، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار للأصول البشرية، لذا فوفقا لهذه الطريقة يتم حساب قيمة المؤسسة كما يلي، وهذا بعد المرور بعدة مراحل :

✓ إيجاد عائد شهرة المحل، وذلك بالاعتماد على المعادلة التالية:

$$r_E = R_E \text{ net d'impot / actif économique} \dots \dots \dots (2-1)$$

•  $R_E$ : نتيجة الاستغلال ،  $r_E$ : المرودوية .

ولكن نظرا لوجود بعض الأخطاء التي تعترض الاستثمار، فإن المرودوية تختلف بين ما تعرفه المؤسسة وما يطلبه المستثمرين، لدى يصبح عائد شهرة المحل كما يلي :

$$\text{Rent de Good Will} = \text{Actif économique} (r_E - r_E') \dots \dots \dots (3-1)$$

•  $r_E'$ : المرودوية المتوقعة من المستثمرين.

✓ ثم يتم في مرحلة ثانية تحسين عائد شهرة المحل وذلك من اجل الحصول على قيمة شهرة المحل، ويتم ذلك باستعمال المعادلة التالية :

$$\text{Good Will} = \text{Rnet de Good Will} [1 - (1+t)^{-n}] / t \dots \dots \dots (4-1)$$

•  $n$ : المدة  $t$ : معدل التحيين

ولكن في هذه المرحلة قد تواجهنا مشكلتين أساسيتين : وهما اختيار معدل التحيين، وهنا عموما يتم استعمال تكلفة رأس المال مضافا إليه نسبة معينة مع الأخذ بعين الاعتبار للأخطار التي قد تواجه المؤسسة، أما بالنسبة للمشكل الثاني فهو ممثلا في تحديد مدة التحيين، والتي تمثل الفترة التي يكون فيها الأصل قادرا على خلق قيمة إضافية، وفي مرحلة أخيرة يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على شهرة المحل، والتي تعبر عنها المعادلة التالية :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Actif net comptable corrigé} + \text{Good Will} \dots \dots \dots (5-1)$$

يستخلص مما سبق أن هذه الطريقة ما هي إلا تكملة للطريقة السابقة، وهذا عن طريق عملية التصحيح .

3. التقييم عن طريق التدفقات النقدية (Cash Flow) : في هذه الطريقة يتم الاعتماد على مبدأ أن قيمة المؤسسة تكون مساوية للقيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقلة والقيمة النهائية المتوقعة، وتعتبر هذه التدفقات على مجموع التدفقات الناتجة عن العمليات الاستغلالية والاستثمارية، وتستعمل العلاقة الموالية في تحديد القيمة :

$$\text{Valeur} = \sum_{p=1}^n \frac{F_p}{(1+t)^p} + \frac{V_{Rn}}{(1+t)^n} - D_1 \dots \dots \dots (6-1)$$

\*  $F_p$ : التدفقات النقدية للسنة \*  $t$ : معدل العائد المتوقع  
\*  $V_{Rn}$ : القيمة المتبقية عند السنة  $n$  \*  $D_1$ : قيمة الديون الابتدائية للمؤسسة

يجب إضافة قيمة المؤسسة المحصومة عند نهاية المدة، ويتم خصم سواء قيمة المؤسسة عند نهاية المدة أو مختلف التدفقات النقدية الناتجة باعتماد معدل خصم محدد ويستعمل في الغالب تكلفة التمويل، هذا بعد إضافة معدل معين يتناسب والأخطار التي تكون المؤسسة عرضة لها، وبما يتطلع إليه المستثمرين.

تعتبر التدفقات النقدية المتاحة (free Cash Flow) المعمول بها من قبل المؤسسة، والتي تتحدد عن طريق مختلف أنشطة المؤسسة الاستغلالية أو الاستثمارية، ويمكن إيجادها عن طريق إتباع المراحل التالية :

<ul style="list-style-type: none"> <li>• نتيجة الاستغلال الصافية RN</li> <li>• + الإهلاكات</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• = التدفقات النقدية</li> <li>• - <math>\Delta</math> احتياجات راس المال العامل للاستغلال BFRE</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• + تنازل عن الأصول بعد الضريبة CESSION D`actif</li> <li>• - الاستثمارات</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• = التدفقات النقدية المتاحة FREE CASH FLOW</li> </ul>

باعتبار أن هذه الطريقة تقوم في أساسها على التوقعات للتدفقات النقدية المستقبلية من جهة، مع الصعوبة في تحديد قيمة المؤسسة عند نهاية المدة، الأمر الذي يجد من دقة هذه الطريقة خاصة وأن المدة التي يتم الاعتماد عليها في تحديد قيمة المؤسسة غالبا ما تكون محدودة<sup>1</sup>.

### ثالثا : العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

لقد درست النظرية المالية بشكل عام وبدقة علمية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة حيث قامت بدراسة كل من قرار التمويل و الاستثمار وتوزيع الأرباح وفيما يلي ملخص لتأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة :

**1. تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة :** انطلقا من عمل مودجيانى وميلر 1958 الذي يشير في عنوانه لنظرية الاستثمار، تظهر أهمية قرار الاستثمار والتي كانت تمثل صلب الدراسات النظرية المالية الكلاسيكية والحديثة معا، ويؤثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة من خلال تدنيت تكلفته وفي المقابل زيادة مردوديته .

<sup>1</sup> عبد الكريم بوحادة، مرجع سابق، ص: 66- 67- 68.

2. تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة : أي تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ويقصد بالهيكل المالي البحث عن مصادر تمويل في المؤسسة، والتي تتمثل في كل من الأموال الخاصة والديون، تعتبر نظرية الهيكل المالي من النظريات التي تمثل نواة النظرية المالية إلى جانب نظرية الاستثمار، وفي ظل بروز تعظيم قيمة المؤسسة كهدف وتشده وترتكز عليه النظرية المالية، بدأ التساؤل والبحث في مدى إمكانية تأثير الهيكل المالي للمؤسسة ؛ وتحاول النظرية المالية الحديثة أن تعطي إطار للبحث من خلال تقديم النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تحاول أن تجيب في جزء منها عن إمكانية تقليل تكاليف الحصول على أموال من خلال وضع الهيكل المالي المناسب، ومن ثم رفع قيمة المؤسسة ، وبصفة عامة وفي الواقع العملي، ومع وجود كل من الضرائب على أرباح المؤسسات، بالإضافة إلى تكاليف الإفلاس و الوكالة، يؤثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة انطلاقاً من تخفيض تكلفة التمويل إلى الحد الذي تصبح فيه قيمة المؤسسة أعلى ما يمكن.

3. تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة : يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قراري الاستثمار والتمويل التي تناولتها العديد من النظريات في إطار نظرية توزيع الأرباح، ويتضح تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة انطلاقاً من الكيفية التي يتم بها التصرف في الأرباح بين احتجازها أو توزيعها<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : المقاربة النظرية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

أثار موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة جدل كبير بين الباحثين فيما يتعلق بتأثير هذه الأخيرة على القيمة السوقية للمؤسسة أو عدم تأثيرها ففي هذا الإطار يوجد اتجاهين أو تيارين نظمتهما مجموعة من النظريات، فقد ذهب التيار الأول لمعارضة فكرة وجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، بينما يؤيد التيار الثاني وجود تأثير على ذلك، وعليه سنحاول استعراض الدراسات التي قدمها الفكر المالي في هذا الشأن، انطلاقاً من تقديم التيار المعارض والمؤيد، بالإضافة إلى استعراض النظريات المفسرة لتأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

### الفرع الأول : التيار المعارض لوجود تأثير لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة

يدخل في إطار هذا التيار نظرية عدم ملائمة التوزيعات ونظرية فان هورن، سنتطرق لهم كل على حدا فيما يأتي:

<sup>1</sup> حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي دراسة إختبارية وحدثية المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/2009، رسالة ماجستير، ورقة، 2010/2011، ص: 87-88.

**أولا : نظرية عدم ملائمة التوزيعات:**

من أهم أنصار هذه النظرية هما ( مودجلياني و ميلر ) "M&M" سنة 1961م، اللذين أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس على الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، وأكدوا أن كفاية الاستثمار هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين، وأن أسلوب تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة، أو بعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم.

**ثانيا : نظرية فان هورن (Van Horn) 1989 :**

قدم فان هورن إثباتا رياضيا يؤكد فيه على أن سياسة التوزيع لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة المؤسسة، حيث قيمة الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، وهي دالة تابعة إلى النتيجة المحققة والاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة<sup>1</sup>.

**الفرع الثاني : التيار المؤيد لوجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة**

تعرض التيار المعارض لوجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة لعدة انتقادات، تصب أساسا في الافتراضيات التي قامت عليها النظريات المنظمة لهذا التيار، إذ تعتبر فرضيات غير واقعية، مما يفتح المجال لإمكانية تأثير قيمة المؤسسة على قرار توزيع الأرباح، وبالطبع هذه الانتقادات دفعت إلى ظهور تيار آخر يعتقد بوجود تأثير، ويدخل في إطار هذا التيار كل من دراسة والتر ودراسة مايرون جوردن وجون ليتنر .

**أولا : دراسة والتر 1963 J.E.Walter**

يمثل نموذج والتر أول الدراسات التي ناقشت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث تأسس هذا النموذج على العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة TRI أو معدل العائد الداخلي للتمويل، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة وبين معدل العائد المطلوب، وتوصلت دراسته إلى صياغة المعادلة التالية:

$$P = \frac{DPA + \frac{TRI}{K} \times m}{K} \dots\dots\dots(7-1)$$

<sup>1</sup> علي بن الضب، مرجع سابق، ص : 141-142.

حيث القيمة السوقية للسهم P عبارة عن مجموعة القيمة الحالية لتوزيع الأرباح (DPA/K)، مضافا إليها القيمة الحالية للأرباح الرأسمالية (TRI. m)، وكلا القيمتين تم خصمهما بمعدل خصم يتمثل في معدل العائد المطلوب K، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح أو احتجازه سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم الواحد، فكلما زاد التوزيع كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم<sup>1</sup>.

### ثانيا : نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد )

تنسب نظرية العصفور في اليد إلى ( مايرون جوردن وجون ليتنر )، حيث أثبتت هذه النظرية أنه في حالة عدم التأكد، فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، وأن المستثمرين يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضا، ومن هنا يتضح سبب تسمية هذه النظرية باسم عصفور في اليد، أي حصول المستثمرين على التوزيعات الآن، أفضل من حصول على الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل كونه غير مؤكد<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث : النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

بعدما تطرقنا للنظريات السابقة التي تدخل في إطار تيارين، أحدهما يرى عدم وجود تأثير لسياسة التوزيع على قيمة المؤسسة، والآخر يرى عكس ذلك، نأتي الآن للتعرض للنظريات التالية، والتي تحاول إعطاء تفسير لتأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة، فهناك تفسير نظرية التمييز الضريبي ونظرية الإشارة ونظرية أثر الزبون وأخيرا نظرية الوكالة، وفيما يلي نتطرق لكل نظرية على حدا :

### أولا : نظرية التمييز (التفضيل) الضريبي(نظرية عصفور على الشجرة):

طبقا لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، وفي حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدلا من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في

<sup>1</sup> حورية بديدة، مرجع سابق، ص: 100-102.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 106.

أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها،<sup>1</sup> إذن هذه النظرية تدعو إلى عكس ما تدعو إليه نظرية ملائمة التوزيعات (أي أنها تدعو المؤسسات إلى احتجاز أكبر قدر من الأرباح الناتجة).

### ثانيا : نظرية الإشارة :

ترى هذه النظرية أن المستثمرين ينظرون لأي تغيرات في سياسة التوزيع عن طريق المؤسسة كإشارة لتوقع الريح بواسطة إدارة المؤسسة، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، وبالتالي يؤثر على قيمة المؤسسة بالارتفاع.<sup>2</sup>

### ثالثا : نظرية الزبون (العميل) :

تشير هذه النظرية إلى أنه هناك اختلاف في تفضيلات المستثمرين لسياسة التوزيعات، فهناك من يفضل توزيعات منخفضة (احتجاز الأرباح)، وهناك من يفضل توزيعات مرتفعة، وبالتالي المستثمرين يختارون الأسهم وفق سياسة التوزيعات المرجوة (التي تلبي احتياجاتهم)، وعلى المسيرين اختيار الاستثمارات دون مراعاة تفضيلات المستثمرين، وبالطبع كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تتبع تلك السياسة.

### رابعا : نظرية الوكالة :

حسب هذه النظرية تعد التوزيعات سلاحا لضبط سلوك المسيرين، ويمكن أن نفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بسبب وجود مشاكل الوكالة بين المسيرين والمساهمين والدائنين للمؤسسة، فهي تحاول البحث في كيفية تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين، وبذلك تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة.<sup>3</sup>

## المبحث الثاني: الدراسات السابقة

بعدها قمنا بالتطرق للإطار النظري لموضوع دراستنا توجب علينا إعطاء نظرة على بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوعنا قصد التعرف على النتائج المتوصل إليها والمناهج المستعملة وهذا بهدف مقارنتها بنتائجنا، فمن

<sup>1</sup> بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، الشلف، جوان 2013، ص:14.

<sup>2</sup> أمنة بنت مهنا السندي، توزيع الأرباح في شركة المساهمة، "دراسة مقارنة"، دار الكتاب الجامعي النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2017، ص: 187.

<sup>3</sup> حورية بديدة، مرجع سابق، ص: 112.

بين الدراسات التي تم الإطلاع عليها رسالات جامعية ومجلات حيث تم اختيار مجموعة من الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا ولقد تم تقسيم المبحث إلى مطلبين الأول الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية، أما الثاني التعقيب على الدراسات السابقة .

### المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

#### دراسة أرشد فؤاد مجيد التميمي (2005) تحت عنوان " المحتوى ألمعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة " سوق عمان المالي.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في الرؤية المعرفية لمحتوى الإعلان عن توزيعات أسهم المنحة في مؤسسات المساهمة العامة، وكذا استطلاع وجهات نظر إدارات الشركات عينة البحث حول الأغراض التي تسعى إليها من الإعلان عن توزيع أسهم المنحة، وتمثل مجتمع الدراسة بالمؤسسات المساهمة والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية والتي قامت بتوزيع أسهم مجانية (رسملة أرباحها) في عام 2005، إذ بلغت 47 مؤسسة، وقام الباحث بسحب عينة عشوائية بسيطة مكونة من إدارات 20 مؤسسة، لغرض اختبار فرضيات الدراسة تم تصميم استبيان الذي يعكس المحتوى ألمعلوماتي للإعلان عن توزيعات الأسهم المنحة، و المعالجة المشاهدات البالغة ( 105 ) مشاهدة باستخدام أسلوب التحليل العاملي Factor Analysis الذي من خلاله يمكن التعبير عن معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة بصيغة بسيطة، وكذلك استخدام Paired sample Test لإيجاد مدى دلالة الفروقات و معنويتها بين بعد التمويل وبعد المعلومات .

توصلت الدراسة إلى أن الإعلان عن توزيعات أسهم المنحة له محتوى متوازن يستمد مضمونه من مضمون فرضية الاحتجاز للأرباح و فرضية التأشير . وطبقاً للفرضيتين فإن لتوزيعات الأسهم المجانية محتوى ألمعلوماتي يتجسد في البعد التمويل، والبعد المعلومات<sup>1</sup> .

#### دراسة صباح أسامة علي شراب(2006) تحت عنوان " اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " .

الهدف من هذه الدراسة هو محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة ما بين الإعلان عن توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وسعر السهم السوقي لهذه الشركات، حيث تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 28 شركة وتمت هذه الدراسة للفترة من سنة

<sup>1</sup> أرشد فؤاد مجيد التميمي، " المحتوى ألمعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة "دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي ،جامعة الإسراء الخاصة ، عمان-الأردن، 2005 .

1997 وحتى نهاية سنة 2005، وقد تم استخدام الأدوات الإحصائية التي من بينها برنامج SPSS في تحليل البيانات، واستخدم الباحث في الدراسة التطبيقية نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد للاختبار فرضية الدراسة. توصلت الدراسة إلى إن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له<sup>1</sup>.

### دراسة علي بن الضب (2009) تحت عنوان "دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة

#### المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة. حيث تكونت عينة الدراسة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2008، موزعة على أربعة قطاعات العقاري، الصناعي، الخدمي، والغذائي، إضافة إلى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2001-2008، ولقد اعتمدت هذه الدراسة على العناصر الواردة بالقوائم المالية، وعلى تقارير السوق المالي الكويتي لجمع المعطيات والمعلومات، كما تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لإجراء الدراسة.

توصلت هذه الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفاء عن المستوى الضعيف، وأن متغير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس لوحيداً بل توجد متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية و هي حجم المؤسسة، المرد وديات حجم السيولة، المخاطر النظامية والمعبر عنها بbeta<sup>2</sup>.

### دراسة دعاء فوزي شبيطة وفايز سليم حداد (2010) تحت عنوان "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة

#### ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم " دراسة تطبيقية على بورصة عمان.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي، ومدى تأثيرها بدرجة المخاطر النظامية للمؤسسة، وحجمها ونوع القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، حيث تكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات المساهمة العامة الأردنية في قطاعي الصناعة والخدمات والبالغ عددها

<sup>1</sup> صباح أسامة علي شراب، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية\* دراسة تطبيقية\*، رسالة ماجستير، غزة، فلسطين، يوليو 2006.

<sup>2</sup> علي بن الضب، مرجع سابق.

132 مؤسسة نظامية مدرجة في بورصة عمان من بداية عام 1996 حتى نهاية عام 2005 ، أما عينة الدراسة فتكونت من 55 مؤسسة مساهمة ؛ باستخدام تحليل انحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في قطاع الصناعة فقط، كما بينت النتائج عدم وجود أثر للمخاطرة النظامية للمؤسسة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم، و إلى عدم وجود أثر لحجم المؤسسة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم<sup>1</sup>.

### دراسة عبد الكريم بوحادرة (2012/2011) تحت عنوان "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة : دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم".

هدف البحث إلى دراسة الموارد المالية المتوفرة لدى المؤسسة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمتها ، ودراسة أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، من خلال التركيز على الأرباح المحتجزة، حيث يعالج البحث الإشكالية التالية : ما هو الدور الذي تلعبه سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، في ظل الظروف التي تتسم بعدم الثبات وعدم التأكد؟ و للإجابة على إشكالية تم دراسة مجموعة من المؤسسات ، منها المؤسسات الجزائرية (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي) ، والمؤسسات الأجنبية الأمريكية (ALCOA، TEXAS INDUSTRIES ، ADTRAN )، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار صحة فرضيات الدراسة، والاعتماد على كل من برنامجي Excel و SPSS .

توصلت الدراسة إلى أن الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية و تلعب سياسة توزيعات الأرباح دورا هاما في تحديد قيمة السهم فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينما تقرر المؤسسة التوزيعات عموما تكون قادرة على تغطية مبلغ هذه التوزيعات تعاني من صعوبات مالية تحول دون قيامها بذلك، وتعمل على النمو والتطور من خلال استغلال الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها<sup>2</sup>.

### دراسة عدنان سالم قاسم (2013) تحت عنوان "تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح وأثره على سعر السهم دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية" للفترة 2009-2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل الأثر بين سياسات المقسوم النقدي للأرباح و سعر السهم، وتمثلت عينة البحث في سوق عمان للأوراق المالية ، بعينة مكونة من 28 مؤسسة من مجموع 141 مؤسسة اختيرت على

<sup>1</sup> دعاء فوزي شبيطة، وفايز سليم حداد، "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم" دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 37 ، العدد 01، عمان، 2010 .

<sup>2</sup> عبد الكريم بوحادرة ، مرجع سبق ذكره .

أساس استمرار المؤسسات بتوزيع الأرباح خلال مدة الدراسة 2009-2013، وكما تم تطبيق الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة المتمثلة في عدد الأسهم، ربحية السهم الواحد EPS، معدل عائد السهم، نسبة توزيع الأرباح و أثرها على المتغير المعتمد المتمثل بسعر السهم في السوق باستخدام برنامج SPSS .

توصلت هذه الدراسة بأنه لم يكن لكل متغير مستقل تأثير على سعر السهم بشكل معنوي بمعزل عن المتغيرات الأخرى، وإنما هنالك علاقة تأثير معنوية للمتغيرات مجتمعة على سعر السهم، وكما توصلت أيضا إلى أن توقعات أسعار الأسهم للمؤسسات تبنى على نسب توزيع الأرباح ونسب الاحتجاز التي تعلنها حيث يتقلب سعر السهم تبعا لذلك فضلا عن العوامل الأخرى ذات التأثير المباشر أو غير المباشر في سعر السهم<sup>1</sup>.

**دراسة سعود جايد مشكور (2018) تحت عنوان "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".**

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح علاقة الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال طرح الإشكال الآتي: هل تؤدي سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات إلى زيادة القيمة السوقية للسهم؟، هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات على قيمة الشركة؟. وتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المصرفية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وشملت العينة أربعة مصارف مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2011 إلى 2015.

توصلت هذه الدراسة إلى أنه توجد هنالك علاقة ارتباط بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، هنالك علاقة وأثر ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم وقيمة المؤسسة في عينة المصارف المختارة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عدنان سالم قاسم، "تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح وأثره على سعر السهم دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية"، عمان، 2009-2013.

<sup>2</sup> سعود جايد مشكور، مرجع سابق.

المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبيةدراسة (Ather Azim Khan and all) بعنوان :**" Dividend Policy and Stock Prices – A Case of KSE-100 Index Companies".**

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم ، حيث أخذت عينة من 131 مؤسسة مدرجة في بورصة كراتشي لمدة 10 سنوات من 2001 إلى 2010، كما تم اعتماد على الإحصاء الوصفي ونموذج الأثر الثابت والعشوائي في تحليل نتائج الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي كبير على أسعار الأسهم ، وذلك من خلال شرح العلاقة بين توزيعات الأرباح و أسعار الأسهم بعد التحكم في المتغيرات مثل الربح بعد الضريبة ، العائد على السهم والعائد على حقوق المساهمين ، وكذا نسبة الاحتفاظ لديها تأثير سلبي على أسعار الأسهم<sup>1</sup>.

دراسة ( Kanwal Iqbal Khan ) بعنوان :**" Effect of Dividends on Stock Prices– A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan".**

الهدف من هذا البحث هو تحليل العلاقة بين توزيعات الأرباح وسوق الأوراق المالية للأسعار بعد التحكم في المتغيرات مثل نسبة الاحتفاظ، ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية، وتكونت العينة من 25 مؤسسة مدرجة في مؤشر KSE-100 خلال فترة من 2001 إلى 2010، حيث تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية للمؤسسات المدرجة في بورصة كراتشي، باستخدام الانحدار الخطي وإحصاء الوصفي في تحليل البيانات، كما توصلت الدراسة على أن التوزيعات النقدية و نسبة الاحتفاظ والعائد على حقوق الملكية لها علاقة إيجابية كبيرة مع أسعار الأسهم، كذلك توضيح التغيرات في أسعار الأسهم الكيميائية والمستحضرات الصيدلانية في باكستان<sup>2</sup>.

دراسة ( Sorin Gabriel Anton ) بعنوان :**" The Impact Of Dividend Policy On Firm Value A Panel Data Analysis Of Romanian Listed Firms".**

الهدف من هذه الدراسة هو تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة باستخدام عينة من المؤسسات الرومانية المدرجة في بورصة بوخارست (BSE) خلال الفترة 2001-2011، من خلال تقديم رؤى

<sup>1</sup> Ather Azim Khan and al, " Dividend Policy and Stock Prices – A Case of KSE-100 Index Companies", 2001-2010,

<https://pdfs.semanticscholar.org>.

<sup>2</sup> Kanwal Iqbal Khan, " Effect of Dividends on Stock Prices– A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan", 2001-2010,

<https://www.umt.edu.pk/icobm2012>.

جديدة حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، تتكون العينة من 63 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة بوخارست ، اعتمادا على البيانات المالية و باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة، بحيث توصلت هذه الدراسة إلى أن نسبة توزيع الأرباح أسهم تؤثر إيجاباً على قيمة المؤسسة، وذلك بعد التحكم في المتغيرات الأخرى الخاصة بالمؤسسة، كما يمكن للمدراء خلق قيمة عن طريق زيادة الأرباح إلى المستوى الأمثل، كذلك وجد أن قيمة المؤسسة تتأثر إيجابيا بالرافعة والحجم الثابت<sup>1</sup>.

دراسة (Mohammad Hashemijoo and all, 2012) بعنوان :

### " The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market".

الهدف من هذه الدراسة هو فحص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم مع التركيز على مؤسسات المنتجات الاستهلاكية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية، لهذا الغرض قد تم اختيار عينة من 84 مؤسسة من 142 المدرجة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا، عن طريق تطبيق الانحدار الخطي المتعدد لمدة 6 سنوات من عام 2005 إلى 2010، حيث توصلت النتائج لوجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر السهم مع اثنين من القياسات الرئيسة لسياسية توزيع الأرباح وهو توزيعات أرباح نقدية و دفع تعويضات<sup>2</sup>.

دراسة (Emeni ,Francis Kehinde ,& Ogbulu, 2015) بعنوان :

### " The Effect of Dividend Policy on the Market Value of Firms in the Financial Services Sector in Nigeria" .

الهدف من هذه الدراسة هو معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسات في قطاع الخدمات المالية في الاقتصاد النيجيري، حيث قام البحث بدراسة تأثير كل من توزيعات النقدية للمؤسسة توزيعات والأسهم و الأرباح وسياسة استثمار للمؤسسة على القيمة السوقية ؛ شملت عينة الدراسة على 35 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا NSE لمدة 10 سنوات من 2002 إلى 2011، تم استخدام الأسلوب الإحصائي العادي في تحليل البيانات المالية التي تم الحصول عليها من NSE Fact Book، كما توصلت الدراسة إلى أن لا توجد علاقة معنوية بين كل من سياسة توزيع الأرباح النقدية وسياسة الاستثمار مع القيمة السوقية للمؤسسات في قطاع الخدمات المالية في نيجيريا، ومع ذلك هناك علاقة إيجابية بين الأرباح (EPS) والقيمة السوقية للمؤسسات في قطاع الخدمات المالية في نيجيريا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Sorin Gabriel Anton, " The Impact Of Dividend Policy On Firm Value. A Panel Data Analysis Of Romanian Listed Firms ", Journal of Public Administration, Finance and Law , 2001–2011, <http://www.jopaf.com/uploads/issue10>.

<sup>2</sup> Mohammad Hashemijoo and all , " The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market", Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 4, No. 1,2012.

<sup>3</sup> Emeni ,Francis Kehinde ,& Ogbulu, " The Effect of Dividend Policy on the Market Value of Firms in the Financial Services Sector in Nigeria",Archives of Business Research , Vol.3 , No.4 , August- 25 – 2015.

**دراسة (Killion Otieon Amollo, 2016) بعنوان :****" The Effect Of Dividend Policy On Firm Value For Commercial Banks In Kenya".**

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة البنوك التجارية في كينيا، وذلك من خلال فهم العوامل التي تؤثر على قيمة المؤسسات، حيث أخذت عينة من 11 مصرفاً تجارياً المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية (NSE) خلال الفترة من 2011 إلى 2015، كما تم استخدام الأساليب الكمية والانحدار والارتباط المتعدد لتحليل البيانات الثانوية التي تم جمعها من البنوك التجارية المتداولة في NSE، كذلك توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير قوي على قيمة البنوك التجارية الكينية، وكما أن سياسة العائد تؤثر على قيمة المؤسسة وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وبالتالي يمكن للبنوك التجارية في كينيا زيادة قيمتها عن طريق زيادة أرباح الأسهم<sup>1</sup>.

**دراسة (Egbeonu liver & others , 2016) بعنوان :****"Effect of Dividend Policy on the Value of Firms (Emperical Study of Quoted Firms in Nigeria Stock Exchange)".**

الهدف من هذه الدراسة القيام بدراسة تجريبية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا، حيث تم اختبار الفرضيات التالية : لا توجد علاقة هامة بين ربحية السهم وسعر سوق المؤسسة، لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة سهم المؤسسة، لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد الداخلي وقيمة أسهم المؤسسة ؛ شملت عينة الدراسة على 12 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا NSE لمدة 5 سنوات من مختلف القطاعات في الاقتصاد، كما تم استخدام وحدة الجذر الثابت و الانحدار المتعدد في تحليل البيانات المالية المستخرجة من التقارير السنوية، وتوصلت الدراسة إلى أن ربحية هناك تأثير للربحية على قيمة أسهم المؤسسات، كما كشفت النتائج على أن توزيعات الأرباح لها علاقة عكسية مع سعر السهم<sup>2</sup>.

**دراسة (Ozuomba Chidinma Nwamaka, 2017) بعنوان :****"Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria".**

تهدف هذه الدراسة إلى فحص و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات العامة في نيجيريا، من خلال القيام بدراسة تجريبية لمحددات العائد ، كما سعت الدراسة إلى اختبار الفروض الآتية : تحدد معلومات توزيعات الأرباح عن طريق المؤسسات، تؤثر تكلفة الوكالة بين المساهمين و الإدارة على نمط توزيع أرباح للمؤسسات، هناك تأثير لمختلف سياسات توزيعات الأرباح على أموال المساهمين، حيث تكونت عينة الدراسة

<sup>1</sup>Killion Otieon Amollo, " The Effect Of Dividend Policy On Firm Value For Commercial Banks In Kenya", October 2016.

<sup>2</sup> Egbeonu Oliver & others , "Effect of Dividend Policy on the Value of Firms (Emperical Study of Quoted Firms in Nigeria Stock Exchange)", Research Journal of Finance and Accounting , Vol.7, No.3, 2016.

من 10 مؤسسات خلال الفترة 1995 إلى 2015 المدرجة في بورصة نيجيريا، حيث تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية، وذلك باستخدام الانحدار مربعي العادي في تحليل البيانات الأولية و الانحدار المتعدد في تحليل البيانات الثانوية، كما توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تحافظ على دفعات الأرباح الثابتة ومتنامية، كما يمكن استخدام سياسة مشتركة من قبل جميع المؤسسات لتحديد قيمة المؤسسة، وأظهرت النتائج أن هناك علاقة كبيرة مترابطة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، مما يدل على أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير كبير على قيمة المؤسسات العامة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : التعقيب على الدراسات السابقة

من خلال هذه الدراسات المقدمة نلاحظ أنها تختلف من حيث النتائج، وهذا بسبب اختلاف المعطيات وخصائص الأسواق التي أجريت فيها هذه الدراسات، ومن بين أهم أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الدراسة و الدراسات السابقة هي كآتي:

#### التعقيب من حيث الهدف

اشتركت هذه الدراسة مع معظم دراسات السابقة في الهدف، والذي يتعلق بمعرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما اتفقت دراستنا مع دراسة (عبد الكريم بوحادرة) .

#### التعقيب من حيث العينة و الطريقة الإحصائية المستخدمة

اختلفت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في عينة الدراسة حيث طبقت على سوق دبي المالي بينما طبقت الدراسات السابقة على أسواق العربية المحيطة والأسواق الأجنبية، وكذلك نجد أن هناك اختلاف في حجم عينة دراستنا مقارنة مع الدراسات الأخرى (أقل من دراسات الأخرى )، ومن ضمن أوجه الاختلاف أيضا الفترة الزمنية التي تمت من خلالها أخذ عينة الدراسة، اشتركت الدراسة مع الدراسات السابقة في المتغيرين المستقلين يعكسان سياسة توزيع الأرباح هما التوزيعات النقدية و ربحية السهم، واختلفت في المتغيرة المستقلة الأسهم المجانية.

#### التعقيب من حيث النتائج

اتفقت أغلب الدراسات السابقة في النتائج المتوصل إليها، حيث توصلت أغلب الدراسات إلى أن نسبة توزيع أرباح الأسهم تؤثر إيجابا على قيمة المؤسسة.

<sup>1</sup> Ozuomba Chidinma Nwamaka , "Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria", International Journal of Management Excellence, Volume 8 No.2 February 2017.

## خلاصة الفصل :

قدمنا في هذا الفصل وبشكل موجز الإطار النظري لكل من سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، وذلك بالتطرق إلى أهم المفاهيم العامة حول سياسة توزيع الأرباح وكل ما يرتبط بها من أشكال وعوامل وإجراءات وكذلك تطرقنا إلى قيمة المؤسسة من مفهوم وطرق و العوامل المؤثرة عليها .

وبما أن هذا الموضوع أثار اهتمامات مفكري الإدارة المالية المعاصرة وجدت الكثير من التيارات التي نظمته مجموعة من النظريات تباين في الآراء فبعض هذه النظريات ينظر إلى عملية توزيع الأرباح مسألة لا بد منها وبنى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها يؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة، في حين يرى فريق آخر أن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للمؤسسة والسهم العادي، وفي الأخير تطرقنا إلى أهم الدراسات التي تم الإطلاع عليها والتي تمت على مستوى هذا الموضوع من خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى أن نقوم بدراسة حالة حول سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة من خلال الفصل الثاني والذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع .

## الفصل الثاني :

دراسة قياسية لتأثير سياسة

توزيع الأرباح على قيمة

المؤسسة

## تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري وذلك من خلال إلقاء نظرة على الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة والعديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بموضوع الدراسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية عن طريق اختيار عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي، وذلك من خلال تطبيق الانحدار الخطى المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير المتغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة لذلك سنتناول في هذا الفصل مبحثين أساسيين هما:

**المبحث الأول : الإطار العام للدراسة .**

**المبحث الثاني : تقديم نتائج الدراسة وتفسيرها .**

**المبحث الأول : الإطار العام للدراسة**

سنحاول في هذا المبحث تقديم مجتمع الدراسة، وذلك من خلال إعطاء لمحة عامة عن سوق دبي المالي وتقديم الهيكل التنظيمي للسوق و المؤسسات المدرجة وكذا المتعاملون في السوق كما تطرقنا إلى تقديم عينة الدراسة بحيث كان هذا في المطلب الأول أما في المطلب الثاني تم تقديم الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة .

**المطلب الأول : تقديم مجتمع وعينة الدراسة**

سنترك في هذا المطلب إلى التعرف ببورصة دبي والخطوات المتبعة من أجل الحصول على عينة لدراسة موضوعنا .

**الفرع الأول : مجتمع الدراسة**

يعد سوق دبي المالي أحد أهم أسواق دول الخليج العربي وهو جزء من سوق الإمارات العربية المتحدة التي تظم أيضا سوق أبو ظبي للأوراق المالية كما تم إنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 4 عام 2000، ليأتي بعد ذلك سوق دبي المالي خلال نفس السنة وهو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط .

**أولا : لمحة عامة حول سوق دبي المالي**

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق حيث تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم وتم طرح نسبة 20 % من رأسمال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا و متميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM) ، فسوق دبي

المالي يعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط الأمر الذي يعكس زيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة<sup>1</sup>.

### ثانيا : الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي

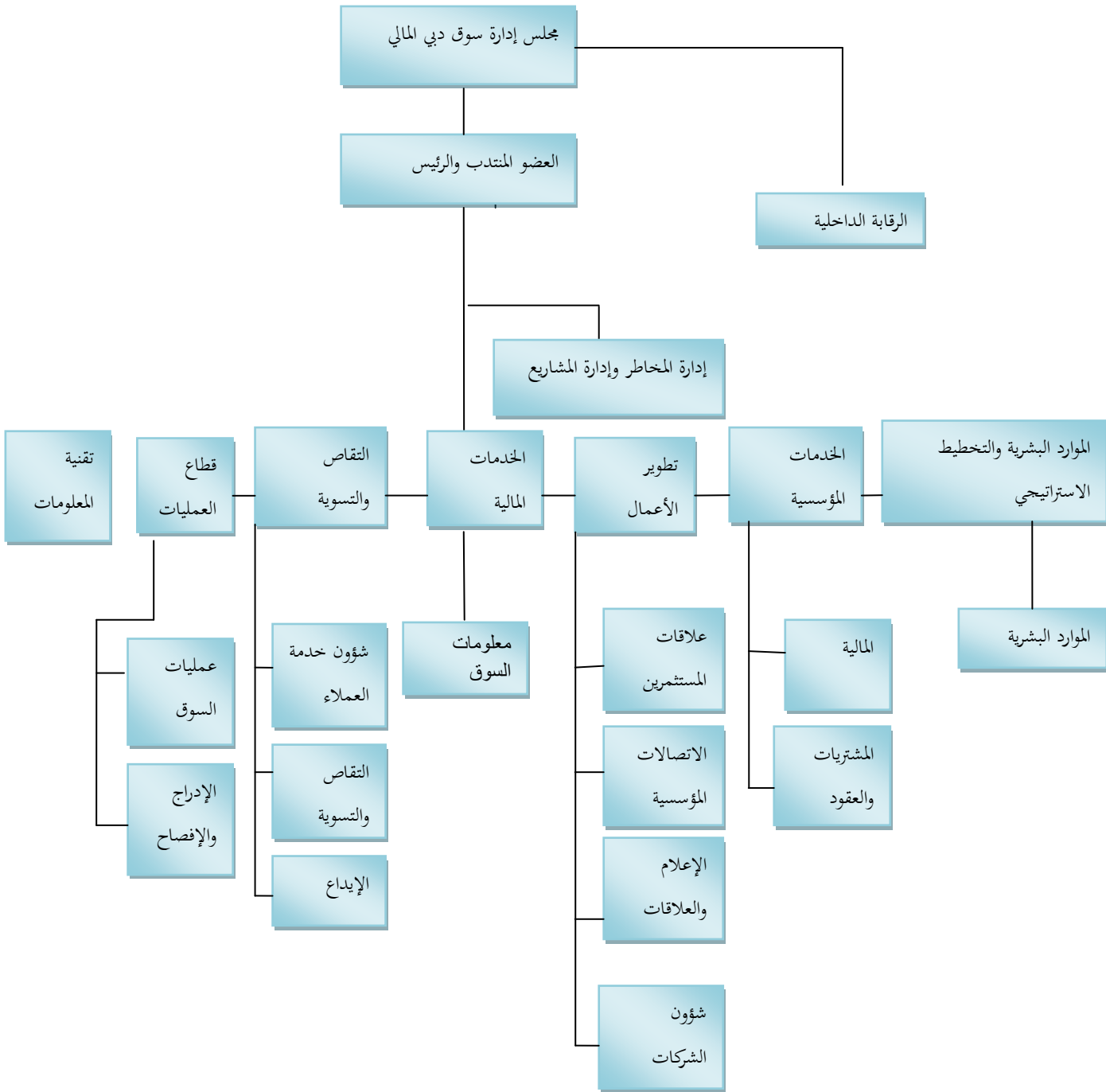
أجرى سوق دبي المالي في عام 2010 مجموعة من التغييرات على هيكله التنظيمي بهدف مواكبة الاحتياجات المتنامية للمتعاملين في السوق والارتقاء بخدماته وفق أفضل الممارسات العالمية، وتمتلك بورصة دبي وهي المؤسسة القابضة لسوق دبي المالي، نسبة 80% من أسهم السوق في حين يمتلك الجمهور 20% من أسهمه.

باعتبار سوق دبي المالي شركة مساهمة عامة مدرجة، فلهو مجلس إدارة ولجان منبثقة عن هذا المجلس وهو ما يساهم في زيادة الشفافية والكفاءة في كافة أعمال السوق من حيث الامتثال للشرعية والرقابة الداخلية والتدقيق يشتمل سوق دبي المالي على ستة دوائر رئيسية تركز على تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة : دائرة التقاص والتسوية والإيداع ودائرة العمليات ودائرة الخدمات المؤسسية ودائرة تطوير الأعمال، ودائرة الخدمات المالية ودائرة الموارد البشرية والتخطيط الاستراتيجي والشكل التالي يبين بنية الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>، بتاريخ 2019/3/28 .

<sup>2</sup> سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm/dfm-org-structure>، بتاريخ 2019/3/28.

الشكل رقم (1-2) : الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



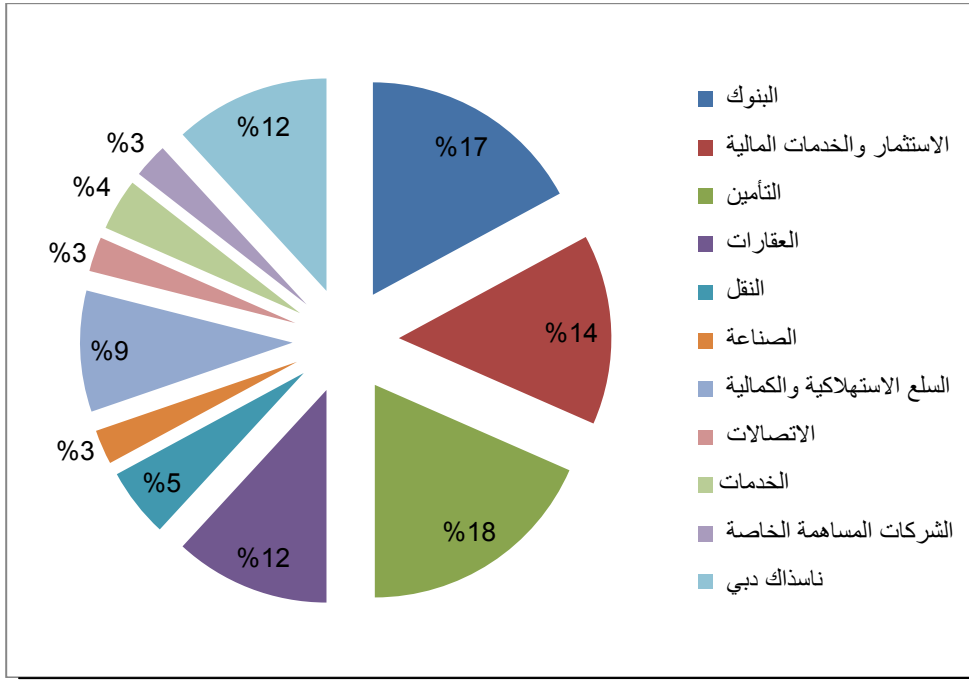
المصدر: سوق دبي المالي، - <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm/dfm-org-structure>

بتاريخ 2019/3/28 .

### ثالثا : المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي

ضم سوق دبي المالي 76 مؤسسة مدرجة مقسمة على عدة قطاعات وفق ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم (2-2) : التوزيع النسبي لمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي حسب القطاعات



المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج EXCEL وعلى البيانات المنشورة في موقع سوق دبي المالي.

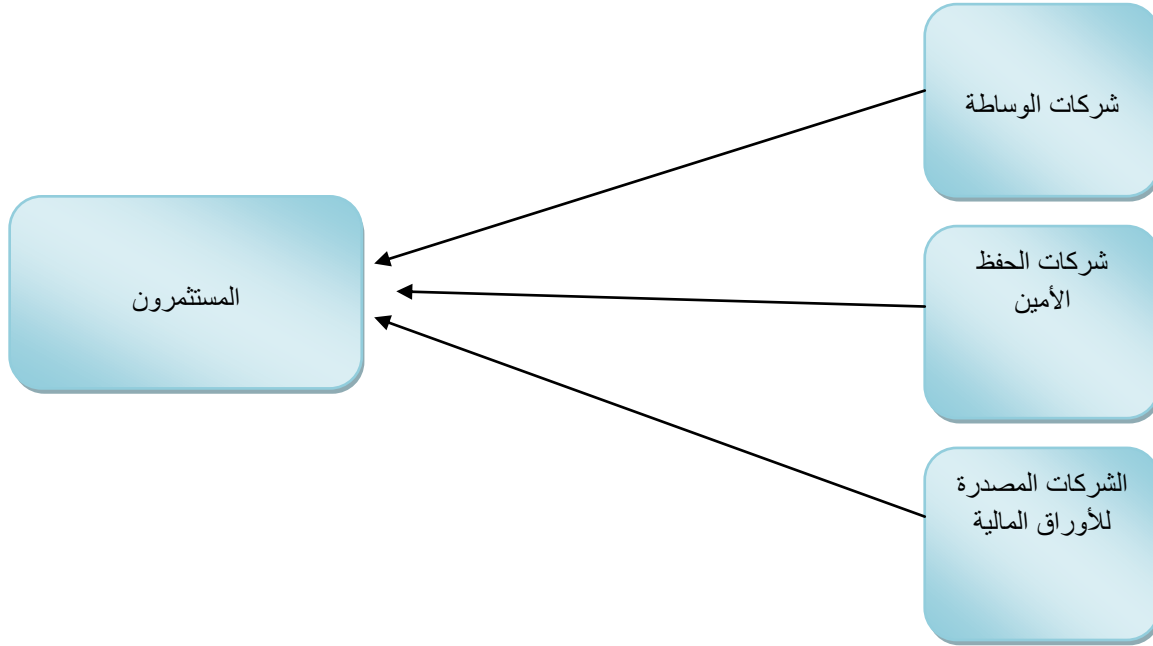
يبين الشكل البياني أعلاه التوزيع النسبي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي لسنة 2018 حيث نلاحظ أن كل من قطاعات التأمين، البنوك و الاستثمارات و الخدمات المالية تحتوى على نسبة كبيرة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي على غرار القطاعات الأخرى .

### رابعا : المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي

باعتبارها بورصة إقليمية رائدة تطبق أفضل الممارسات العالمية، وتخضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، يتم اختيار المتعاملين مع السوق وخاصة مؤسسات الوساطة ومؤسسات الحفظ الأمين المعتمدة، وفق معايير صارمة من شأنها حماية حقوق المستثمرين.

تشمل قائمة المتعاملين المعتمدين في السوق المستثمرين والمؤسسات المدرجة والوسطاء ومؤسسات الحفظ الأمين وجميعهم يلعبون دوراً رئيسياً ضمن هيكل السوق المالي<sup>1</sup>.

الشكل رقم (2-3) : يمثل الهيكل تنظيمي للمتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>.

بتاريخ 201/3/30 .

**1. المستثمرون :** يتوزع الاستثمار في سوق دبي المالي بين الاستثمار طويل الأجل والمضاربات، سواء كان فرداً أو مؤسسة فالمستثمر الذي يشتري أوراقاً مالية ويحتفظ بها لمدة طويلة بهدف الحصول على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمراً طويل الأجل أما المضاربة فهي عملية شراء وبيع يقوم بها مستثمرون في السوق للاستفادة من فروق الأسعار وتعتبر المضاربة ضرورية لسوق الأسهم لأنها تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب.

**2. الشركات المصدرة للأوراق المالية :** تعد شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي عصب النمو الاقتصادي، وذلك لاضطلاعها بالمشاريع الكبرى التي تعزز عنها قدرات الأفراد العاديين بسبب قدرتها على تجميع رؤوس الأموال الضخمة. بحيث هناك عدة أنواع من الشركات المساهمة، كشركة المساهمة العامة المحدودة، والشركة ذات المسؤولية المحدودة، وشركة التوصية بالأسهم.

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، دليل المستثمر، [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)، ص: 6.

**3. شركات الوساطة :** الوسيط هو شركة مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع للقيام بأعمال الوساطة في السوق وعقب تكامل العمليات مع ناسداك دبي في عام 2010، أصبح بمقدور المستثمرين الاعتماد على شركات الوساطة المشتركة لتداول الأوراق المالية في البورصتين باستخدام نفس رقم المستثمر للسوق .

**4. شركات الحفظ الأمين :** تعين غالبية المؤسسات الاستثمارية وبعض المستثمرين الأفراد أحد بنوك الحفظ الأمين لمتابعة وخدمة استثماراتهم في أسواق المال المختلفة.

وقد اعتمد سوق دبي المالي عدة شركات حفظ أمين مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع ويعمل سوق دبي المالي بشكل وثيق مع الوسطاء المعتمدين وشركات الحفظ الأمين لضمان حصول المستثمرين على أرقى الخدمات، وفي إطار التزامه المستمر إزاء المستثمرين يقوم سوق دبي المالي بجمع مقترحات المستثمرين وآرائهم من أجل تحسين وتطوير الخدمات المقدمة لهم من خلال الاستبيانات السنوية<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني : تقديم عينة الدراسة

من خلال هذا المطلب سيتم إعطاء وصف للعينة المختارة والشروط الواجب توفرها في المؤسسة لتشكيل العينة المختارة .

#### أولاً : العينة الأولية

بلغ عدد العينة الأولية للدراسة 76 مؤسسة هذا قبل استثناء مجموعة المؤسسات المالية الخاصة بقطاع البنوك والاستثمار والخدمات المالية والتأمين وشركات المساهمة الخاصة وناسداك دبي وكذا استثناء المؤسسات التي لا تتوفر على شروط ومعايير اختيارنا لعينة الدراسة حيث كانت شروط اختيارنا للعينة كالأتي :

1. أن تكون مؤسسة وطنية اقتصادية؛
2. أن تكون السنة المالية المعتمدة فيها من N/1/1 إلى N/12/31؛
3. أن تكون ملفاتها البيانية المنشورة من نوع PDF ؛
4. ألا تكون المؤسسات مالية أو مصرفية(بنوك ، تأمين،.....).

ويمكن توضيح ذلك في الجدول التالي :

<sup>1</sup> سوق دبي المالي، دليل المستثمر ، [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae) . ص: 6-7-8.

الجدول رقم(2-1): يوضح العينة الأولية للدراسة

النسبة المئوية %	عدد المؤسسات	البيان
100%	76	العينة الأولية
50%	38	مؤسسات القطاع المالي(قطاع البنوك الاستثمار والخدمات المالية، التأمين)
2.63%	2	شركات المساهمة الخاصة
11.84%	9	ناسداك دبي
10.63%	8	المؤسسات التي بياناتها مفقودة
1.32%	1	المؤسسات التي تقاريرها المالية ليست سنوية
76.32%	58	إجمالي المؤسسات المستثناة
23.68%	18	العينة النهائية

المصدر: من إعداد الطلبة

بعد مراعاتنا لهذه المعايير والشروط تم إلغاء مجموعة من المؤسسات حيث تحصلنا في الأخير على عينة مكونة من 18 مؤسسة من بين 76 مؤسسة أي أنه تم إلغاء حوالي 76.32% من المؤسسات نظرا لعدم توفرها على الشروط السابقة الذكر .

#### ثانيا : العينة النهائية :

تمثلت العينة النهائية لدراسة في 18 مؤسسة مدرجة بسوق دبي المالي موزعة على عدة قطاعات كما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم(2-2): يوضح العينة النهائية للدراسة

النسبة المئوية للمؤسسات من العينة %	عدد المؤسسات	القطاع
44.44%	8	قطاع العقارات
16.66%	3	قطاع النقل
5.56%	1	قطاع الصناعة
16.66%	3	قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية
5.56%	1	قطاع الاتصالات
11.11%	2	قطاع الخدمات
100%	18	المجموع

المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق رقم(01)

من خلال الجدول أعلاه، يتبين أن أكبر نسبة من المؤسسات التي تم دراستها كانت من قطاع العقارات بنسبة %44.44 تليها قطاعات النقل و قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية بنسب متساوية بلغت %16.6 ثم قطاع الخدمات بنسبة %11.11، وأخيرا قطاع الصناعة والاتصالات بأقل نسبة و كانت %5.56 .

### ثالثا : حدود الدراسة

تتمثل الحدود الزمنية للدراسة في 3 سنوات للفترة الممتدة ما بين 2015-2017 والتي تعتبر فترة كافية نوعا ما لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة (DPA, BPA, DG) على المتغير التابع (PRIX)، أما عن الحدود المكانية فتمثلت في سوق دبي المالي .

### رابعا : مصادر البيانات

تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الإلكترونية الخاصة بسوق دبي المالي وكذا التقارير السنوية للمؤسسات محل الدراسة، على اعتقادنا أن هذه المعلومات المنشورة بالمواقع الرسمية على الإنترنت تتمتع بالمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسة تجريبية .

### المطلب الثاني : المتغيرات و الأدوات المستخدمة في الدراسة

يتم في هذا المطلب تبيان كل من المتغيرات والأدوات التي نستعين بها من أجل الحصول على نتائج الدراسة لتحليلها.

### الفرع الأول :متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

### أولا :المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في قيمة المؤسسة و للحصول على أفضل تمثيل تم الاعتماد على متوسط سعر سهم السوق (متوسط سعر الإغلاق في نهاية الفترة) .

حيث تم حساب متوسط سعر سهم بالعلاقة التالية :

$$\text{prix} = \frac{\sum_{i=1}^n pi}{n}$$

حيث : =p سعر الإغلاق اليومي =n عدد الأيام في السنة

ثانيا :المتغيرات المستقلة:

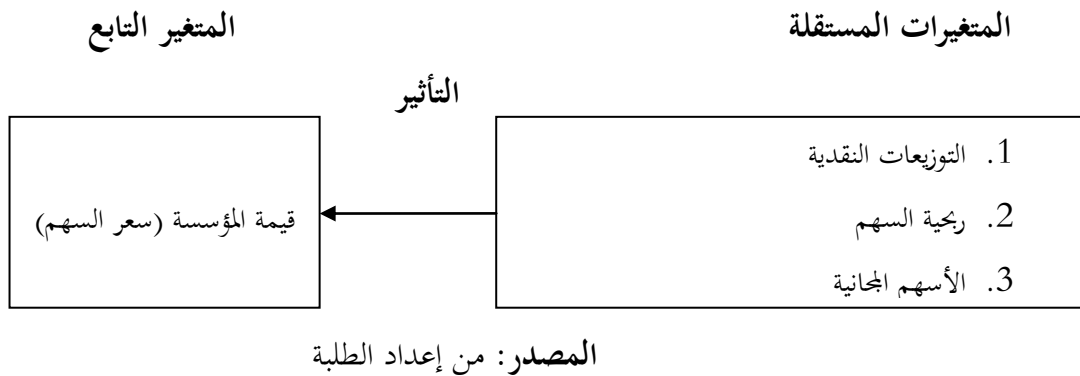
تم الاعتماد على 3 متغيرات مستقلة تتمثل في:

- ✓ التوزيعات النقدية DPA: ويعتبر مؤشر هام لسياسة توزيع الأرباح ويتم حسابه من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية ؛
- ✓ ربحية السهم BPA: ويعتبر مقياس لثروة المستثمر ويتم حسابه من خلال قسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم المكتتب بها ؛
- ✓ الأسهم المجانية DG: تتمثل في نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الاسمية للسهم.

ثالثا :نموذج الدراسة

نمثل نموذج دراستنا في الشكل التالي :

الشكل رقم (2-4): النموذج المقترح للدراسة



وفقا لنموذج الدراسة المقترح والذي يوضحه شكل أعلاه فإن نموذج دالة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة يبدو كما توضحه المعادلة التالية :

$$\text{Prix} : C + C1 \text{ DPA} + C2 \text{ BPA} + C3 \text{ DG}$$

حيث أن :

Prix : القيمة السوقية للسهم

DPA : التوزيعات النقدية للسهم الواحد

BPA : ربحية السهم الواحد

DG : الأسهم المجانية

## الفرع الثاني : الأسلوب و الأدوات المستخدمة في الدراسة

### أولا : أسلوب الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لإثبات مدى صحة فروض الدراسة، وذلك باختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ومن أجل ذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews10) و لتحليل النتائج المتحصل عليها من البرنامج الإحصائي (Panal data) استخدمنا طريقة الانحدار الخطي المتعدد لبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة خلال الفترة 2017/2015 وذلك بتطبيق نماذج معروفة حسب منهجية Panal وهي: نموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية، كما تم الاعتماد على برنامج EXEL لمعالجة البيانات، ومجموعة من الاختبارات تمثلت فيما يلي:

- 1- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة ؛
  - 2- اختبار جودة التوفيق ؛
  - 3- اختبار جودة النموذج (إحصائية فيشر) ؛
  - 4- اختبار Hausman ؛
  - 5- اختبار Breusch-Pagan LM ؛
  - 6- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء Durbin-Watson .
- كما تم استخدام أسلوب WHITE لتقدير النماذج الانحدارية لمعالجة مشكلة تجانس التباين .

### ثانيا :فرضيات الدراسة

نحاول في دراستنا التطرق لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث نحاول دراسة تأثير كل من سياسة التوزيعات النقدية و ربحية السهم و سياسة توزيع الأسهم المجانية على قيمة المؤسسة في إطار ما توفر لنا من بيانات وللإجابة على اشكالتنا الرئيسة نقوم باختبار الفرضيات التالية :

- H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وقيمة المؤسسة ؛
- H2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وقيمة المؤسسة ؛
- H3: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأسهم المجانية وقيمة المؤسسة .

## المبحث الثاني : تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة سيتم فيما يلي تحليل ومناقشة النتائج وهذا من خلال متغيرات الدراسة.

### المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

من خلال هذا المطلب سنقوم بعرض نتائج هذه الدراسة بناء على المعلومات التي قمنا بجمعها وحسابها.

### الفرع الأول : تحليل نتائج مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول أدناه نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة، والذي يتضمن المتغيرات المستقلة (DPA، DG)، (BPA) والمتغير التابع قيمة المؤسسة (PRIX).

الجدول رقم (2-3) : نتائج تحليل مصفوفة الارتباط

BPA	DPA	DG	PRIX	
-	-	-	1	PRIX
-	-	1	-0.08906	DG
-	1	-0.13156	-0.21188	DPA
1	-0.06328	0.02908	0.21241	BPA

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

كشفت نتائج مصفوفة معاملات الارتباط لبيانات مؤسسات سوق دبي المالي، عن وجود علاقة ارتباط ضعيفة جدا وسالبة بين المتغير التابع (PRIX) والمتغير المستقل (DG) (الأسهم المجانية)، وبدرجة أعلى نجد علاقة ارتباط ضعيفة وسالبة بين المتغير التابع (PRIX) والمتغير المستقل (DPA) (التوزيعات النقدية للسهم)، بينما تظهر النتائج وجود علاقة ضعيفة بين المتغير التابع (PRIX) والمتغير المستقل (BPA)، حيث بلغت معاملات الارتباط حوالي %8.91-، %21.19-، %21.24 على التوالي.

كذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقة بين بعض المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة ارتباط ضعيفة وسالبة بين الأسهم المجانية (DG) والتوزيعات النقدية للسهم (DPA)، حيث بلغ معامل الارتباط بالتقريب %13.16-، كذلك كشفت نتائج معاملات الارتباط عن وجود علاقة ارتباط سالبة وضعيفة جدا بين التوزيعات النقدية للسهم (DPA) وربحية السهم (BPA) بمعامل ارتباط %6.33-، بينما أظهرت النتائج عن استقلالية المتغيرين ربحية السهم (BPA) والأسهم المجانية (DG) وذلك ما يوضحه معامل الارتباط حيث بلغ نسبة ضعيفة جدا %2.91.

الفرع الثاني : النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم والأسهم المجانية

سنحاول في هذا الجزء دراسة النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة المتغيرات المستقلة لاختيار النموذج الأمثل للدراسة، الذي يوضح تأثير بين هذه المتغيرات، حيث سنقوم بالاختبارات ونعرضها في الجدول التالي :

الجدول رقم(2-4) : يوضح نتائج نماذج الانحدار لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم والأسهم المجانية

الانحدار التجميعي	الآثار الثابتة	الآثار العشوائية	
2.86429 * 0.0000	2.58634 * 0.0000	2.75414 * 0.0000	<b>C</b> المعنوية
-0.17042 * 0.0000	0.09393 0.2308	-0.04089 * 0.0024	<b>DPA</b> المعنوية
0.34420 0.2260	0.11521 *** 0.0556	0.13393 *** 0.0910	<b>BPA</b> المعنوية
-10.96566 *** 0.0959	2.80248 0.7040	1.93016 0.5681	<b>DG</b> المعنوية
0.04211	0.92412	-0.00256	<b>R<sup>2</sup></b>
0.17313	* 0.0000	0.42074	المعنوية
0.15516	2.42847	1.57189	<b>DW</b>

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملاحق رقم(2,3,4)

\* : معنوية عند 1% .

\*\* : معنوية عند 5% .

\*\*\* : معنوية عند 10% .

❖ اختيار النموذج الأحسن : نقوم هنا باختبارات المفاضلة بين نماذج الانحدار التي تساعدنا باختيار النموذج

الأحسن لتمثيل العلاقة بين المتغيرات، وذلك بتطبيق اختبار HAUSMAN واختبار Breusch-Pagan

.LM

• اختبار HAUSMAN : يسمح لنا هذا الاختبار المفاضلة بين نموذج انحدار الآثار العشوائية

من جهة ونموذج انحدار الآثار الثابتة من جهة أخرى.

نقبل نموذج انحدار الآثار العشوائية :  $H_0$

نقبل نموذج انحدار الآثار الثابتة :  $H_1$

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار ( Prob أكبر من 0.05) نرفض الفرضية  $H_1$  ونقبل الفرضية  $H_0$ ، حيث يمكن ملاحظة القيمة الاحتمالية للاختبار من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم(2-5) : يوضح اختبار HAUSMAN لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA و DG

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
1.00003		0.000000	Cross-section random

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن  $Prob=1.0000 > 0.05$  ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي أن النموذج العشوائي هو الملائم لإدخال جميع المتغيرات المستقلة.

• اختبار **Breusch-Pagan LM** : يسمح لنا هذا الاختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج انحدار الآثار العشوائية من جهة أخرى.

$H_0$  : نقبل نموذج الانحدار التجميعي

$H_1$  : نقبل نموذج انحدار الآثار العشوائية

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار ( Prob أكبر من 0.05) نرفض الفرضية  $H_1$  ونقبل الفرضية  $H_0$ ، ويمكن ملاحظة القيمة الاحتمالية للاختبار من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(2-6) : يوضح اختبار LM لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA و DG

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
40.37036 (0.0000)	1.034979 (0.3090)	39.33538 (0.0000)	Breusch-Pagan

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

من خلال الجدول أعلاه نجد أن  $Prob=0.0000 < 0.05$  حيث في هذه الحالة نقبل الفرضية  $H_1$  (نموذج انحدار الآثار العشوائية) ونرفض الفرضية  $H_0$  (نموذج الانحدار التجميعي)، ومنه النموذج الأحسن هو نموذج انحدار الآثار العشوائية.

من خلال الجدول رقم (2-4) يتبين لنا أن للمتغير المستقل DPA دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% و BPA عند 10% و DG ليست لديها معنوية، أما بالنسبة للنموذج ككل فليس له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لأن  $prob > 0.05$  ومنه يمكننا القول بأن النموذج المختار ليس له معنوية، لذا نقوم بإلغاء المتغيرة المتعلقة بالأسهم المجانية ونعيد تقدير النموذج.

### الفرع الثالث : النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم

بعد إلغاء المتغيرة المتعلقة بالأسهم المجانية تحصلنا على نتائج جديدة لنماذج التالية :

الجدول رقم (2-7) : يوضح نتائج نماذج الانحدار لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية

وربحية السهم

الانحدار التجميعي	الآثار الثابتة	الآثار العشوائية	
2.72767 0.0000	2.57470 0.0000	2.77190 0.0000	C المعنوية
-0.15268 0.0000	0.09716 0.2049	-0.04170 0.0005	DPA المعنوية
0.34911 0.1936	0.12088 0.0574	0.13766 0.1149	BPA المعنوية
0.04589 0.11869	0.92731 0.0000	0.01661 0.24890	$R^2$ المعنوية
0.13587	2.39208	1.561389	DW

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملاحق رقم (5,6,7)

### ❖ اختيار النموذج الأحسن

نقوم هنا باختبارات المفاضلة بين نماذج الانحدار التي تساعدنا باختيار النموذج الأحسن لتمثيل العلاقة بين المتغيرات، وذلك بتطبيق اختبار HAUSMAN واختبار Breusch-Pagan LM .

- اختبار HAUSMAN : يسمح لنا هذا الاختبار المفاضلة بين نموذج انحدار الآثار العشوائية من جهة ونموذج انحدار الآثار الثابتة من جهة أخرى.

الجدول رقم(2-8) : يوضح اختبار HAUSMAN لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
1.00002		0.000000	Cross-section random

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

نلاحظ من خلال الجدول رقم أعلاه أن  $Prob=1.0000 > 0.05$  ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي أن النموذج العشوائي هو الملائم لإدخال جميع المتغيرات المستقلة.

- اختبار Breusch-Pagan LM : يسمح لنا هذا الاختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج انحدار الآثار العشوائية من جهة أخرى.

الجدول رقم(2-9) : يوضح اختبار LM لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA

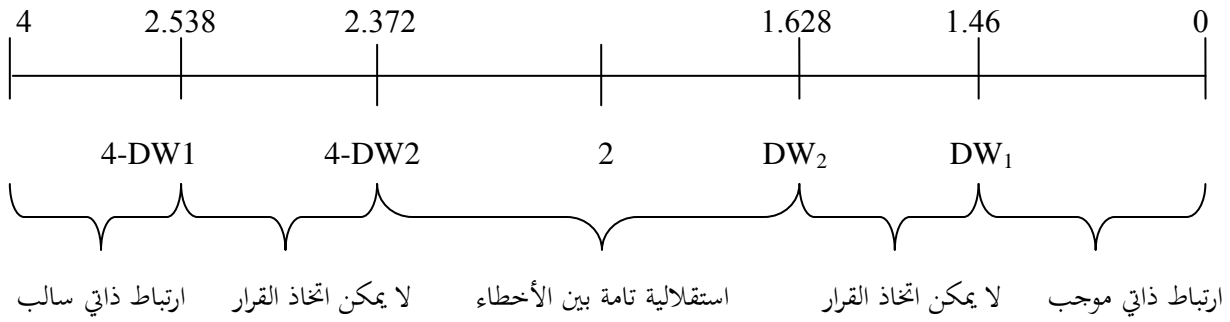
Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
43.58551 (0.0000)	1.158487 (0.2818)	42.42702 (0.0000)	Breusch-Pagan

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

من خلال الجدول أعلاه نجد أن  $Prob=0.0000 < 0.05$  حيث في هذه الحالة نقبل الفرضية  $H_1$  (نموذج انحدار الآثار العشوائية) ونرفض الفرضية  $H_0$  (نموذج الانحدار التجميعي)، ومنه النموذج الأحسن هو نموذج انحدار الآثار العشوائية.

قبل القيام بالاختبارات الإحصائية نلاحظ من خلال الجدول أعلاه إن هناك مشكلة في قيمة Durbin-Watson stat والتي تساوي 1.561389، لهذا يجب علينا القيام باختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الذي يمكننا من ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه، فالشكل التالي يوضح القيم الجدولية الاختيارية والتي تشير إلى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى الموجب أو السالب :

الشكل رقم (2-5) : يوضح مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson



المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على جدول Durbin-Watson

من الشكل يتضح لنا انه هناك مشكلة في قيمة Durbin-Watson sta فهي تقع في المنطقة التي لا يمكن فيها اتخاذ القرار لهذا سنقوم بإجراء التصحيح من الدرجة الأولى.

#### الفرع الرابع : النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم بعد التصحيح

بما أنه ليس لنموذج المختار معنوية إحصائية ووجود مشكل في إحصائية DW قمنا بإجراء التصحيح من الدرجة الأولى.

#### 1. نتائج نموذج الانحدار التجميعي

يمكن توضيح نتائج الانحدار التجميعي في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-10) : يوضح نتائج الانحدار التجميعي بعد التصحيح

Dependent Variable: D(PRIX)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/21/19 Time: 10:18				
Sample (adjusted): 2016 2017				
Periods included: 2				
Cross-sections included: 17				
Total panel (balanced) observations: 34				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.2649	1.135519	0.067601	0.076763	C
0.5124	0.662745	0.033136	0.021961	D(DPA)
0.0000	5.389947	0.035926	0.193641	D(BPA)
0.021768	Mean dependent var	0.146752	R-squared	
0.719783	S.D. dependent var	0.091704	Adjusted R-squared	
2.168179	Akaike info criterion	0.685986	S.E. of regression	
2.302858	Schwarz criterion	14.58789	Sum squared resid	
2.214109	Hannan-Quinn criter.	-33.85905	Log likelihood	
2.002551	Durbin-Watson stat	2.665888	F-statistic	
		0.085440	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية للتوزيعات النقدية (DPA) لان (prob) أكبر من 0.05) على عكس ربحية السهم (BPA) التي تدل على أن هناك دلالة إحصائية أي أن (prob) أقل من 0.05).

## 2. نتائج نموذج الآثار العشوائية

يمكن توضيح نتائج الآثار العشوائية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(2-11) : يوضح نتائج الآثار العشوائية بعد التصحيح

Dependent Variable: D(PRIX)				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 03/21/19 Time: 10:13				
Sample (adjusted): 2016 2017				
Periods included: 2				
Cross-sections included: 17				
Total panel (balanced) observations: 34				
Swamy and Arora estimator of component variances				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.2649	1.135519	0.067601	0.076763	C
0.5124	0.662745	0.033136	0.021961	D(DPA)
0.0000	5.389947	0.035926	0.193641	D(BPA)
Effects Specification				
Rho	S.D.			
	0.0000	0.000000Cross-section random		
	1.0000	0.704539Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
0.021768	Mean dependent var	0.146752R-squared		
0.719783	S.D. dependent var	0.091704Adjusted R-squared		
14.58789	Sum squared resid	0.685986S.E. of regression		
2.002551	Durbin-Watson stat	2.665888F-statistic		
		0.085440Prob(F-statistic)		

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية لكل من التوزيعات النقدية (DPA) لان (prob) أكبر من 0.05) أما ربحية السهم (BPA) تثبت وجود دلالة إحصائية وهذا لأن (prob) اقل من 0.05) .

### 3. نتائج نموذج الآثار الثابتة

يمكن توضيح نتائج الآثار الثابتة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2-12) : يوضح نتائج الآثار الثابتة بعد التصحيح

Dependent Variable: D(PRIX)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/18/19 Time: 22:10				
Sample (adjusted): 2016 2017				
Periods included: 2				
Cross-sections included: 17				
Total panel (balanced) observations: 34				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.4252	0.819681	0.126044	0.103316	C
0.9501	-0.063690	0.194425	-0.012383	D(DPA)
0.0238	2.515204	0.109170	0.274586	D(BPA)
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
0.021768	Meandependent var	0.564505	R-squared	
0.719783	S.D. dependent var	0.041911	Adjusted R-squared	
	Akaike info			

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية للتوزيعات النقدية (DPA) لان (prob) أكبر من 0.05 على عكس ربحية السهم (BPA) التي تدل على أن هناك دلالة إحصائية أي أن (prob) أقل من 0.05 .

#### ❖ اختيار النموذج الأحسن

نقوم هنا باختبارات المفاضلة بين نماذج الانحدار التي تساعدنا باختيار النموذج الأحسن لتمثيل العلاقة بين المتغيرات، وذلك بتطبيق اختبار HAUSMAN واختبار Breusch-Pagan LM .

- اختبار HAUSMAN : يسمح لنا هذا الاختبار المفاضلة بين نموذج انحدار الآثار العشوائية من جهة ونموذج انحدار الآثار الثابتة من جهة أخرى.

الجدول رقم (2 - 13) : يوضح اختبار HAUSMAN لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA بعد

التصحيح

Correlated Random Effects - Hausman Test		
Equation: EQ01		
Test cross-section random effects		
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic Test Summary
1.0000	2	0.000000 Cross-section random

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن  $Prob=1.0000 > 0.05$  ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي أن النموذج العشوائي هو الملائم لإدخال جميع المتغيرات المستقلة .

- اختبار **Breusch-Pagan LM** : يسمح لنا هذا الاختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج انحدار الآثار العشوائية من جهة أخرى.

الجدول رقم (2-14) : يوضح اختبار LM لقيمة المؤسسة بدلالة BPA و DPA بعد التصحيح

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
0.718921 (0.3965)	0.657365 (0.4175)	0.061556 (0.8041)	Breusch-Pagan

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن  $Prob=0.3965 > 0.05$  ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم لإدخال جميع المتغيرات المستقلة .

❖ الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر : نظرا لغياب معنوية بعض المعلمات فإن النموذج غير صالح للتنبؤ، وبالرغم من ذلك هناك مستوى معنوية للنموذج ككل عند 10% بين كل من BPA وقيمة المؤسسة هذا ما يدل على وجود متغيرات أخرى مهمة لم تدخل في الدراسة.

أ- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة

$$H_0 : B_0=0$$

$$H_1 : B_0 \neq 0$$

انطلاقا من الجدول رقم(2-10) نلاحظ أن Prob للتوزيعات النقدية للسهم هي 0.5124 أي أكبر من 0.05 ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$  أي أن المعلمة المقدرة  $B_0=0$  ومنه يمكن قبول الفرضية  $H_0$ ، أي أن ليس للمعلمة دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، بينما Prob لربحية السهم هي 0.0000 أي أقل من 0.05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة المقدرة  $B_0$  تختلف معنويا عن الصفر ومنه يمكن قبول الفرضية  $H_1$ ، أي أن المعلمة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، كما أن للمعلمة مستوى معنوية عند 1% أحسن من 5%.

ب- جودة التوفيق

نلاحظ انطلاقا من الجدول رقم(2-10) أن  $R\text{-squared}=0.091704$  أي المتغيرات المستقلة تفسر 9.17% من التغيرات الكلية للمتغير التابع وهذا معناه أن النسبة المتبقية هي 90.83% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

ت- اختبار جودة النموذج (إحصائية فيشر)

من خلال الجدول رقم(2-10) نجد أن  $\text{Prob}(F\text{-statistic})=0.085440 > 0.05$ ، ومنه لا توجد دلالة إحصائية للنموذج عند مستوى معنوية 5%، وإنما للنموذج معنوية عند 10%.

ث- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال إحصائية Durbin-Watson stat والتي تساوي 2.002551، حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، فهذه الإحصائية موجودة في منطقة قبول الفرضية  $H_0$  أي فرضية الاستقلالية، وهذا ما يتضح من خلال الشكل رقم (2-5).

المطلب الثاني : مناقشة النتائج

بناء على ما توصلنا إليه من نتائج لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات المدرجة في بورصة دبي على قيمة المؤسسة (سعر السهم)، وعليه سوف نقوم بتحليل وتفسير هذه النتائج على ضوء النظريات ومقارنة بنتائج الدراسات السابقة كما يلي :

- كشفت النتائج المتحصل عليها من الجدول رقم (2-4) عن وجود متغيرين لسياسة توزيع الأرباح ( التوزيعات النقدية و ربحية السهم) لهما تأثيرين ودلالة إحصائية على المتغير التابع (سعر السهم)، أما المتغير المتعلق بالأسهم المجانية فقد كانت له دلالة ايجابية دون دلالة إحصائية، مما يدل على عدم وجود علاقة بين سياسة الأسهم المجانية مع قيمة المؤسسة (سعر السهم)، وبالرغم من ذلك فلم يكن للنموذج ككل معنوية إحصائية ؛
- بعد إلغاء متغيرة الأسهم المجانية وإجراء التصحيح من الدرجة الأولى للنموذج ( بسبب عدم وجود معنوية للنموذج ووجود مشكل في إحصائية DW) أسفرت النتائج عن وجود علاقة طردية دون دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية (DPA) وقيمة المؤسسة، وهو ما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع، ويمكن أن يرجع السبب إلى ضعف التوزيعات النقدية التي تقوم بها المؤسسات المدرجة في سوق دبي بالنسبة للمستثمر الإماراتي أو بسبب المشاريع التي تقوم بها تلك المؤسسات بالتالي المستثمر الإماراتي يفضل احتجاز الأرباح واستثمارها أي أنه يفضل الثروة على السيولة النقدية ؛
- أسفرت النتائج عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ربحية (BPA) السهم وقيمة المؤسسة (PRIX) بحيث كلما زادت BPA بوحدة واحدة تزيد قيمة المؤسسة ب 0.19364 وحدة ؛
- توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح ( التوزيعات النقدية، ربحية السهم) تؤثر بشكل ضعيف جدا على قيمة المؤسسة الاقتصادية من خلال نتائج النموذج العام ؛ حيث تبين النتيجة أن هذه السياسة تفسر 9% من التغيرات الكلية لقيمة المؤسسة، أي أن ما نسبته 91% تفسره متغيرات أخرى، وتتفق إلى حد ما مع ما جاءت به نظرية ميلرو وموديجلياني عن عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ؛
- يتأثر سعر السهم بربحية السهم أما توزيعات الأرباح النقدية وسياسة الأسهم المجانية ليست لها علاقة بسعر السهم، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن المستثمر في سوق دبي المالي يهتم بربحية السهم أكثر من اهتمامه بنصيب السهم من التوزيعات النقدية، وهذه النتيجة تدعم دراسة **Emeni, Francis** ودراسة **Kehinde, & Ogbulu** ؛
- يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية للسهم وسعر السهم إلى أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لان هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبيناه في الدراسة، أو لأسباب أخرى ؛
- إن النتائج المتوصل إليها تتفق مع نظرية التمييز الضريبي لأن هذه النظرية تدعو إلى احتجاز أكبر قدر من الأرباح بدلا من توزيعها بسبب التمييز الضريبي ؛

- تتنافى النتائج المتحصل عليها مع نظرية العصفور في اليد لان هذه النظرية تفضل التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها لاحقا.

## خلاصة الفصل

تم التطرق في الفصل الثاني إلى تقديم سوق دبي المالي، حيث قمنا بعرض لمحة عامة عن سوق دبي المالي وهيكله التنظيمي، الشركات المدرجة فيه وكذا المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي فسوق دبي المالي هو عبارة عن شركة مساهمة عامة تأسست في إمارة دبي بالإمارات العربية المتحدة بموجب القرار الوزاري رقم 62 لسنة 2007 الصادر عن وزارة الاقتصاد بتاريخ 2007/2/6.

ونظراً لأهمية هذا السوق، قمنا بدراسة عينة من الشركات المدرجة في هذا السوق، حيث تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد باستخدام برنامج EViews10 من أجل اختبار فرضيات الدراسة، والتي تم التوصل فيها إلى أنه يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ولكن من خلال تأثير ربحية السهم الواحد على سعر السهم السوقي فقط، أي أنه ليس لنصيب السهم من توزيعات النقدية تأثير على القيمة السوقية للسهم، مما يعني أن المستثمرون في سوق دبي المالي يهتمون بربحية السهم الواحد أي أنهم يفضلون الاحتفاظ بأرباحهم في المؤسسة، يمكن إرجاع ذلك إلى أن المؤسسات الاقتصادية قيد الدراسة تقوم بالتوزيعات بشكل منخفض وعدم استعمال أهم أشكال التوزيعات التي تؤثر على القيمة السوقية .

الخاتمة العامة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح وتأثيره على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، على اعتبار أن قرار توزيع الأرباح يعتبر من بين أهم القرارات الإستراتيجية المؤثرة على قيمة المؤسسة وذلك باختيار عينة مكونة من 18 مؤسسة مدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 2015/2017 في محاولة للإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث و المتمثلة في : إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح المتخذة من قبل المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي على قيمة المؤسسة؟ حيث قمنا بمعالجة هذه الإشكالية عبر فصلين باستخدام المناهج المذكورة سابقا، كما تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

للتعبير عن متغيرات الدراسة تم أخذ متغير نصيب السهم من توزيعات النقدية و متغير ربحية السهم الواحد وكذا متغير الأسهم المجانية كمتغيرات مستقلة للتعبير عن سياسة توزيع الأرباح فيما تم أخذ متغير سعر السهم السوقى كمتغير تابع للتعبير عن قيمة السهم السوقية للمؤسسة وبهذا تم التوصل إلى نتائج البحث واختبار فرضياته وإعطاء توصيات وأفاق الدراسة.

### أولا : النتائج النظرية

✓ تتمثل سياسة توزيع الأرباح في تقدير النسب الواجب دفعها إلى المستثمرين على شكل أرباح موزعة ، وكذا نسبة الأرباح الواجب احتجازها في المؤسسة على شكل أرباح محتجزة بغية استغلالها و إعادة استثمارها في تمويل مشاريعها المستقبلية ومختلف عمليات النمو المسطرة من قبلها، كما تحدد هذه السياسة كذلك شكل التوزيعات المقرر إجراؤها إما على شكل نقدي أو تجزئة الأسهم... إلخ

✓ إن هدف أي مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها أو لجميع الأطراف المهتمة بها ، وهذا راجع لأهمية القيمة لدى أي مؤسسة.

### ثانيا : النتائج التطبيقية

✓ أظهرت نتائج الدراسة عن عدم وجود دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية للأرباح و قيمة المؤسسة ، وهو ما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع ، ويمكن ان يرجع السبب إلى ضعف التوزيعات النقدية التي تقوم بها المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ، بحيث تتفق هذه النتيجة مع نظرية "M&M" (مودجلياني و ميلر ) وتختلف مع نظرية العصفور في اليد لان هذه النظرية تفضل التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها وتوزيعها لاحقا.

وبهذا نرفض الفرضية الأولى ونكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الأولى .

✓ كما أظهرت نتائج الدراسة في حدود العينة المختارة، انه تم التوصل أيضا إلى أن ربحية السهم الواحد تؤثر على قيمة السهم السوقية للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، ويرجع ذلك إلى أن المستثمر في سوق دبي المالي يهتم بربحية السهم أكثر . ، وهذه النتيجة تدعم دراسة **Francis Kehinde** و بهذا نقبل الفرضية الثانية، و نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثانية.

✓ كذلك من خلال هذه الدراسة التطبيقية، تم التوصل أيضا إلى أن الأسهم المجانية لا تؤثر على قيمة السوقية للسهم وهذا في حدود العينة المختارة بسوق دبي المالي، وليس لها معنوية إحصائية . وبهذا نرفض الفرضية الثالثة، و نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثالثة .

من خلال إثباتنا ونفيها للفرضيات الجزئية و إجابتنا على الأسئلة الجزئية، نكون قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية بحيث تبين لنا أنه لا يوجد تأثير للتوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم مجانية على سعر السهم (قيمة المؤسسة) أي أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة، وكما توصلت الدراسة إلى أن ربحية السهم هي أكثر المتغيرات تأثيرا على قيمة المؤسسة من خلال دراسة العينة المختارة خلال فترة الدراسة، مما يعني أن المستثمرون في سوق دبي المالي يهتمون بربحية السهم الواحد أي أنهم يفضلون الاحتفاظ بأرباحهم في المؤسسة.

### ثالثا : توصيات الدراسة وأفاق البحث

بناء على ما تم تقديمه و ما تم التوصل اليه في هذه الدراسة استخلصنا مجموعة من توصيات والأفاق لدراسة تمثلت فيما يلي :

- 1- إعادة اجراء هذه الدراسة مع العمل على إضافة بعض متغيرات اخرى جديدة لهذه لدراسة مثل متغير إعادة شراء الأسهم...
- 2- محاولة إعادة هذه الدراسة لكن بتوسيع فترة الدراسة وكذا توسيع عينة الدراسة .
- 3- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع المالي والمصرفي .
- 4- محاولة دراسة موضوع سياسة توزيع الأرباح من الناحية الإسلامية.(من المنظور الإسلامي).
- 5- محاولة بعض المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي التنوع في سياسات توزيع الأرباح من أجل جذب المستثمرين .

وفي الأخير قد تم بعون الله إتمام هذا العمل ، الذي نرجو أن نكون قد وفقنا في إنجازه ، والله ولي

التوفيق .

المراجع

### أولاً : المراجع باللغة العربية :

#### الكتب العلمية :

1. آمنة بنت مهنا السندي، توزيع الأرباح في شركة المساهمة، "دراسة مقارنة"، دار الكتاب الجامعي النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2017.
2. دريد كمال آل شيب، إدارة مالية-الشركات المتقدمة- دار اليازوري العلمية لنشر و التوزيع الأردن، 2010.
3. عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
4. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية لنشر والتوزيع، عمان الأردن.
5. على فلاح الزعبي، أحمد دودين، الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال، دار اليازوري العلمية لنشر والتوزيع، 2016.

#### الرسالات :

1. إكرام سبيحي، تحليل اثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبة، تخصص مالية المؤسسات جامعة قاصدي مرياح -ورقلة-2016/2015.
2. حسين محمد قشطه، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في برنامج المحاسبة والتمويل بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية بغزة، 2017.
3. حميدة رمضان، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة، 2011-2012.
4. حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي دراسة إختبارية وحديثة المرضى CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/2009، رسالة ماجستير، غير منشورة، ورقلة، 2010/2011.

5. رشيد حفصي، دراسة وتحليل اثر سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-2016.
6. صباح أسامة علي شراب، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية\* دراسة تطبيقية\*، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غزة ، فلسطين ، يوليو . 2006
7. عبد الكريم بوحادرة ،"أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة : دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم"، رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2012/2011.
8. علي بن الضب، 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 2008-2006، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غ منشورة، جامعة ورقلة، 2009-2008.

### المجلات العلمية :

1. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار النشر الكتاب الثقافي، 2012.
2. أرشد فؤاد مجيد التميمي، "المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة" دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي، جامعة الإسراء الخاصة ، عمان-الأردن، 2005.
3. بريس عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013.
4. دعاء فوزي شبيطة وفايز سليم حداد، "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم" دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 37، العدد 01، عمان، 2010 .
5. سعود جايد مشكور، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم و أثرها في تحديد قيمة الشركة : "بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة دراسات الكوفة، العدد 50، العراق، 2018.
6. عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/04.

7. عصام عبد الهادي أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصية) في ميزان الفقه الإسلامي دار النشر للجامعات مصر، 2006.

8. عدنان سالم قاسم، "تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح وأثره على سعر السهم دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية"، عمان، 2009-2013.

المواقع الإلكترونية :

1. سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>

2. سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm/dfm-org-structure>.

3. سوق دبي المالي، [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae).

4. سوق دبي المالي، <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية :

1. Ather Azim Khan and al, " Dividend Policy and Stock Prices – A Case of KSE-100 Index Companies", 2001-2010, <https://pdfs.semanticscholar.org>.
2. Egbeonu Oliver & others, "Effect of Dividend Policy on the Value of Firms (Emperical Study of Quoted Firms in Nigeria Stock Exchange)" , Research Journal of Finance and Accounting , Vol.7, No.3, 2016.
3. Emeni ,Francis Kehinde ,& Ogbulu, " The Effect of Dividend Policy on the Market Value of Firms in the Financial Services Sector in Nigeria",Archives of Business Research , Vol.3 , No.4 , August- 25 – 2015.
4. Kanwal Iqbal Khan, " Effect of Dividends on Stock Prices– A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan", 2001-2010, <https://www.umt.edu.pk/icobm2012>.
5. Killion Otieon Amollo, " The Eeffect Of Dividend Policy On Firm Value For Commercial Banks In Keny", October 2016.
6. Mohammad Hashemijoo and al , " The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market", Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 4, No. 1,2012.

7. Ozuomba Chidinma Nwamaka , "Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria", International Journal of Management Excellence, Volume 8 No.2 February 2017.
8. Sorin Gabriel Anton, " The Impact Of Dividend Policy On Firm Value. A Panel Data Analysis Of Romanian Listed Firms ", Journal of Public Administration, Finance and Law , 2001–2011, <http://www.jopafl.com/uploads/issue10>.

الملاحق

الملحق رقم (1): معلومات أساسية للمؤسسات لعينة الدراسة

اسم الشركة	تاريخ تأسيسها	رمز الشركة	الموقع الرسمي لها
قطاع العقارات			
أرابنتك القابضة	29 نوفمبر 2004	ARTC	<a href="http://www.arabtecholding.com">http://www.arabtecholding.com</a>
ديار لتطوير	6 يناير 2001	DEYAAR	<a href="http://www.deyaar.ae">http://www.deyaar.ae</a>
دريك آند سكل انترناشيونال	16 نوفمبر 2008	DSI	<a href="http://www.drakescul.com">http://www.drakescul.com</a>
إعمار العقارية	23 يونيو 1997	EMAAR	<a href="http://www.emaar.com">http://www.emaar.com</a>
إتحاد العقارية	28 أكتوبر 1993	UPP	<a href="http://www.up.ae">http://www.up.ae</a>
إعمار مولز	28 ديسمبر 2005	EMAARMALLS	/
دماك العقارية دبي	20 يونيو 1976	DAMAC	<a href="http://www.damacproperties.com">http://www.damacproperties.com</a>
إعمار للتطوير	02 أبريل 2003	EMAARDEV	<a href="http://www.emaardevelopment.com">http://www.emaardevelopment.com</a>
قطاع النقل			
العربية للطيران	3 مارس 2003	AIRARABIA	<a href="http://www.airarabia.com">www.airarabia.com</a>
أرامكس	15 يونيو 2005	ARMX	<a href="http://www.aramex.com">http://www.aramex.com</a>
الخليج للملاحة القابضة	15 مارس 2003	GULFNAV	<a href="http://www.gulfnav.com">http://www.gulfnav.com</a>
قطاع الصناعة			
الإسمنت الوطنية	10 أبريل 1968	NCC	<a href="http://www.nationalcement.ae">http://www.nationalcement.ae</a>
قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية			
إمارات للمرطبات	01 يناير 1980	ERC	<a href="http://www.erc.ae">http://www.erc.ae</a>
ماركة	23 يونيو 2014	MARKA	<a href="http://www.markaholding.com">www.markaholding.com</a>
دي أكس بي	12 يوليو 2012	DXBE	<a href="http://dxbentertainments.com">http://dxbentertainments.com</a>
قطاع الاتصالات			
إمارات للاتصالات	28 ديسمبر 2005	DU	<a href="http://www.du.ae">www.du.ae</a>
قطاع الخدمات			
الوطنية للتبريد مركزي	10 يونيو 1998	TABREED	<a href="http://www.tabreed.ae">http://www.tabreed.ae</a>
أمانات القابضة	17 نوفمبر 2014	AMANAT	<a href="http://www.amanat.ae">http://www.amanat.ae</a>

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع بورصة دبي

## الملحق رقم (2): نتائج النموذج التجميعي

Dependent Variable: PRIX				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/21/19 Time: 08:17				
Sample: 2015 2017				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 51				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	26.10296	0.109731	2.864293	C
0.0000	-55.37512	0.003078	-0.170421	DPA
0.2260	1.226822	0.280565	0.344203	BPA
0.0959	-1.699227	6.453322	-10.96566	DG
2.746600	Mean dependent var		0.099586	R-squared
2.015239	S.D. dependent var		0.042112	Adjusted R-squared
4.271513	Akaike info criterion		1.972350	S.E. of regression
4.423029	Schwarz criterion		182.8377	Sum squared resid
4.329412	Hannan-Quinn criter.		-104.9236	Log likelihood
0.155167	Durbin-Watson stat		1.732730	F-statistic
			0.173132	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

## الملحق رقم (3): نتائج نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: PRIX				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/21/19 Time: 08:19				
Sample: 2015 2017				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 51				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	51.90192	0.049831	2.586349	C
0.2308	1.223220	0.076791	0.093932	DPA
0.0556	1.991765	0.057847	0.115218	BPA
0.7040	0.383565	7.306401	2.802480	DG+
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
2.746600	Mean dependent var	0.954477	R-squared	
2.015239	S.D. dependent var	0.924128	Adjusted R-squared	
1.953545	Akaike info criterion	0.555095	S.E. of regression	
2.749003	Schwarz criterion	9.243904	Sum squared resid	
2.257513	Hannan-Quinn criter.	-28.81540	Log likelihood	
2.428479	Durbin-Watson stat	31.45028	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

## الملحق رقم (4): نتائج نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: PRIX				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/21/19 Time: 08:20				
Sample: 2015 2017				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 51				
Swamy and Arora estimator of component variances				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	8.979765	0.306705	2.754140	C
0.0024	-3.209824	0.012739	-0.040891	DPA
0.0910	1.725337	0.077626	0.133930	BPA
0.5681	0.574941	3.357157	1.930168	DG
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9300	2.023425 Cross-section random			
0.0700	0.555095 Idiosyncratic random			
Weighted Statistics				
0.441639	Mean dependent var	0.057585 R-squared		
0.554887	S.D. dependent var	-0.002569 Adjusted R-squared		
14.18940	Sum squared resid	0.549456 S.E. of regression		
1.571897	Durbin-Watson stat	0.957295 F-statistic		
		0.420740 Prob(F-statistic)		
Unweighted Statistics				
2.746600	Mean dependent var	0.040915 R-squared		
0.114527	Durbin-Watson stat	194.7513 Sum squared resid		

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

الملحق رقم (5): نتائج نموذج التجميعي بعد إستثناء الأسهم المجانية

Dependent Variable: PRIX Method: Panel Least Squares Date: 03/21/19 Time: 10:32 Sample: 2015 2017 Periods included: 3 Cross-sections included: 18 Total panel (unbalanced) observations: 52 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected) WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	45.72449	0.059654	2.727671	C
0.0000	-13.35864	0.011430	-0.152683	DPA
0.1936	1.318074	0.264864	0.349110	BPA
2.715718	Mean dependent var	0.083313	R-squared	
2.007773	S.D. dependent var	0.045897	Adjusted R-squared	
4.240907	Akaike info criterion	1.961156	S.E. of regression	
4.353479	Schwarz criterion	188.4606	Sum squared resid	
4.284064	Hannan-Quinn criter.	-107.2636	Log likelihood	
0.135872	Durbin-Watson stat	2.226669	F-statistic	
		0.118692	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

الملحق رقم (6): نتائج نموذج الانحدار الأثار الثابتة بعد إستثناء الأسهم المجانية

Dependent Variable: PRIX				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/21/19 Time: 10:34				
Sample: 2015 2017				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 52				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	46.90768	0.054889	2.574703	C
0.2049	1.294000	0.075091	0.097168	DPA
0.0574	1.971045	0.061332	0.120888	BPA
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
2.715718	Mean dependent var	0.954393	R-squared	
2.007773	S.D. dependent var	0.927314	Adjusted R-squared	
1.894048	Akaike info criterion	0.541303	S.E. of regression	
2.644527	Schwarz criterion	9.376290	Sum squared resid	
2.181764	Hannan-Quinn criter.	-29.24526	Log likelihood	
2.392089	Durbin-Watson stat	35.24454	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

الملحق رقم (7): نتائج نموذج الآثار العشوائية بعد إستثناء الأسهم المجانية

Dependent Variable: PRIX				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 03/21/19 Time: 10:33				
Sample: 2015 2017				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 18				
Total panel (unbalanced) observations: 52				
Swamy and Arora estimator of component variances				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	9.668454	0.286695	2.771901	C
0.0005	-3.718892	0.011214	-0.041702	DPA
0.1149	1.604896	0.085779	0.137667	BPA
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9297	1.968197Cross-section random			
0.0703	0.541303Idiosyncratic random			
Weighted Statistics				
0.436559	Mean dependent var	0.055182R-squared		
0.552814	S.D. dependent var	0.016618Adjusted R-squared		
14.28572	Sum squared resid	0.539949S.E. of regression		
1.561389	Durbin-Watson stat	1.430916F-statistic		
		0.248904Prob(F-statistic)		
Unweighted Statistics				
2.715718	Mean dependent var	0.045232R-squared		
0.113636	Durbin-Watson stat	196.2896Sum squared resid		

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

الملحق رقم (8): الجدول الإحصائي Durbin Watsen stat بنسبة

Durbin-Watson Statistic: 5 Per Cent Significance Points of dL and dU

n	k=1		k=2		k=3		k=4		k=5		k=6		k=7		k=8		k=9		k=10	
	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU
6	0.610	1.400	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
7	0.700	1.356	0.467	1.896	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
8	0.763	1.332	0.559	1.777	0.367	2.287	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
9	0.824	1.320	0.629	1.699	0.455	2.128	0.296	2.568	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
10	0.879	1.320	0.697	1.641	0.525	2.016	0.376	2.414	0.243	2.822	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
11	0.927	1.324	0.758	1.604	0.595	1.928	0.444	2.283	0.315	2.645	0.203	3.004	---	---	---	---	---	---	---	---
12	0.971	1.331	0.812	1.579	0.658	1.864	0.512	2.177	0.380	2.506	0.268	2.832	0.171	3.149	---	---	---	---	---	---
13	1.010	1.340	0.861	1.562	0.715	1.816	0.574	2.094	0.444	2.390	0.328	2.692	0.230	2.985	0.147	3.266	---	---	---	---
14	1.045	1.350	0.905	1.551	0.767	1.779	0.632	2.050	0.505	2.296	0.389	2.572	0.286	2.848	0.200	3.111	0.127	3.360	---	---
15	1.077	1.361	0.946	1.543	0.814	1.750	0.685	1.977	0.562	2.220	0.447	2.471	0.343	2.727	0.251	2.979	0.175	3.216	0.111	3.438
16	1.106	1.371	0.982	1.539	0.857	1.728	0.734	1.935	0.615	2.157	0.502	2.388	0.398	2.624	0.304	2.860	0.222	3.090	0.155	3.504
17	1.133	1.381	1.015	1.536	0.897	1.710	0.779	1.900	0.664	2.104	0.554	2.318	0.451	2.537	0.356	2.757	0.272	2.975	0.198	3.584
18	1.158	1.391	1.046	1.535	0.933	1.696	0.820	1.872	0.710	2.060	0.603	2.258	0.502	2.461	0.407	2.668	0.321	2.873	0.244	3.673
19	1.180	1.401	1.074	1.536	0.967	1.685	0.859	1.848	0.752	2.023	0.649	2.206	0.549	2.396	0.456	2.589	0.369	2.783	0.290	3.774
20	1.201	1.411	1.100	1.537	0.998	1.676	0.894	1.828	0.792	1.991	0.691	2.162	0.595	2.339	0.502	2.521	0.416	2.704	0.336	3.885
21	1.221	1.420	1.125	1.538	1.026	1.669	0.927	1.812	0.829	1.964	0.731	2.124	0.637	2.290	0.546	2.461	0.461	2.633	0.380	3.906
22	1.239	1.429	1.147	1.541	1.053	1.664	0.958	1.797	0.863	1.940	0.769	2.090	0.677	2.246	0.588	2.407	0.504	2.571	0.424	3.935
23	1.257	1.437	1.168	1.543	1.078	1.660	0.986	1.785	0.895	1.920	0.804	2.061	0.715	2.208	0.628	2.360	0.545	2.514	0.465	3.970
24	1.273	1.446	1.188	1.546	1.101	1.656	1.013	1.775	0.925	1.902	0.837	2.035	0.750	2.174	0.666	2.318	0.584	2.464	0.506	3.994
25	1.288	1.454	1.206	1.550	1.123	1.654	1.038	1.767	0.953	1.886	0.868	2.013	0.784	2.144	0.702	2.280	0.621	2.419	0.544	3.996
26	1.302	1.461	1.224	1.553	1.143	1.652	1.062	1.759	0.979	1.873	0.897	1.992	0.816	2.117	0.735	2.246	0.657	2.379	0.581	3.973
27	1.316	1.469	1.240	1.556	1.162	1.651	1.084	1.753	1.004	1.861	0.925	1.974	0.845	2.093	0.767	2.216	0.691	2.342	0.616	3.970
28	1.328	1.476	1.255	1.560	1.181	1.650	1.104	1.747	1.028	1.850	0.951	1.959	0.874	2.071	0.798	2.188	0.723	2.309	0.649	3.931
29	1.341	1.483	1.270	1.563	1.198	1.650	1.124	1.743	1.050	1.841	0.975	1.944	0.900	2.052	0.826	2.164	0.753	2.278	0.681	3.906
30	1.352	1.489	1.284	1.567	1.214	1.650	1.143	1.739	1.071	1.833	0.998	1.931	0.926	2.034	0.854	2.141	0.782	2.251	0.712	3.863
31	1.363	1.496	1.297	1.570	1.229	1.650	1.160	1.735	1.090	1.825	1.020	1.920	0.950	2.018	0.879	2.120	0.810	2.226	0.741	3.833
32	1.373	1.502	1.309	1.574	1.244	1.650	1.177	1.732	1.109	1.819	1.041	1.909	0.972	2.004	0.904	2.102	0.836	2.203	0.769	3.806
33	1.383	1.508	1.321	1.577	1.258	1.651	1.193	1.730	1.127	1.813	1.061	1.900	0.994	1.991	0.927	2.085	0.861	2.181	0.796	3.781
34	1.393	1.514	1.333	1.580	1.271	1.652	1.208	1.728	1.144	1.808	1.079	1.891	1.015	1.978	0.950	2.069	0.885	2.162	0.821	3.757
35	1.402	1.519	1.343	1.584	1.283	1.653	1.222	1.726	1.160	1.803	1.097	1.884	1.034	1.967	0.971	2.054	0.908	2.144	0.845	3.736
36	1.411	1.525	1.354	1.587	1.295	1.654	1.236	1.724	1.175	1.799	1.114	1.876	1.053	1.957	0.991	2.041	0.930	2.127	0.868	3.716
37	1.419	1.530	1.364	1.590	1.307	1.655	1.249	1.723	1.190	1.795	1.131	1.870	1.071	1.948	1.011	2.029	0.951	2.112	0.891	3.697
38	1.427	1.535	1.373	1.594	1.318	1.656	1.261	1.722	1.204	1.792	1.146	1.864	1.088	1.939	1.029	2.017	0.970	2.098	0.912	3.680
39	1.435	1.540	1.382	1.597	1.328	1.658	1.273	1.722	1.218	1.789	1.161	1.859	1.104	1.932	1.047	2.007	0.990	2.085	0.932	3.664
40	1.442	1.544	1.391	1.600	1.338	1.659	1.285	1.721	1.230	1.786	1.175	1.854	1.120	1.924	1.064	1.997	1.008	2.072	0.952	3.649
45	1.475	1.566	1.430	1.615	1.383	1.666	1.336	1.720	1.287	1.776	1.238	1.835	1.189	1.895	1.139	1.958	1.089	2.022	1.038	3.608
50	1.503	1.585	1.462	1.628	1.421	1.674	1.378	1.721	1.335	1.771	1.291	1.822	1.246	1.875	1.201	1.930	1.156	1.986	1.110	3.544
55	1.528	1.601	1.490	1.641	1.452	1.681	1.414	1.724	1.374	1.768	1.334	1.814	1.294	1.861	1.253	1.909	1.212	1.959	1.170	3.510
60	1.549	1.616	1.514	1.652	1.480	1.689	1.444	1.727	1.408	1.767	1.372	1.808	1.335	1.850	1.298	1.894	1.260	1.939	1.222	3.484
65	1.567	1.629	1.536	1.662	1.503	1.696	1.471	1.731	1.438	1.767	1.404	1.805	1.370	1.843	1.336	1.882	1.301	1.923	1.266	3.464
70	1.583	1.641	1.554	1.672	1.525	1.703	1.494	1.735	1.464	1.768	1.433	1.802	1.401	1.838	1.369	1.874	1.337	1.910	1.305	3.448
75	1.598	1.652	1.571	1.680	1.543	1.709	1.515	1.739	1.487	1.770	1.458	1.801	1.428	1.834	1.399	1.867	1.369	1.901	1.339	3.435
80	1.611	1.662	1.586	1.688	1.560	1.715	1.534	1.743	1.507	1.772	1.480	1.801	1.453	1.831	1.425	1.861	1.397	1.893	1.369	3.425
85	1.624	1.671	1.600	1.696	1.575	1.721	1.550	1.747	1.525	1.774	1.500	1.801	1.474	1.829	1.448	1.857	1.422	1.886	1.396	3.416
90	1.635	1.679	1.612	1.703	1.589	1.728	1.566	1.751	1.542	1.776	1.518	1.801	1.494	1.827	1.469	1.854	1.445	1.881	1.420	3.409
95	1.645	1.687	1.623	1.709	1.602	1.732	1.579	1.755	1.557	1.778	1.535	1.802	1.512	1.827	1.489	1.852	1.465	1.877	1.442	3.403
100	1.654	1.694	1.634	1.715	1.613	1.736	1.592	1.758	1.571	1.780	1.550	1.803	1.528	1.826	1.506	1.850	1.484	1.874	1.462	3.400
150	1.720	1.747	1.706	1.760	1.693	1.774	1.679	1.788	1.665	1.802	1.651	1.817	1.637	1.832	1.622	1.846	1.608	1.862	1.593	1.877
200	1.758	1.779	1.748	1.789	1.738	1.799	1.728	1.809	1.718	1.820	1.707	1.831	1.697	1.841	1.686	1.852	1.675	1.863	1.665	1.874

# الفهرس

الفهرس

الصفحة	العنوان
III	الإهداء
IV	الشكر
VI	ملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: الأدبيات نظرية والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة
03	المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة
03	الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح
03	أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
04	ثانياً: إجراءات سياسة توزيع الأرباح
04	ثالثاً: أشكال سياسة توزيع الأرباح
06	رابعاً: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
07	الفرع الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة
08	أولاً: مفهوم القيمة
08	ثانياً: طرق تحديد قيمة المؤسسة
10	ثالثاً: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة
11	المطلب الثاني: المقاربة النظرية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
11	الفرع الأول: التيار المعارض لوجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
12	أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

12	ثانيا: نظرية فان هورن
12	الفرع الثاني: التيار المؤيد لوجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
12	أولا: دراسة والتر
13	ثانيا: نظرية ملائمة التوزيعات
13	الفرع الثالث: النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
13	أولا: نظرية التمييز الظريبي
14	ثانيا: نظرية الإشارة
14	ثالثا: نظرية الزبون
14	رابعا: نظرية الوكالة
14	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
15	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
19	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
22	المطلب الثالث : التعقيب على الدراسات السابقة
23	خلاصة الفصل
24	الفصل الثاني: الدراسة القياسية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
25	تمهيد
26	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
26	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
26	الفرع الأول: مجتمع الدراسة
26	أولا: لمحة عامة حول سوق دبي المالي
27	ثانيا: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي
29	ثالثا: المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي
29	رابعا: المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي
31	الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة
31	أولا: العينة الأولية
32	ثانيا: العينة النهائية
33	ثالثا: حدود الدراسة

33	رابعاً: مصادر البيانات
33	المطلب الثاني: المتغيرات و الأدوات المستخدمة في الدراسة
33	الفرع الأول: متغيرات الدراسة
33	أولاً: المتغير التابع
34	ثانياً: المتغيرات المستقلة
34	ثالثاً: نموذج الدراسة
35	الفرع الثاني: الأسلوب و الأدوات المستخدمة في الدراسة
35	أولاً: أسلوب الدراسة
35	ثانياً: فرضيات الدراسة
36	المبحث الثاني : تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
36	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
36	الفرع الأول: تحليل نتائج مصفوفة الإرتباط
37	الفرع الثاني: النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم والأسهم المجانية
39	الفرع الثالث : النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم
41	الفرع الرابع : النماذج القياسية لقيمة المؤسسة بدلالة التوزيعات النقدية وربحية السهم بعد التصحيح
46	المطلب الثاني: مناقشة النتائج
49	خلاصة الفصل
50	الخاتمة العامة
53	الملاحق
62	قائمة المراجع
66	الفهرس