

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA

The effect of dividend policy on company market value: An econometric study of the companies listed in the Dow Jones (DJIA) Index

ط.د. ترفاس جمال الدين

جامعة 20 أوت، 1955، سكيكدة، الجزائر

tde-m18@hotmail.com

تاريخ القبول: 2019/02/10

د. قدام جمال

جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر

Keddam_djamel2002@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2018/12/03

الملخص: هدفت الدراسة لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى اختبار بعض محددات هذه الأخيرة، وللوصول لهذا الهدف تم إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج خط الانحدار المتعدد لبيانات البانل، حيث تمت الدراسة على المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز DJIA الأمريكي الذي يضم 30 مؤسسة على فترة زمنية ممتدة من 2007 إلى 2017 وبالتالي نكون أمام بيانات البانل ذات بعدين. كما تم إجراء الاختبارات اللازمة التي أعطت نموذج الآثار الثابتة (Effect Model) (Fixed) والذي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى (LSDV). توصلت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المفسرة كان لها دلالة إحصائية ما عدا متغير نمو الأصول؛ حيث كان تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح (DPS) و (EPS) إيجابيا وذو معنوية، كما كان للمتغيرات الضابطة والمتمثلة في الرفع المالي، حجم المؤسسة والربحية التشغيلية تأثير إيجابي ذو معنوية على القيمة السوقية للسهم في حين كان للعائد على حقوق الملكية تأثير سلبي ذو معنوية. **الكلمات المفتاحية:** القيمة السوقية للسهم، سياسة توزيع الأرباح، الربح الموزع للسهم، ربحية السهم، مؤشر DJIA، بيانات البانل.

Abstract: The study aimed to test the impact of the distribution policy of dividends on the stock market value and some latter's determinants. To achieve this goal, an econometric study was carried out based on the multi regression model of panel data. The study was conducted on the companies listed in the Dow Jones American Index which contains 30 companies over a period of time from 2007 to 2017 and thus we faced two-dimensional data case. The necessary tests were performed and retained a fixed effect model that was estimated using the least squares method (LSDV).

The study shows that all the explanatory variables have a statistical signification except the asset growth variable. The effect of the DPS and EPS variables was positive and significant. The control variables which are composed of leverage, company size, operational profitability have a positive effect on the stock market value while return on equity has a significant negative impact.

Key Words: Stock Market Value, Dividend Policy, Dividend Per Share, Earnings Per Share, DJIA Index, panel data.

JEL Classification : C23, G12, G35.

*مرسل المقال: قدام جمال (Keddam_djamel2002@yahoo.fr).

المقدمة:

لقد شغلت نسبة الأرباح الواجب توزيعها على المساهمين عقول الباحثين في مالية المؤسسة، فإدارة هذه الأخيرة تسعى دائما لخدمة مصلحة مساهميها من خلال تعظيم ثروتهم وهو ما يستوجب توزيع ما يرضي هؤلاء من الأرباح. ليس هذا فقط، بل يجب على الإدارة التفكير أيضا في احتجاز ما يكفي من الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة. وعليه يعتبر قرار توزيع الأرباح معقدا جدًا لأن له علاقة بقرار الاستثمار من جهة وقرار التمويل من جهة أخرى، لذلك يجب دراسة تأثير هذه القرارات على بعضها البعض وتأثيرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة التي تعكس هدف تعظيم ثروة الملاك.

إشكالية الدراسة: إن تحقيق هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم يستوجب دراسة تأثير كل العوامل التي من شأنها التعظيم أو التخفيض من هذه القيمة، وقد اهتم العديد من الباحثين بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح خاصة على تقلبات السعر السوقي للسهم غير أن نتائج دراساتهم غير متجانسة؛ فدراسة Baskin (1989) تشير إلى وجود علاقة سلبية بين المتغيرين في حين شككت دراسة Hussainey & al (2011) في هذه النتيجة من خلال بعض النماذج القياسية. وعلى هذا الأساس يجب طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر DJIA ؟

فرضيات الدراسة: للإجابة على هذه الإشكالية تم وضع الفرضيتين التاليتين:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم DPS والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر DJIA؛

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم EPS والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر DJIA.

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم ولتحقيق هذا الهدف يجب تحقيق الأهداف التالية:

- اختبار طبيعة العلاقة الموجودة بين الربح الموزع للسهم DPS والقيمة السوقية له؛

- اختبار طبيعة العلاقة الموجودة بين ربحية السهم EPS والقيمة السوقية له؛

- اختبار طبيعة العلاقة الموجودة بين الخصائص المالية للمؤسسة والقيمة السوقية لأسهمها.

المنهجية المتبعة: للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج التحليلي في تحليل العلاقة النظرية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم مع تحليل نتائج الدراسة القياسية، كما تم اعتماد المنهج الإحصائي في اختبار العلاقة بين المتغيرين.

الأدوات المستعملة: لاختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم تم الاعتماد على نماذج البانل من خلال نموذج خط الانحدار المتعدد أين تمت الدراسة على المؤسسات الثلاثين المدرجة في مؤشر DJIA خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017 أي 11 سنة.

1. تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم:

تمثل سياسة توزيع الأرباح أحد القرارات الاستراتيجية التي من شأنها التأثير على مستقبل المؤسسة، هذه السياسة لها اتجاهين متناقضين فالمساهمون (خاصة مهم الصغار) يفضلون توزيع الأرباح للحصول على العوائد أما المسكرون فيفضلون احتجاز هذه الأرباح لتمويل المشاريع الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة. ولا تزال السياسة المثلى لتوزيع الأرباح محل اختلاف بين الباحثين وهو ما دفع (Black 1976) بتسميته باللغز (dividend puzzle).

1.1. سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة التأكد التام:

بدأ النقاش بافتراض حيادية سياسة توزيع الأرباح حيث توصلت دراسة (Modigliani & Miller 1961) إلى أن المستثمرين لا يباليون إذا ما قامت الشركة بتوزيع الأرباح أو احتجازها، ففي الحالة الأولى يتحصل المساهم على التوزيع لكن لا يطرأ أي تغيير على ثروته، لأن قيمة السهم ستتخفف بنفس مقدار الربح الموزع، أما في الحالة الثانية فلا يطرأ أي تعديل على القيمة السوقية للسهم لأن الربح يبقى بحوزة الشركة، ففي كلتا الحالتين يبقى للمستثمر نفس الثروة (Thauvron, 2009, p. 140). وعلى العكس من ذلك يرى الباحثان أن توزيع الأرباح هنا ليس له تأثير على ثروة المستثمر لكن له تأثير سلبي على القيمة السوقية للسهم لأن هذه الأخيرة تنخفض بنفس قيمة التوزيعات ما يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

أما دراسة (Gordon 1962) فتوصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة السهم حتى في ظل فرضية كفاءة سوق رأس المال، لأن المستثمرين يفضلون التوزيعات النقدية الحالية على الأرباح الرأسمالية المستقبلية لكون المخاطر المرتبطة بهذه الأخيرة كبيرة، وأضاف أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح والسعر السوقي للسهم حتى في ظل تساوي معدل العائد الداخلي مع معدل العائد المطلوب (Hashemijoo & al, 2012).

2.1. سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة عدم التأكد:

طور (Gordon 1962) نموذجا ثانيا أطلق عليه تسمية عصفور في اليد (Bird in Hand Model) يرى من خلاله أن لسياسة توزيع الأرباح تأثيرا على قيمة الشركة، ولتأكيد وجهة نظره قدم نموذجا يقوم على فكرة مؤداها أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه، وعليه إذا كانت قيمة الشركة تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات على فرض أن الشركة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام لآخر. كما يقوم نموذج (Gordon 1962) على فكرة العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد، أي أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات، أما إذا تجاهلنا العلاقة بين الزمن ودرجة التأكد وهو أمر يترتب عليه ثبات معدل الخصم، فإن سياسة التوزيعات لا يكون لها أثر على القيمة السوقية للأسهم العادية (هندي، 2007، ص. 679). وأثبتت وجهة نظر (Gordon 1962) أن توزيع الأرباح سيساعد على حل مشكلة عدم التأكد لدى المستثمرين الذين يرون أن توزيع الأرباح

عبارة عن عصفور في اليد وأن الأرباح الرأسمالية عبارة عن عصفور في الغصن (Jakata & Nyamugure, 2013).

3.1. سياسة توزيع الأرباح في ظل وجود الضرائب:

في ظل وجود الضرائب تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالضريبة على التوزيعات، وعلى هذا الأساس يجب على الشركات تخفيض التوزيعات إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة أسهمها (زرقون، 2010). وحتى في ظل تساوي معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية يعطي احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها مرونة أكبر للمستثمر، إذ يمكنه من تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية إذا ما قرر الاحتفاظ بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع. وبالتالي كلما طال فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة وكذا القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود وبالنتيجة ترتفع القيمة السوقية للسهم وتزداد جاذبيته لدى المستثمرين. وقد توصلت دراسات Litzenberger & Ramaswamy (1979) و (Poterba & Summers 1986, 1987) إلى أن تكلفة رأس المال تتأثر بالضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، فعندما يفضل المستثمرون الأرباح الرأسمالية على التوزيعات يكون لتوزيع قيمة كبيرة من الأرباح تأثير سلبي على تكلفة رأس المال. وبالمقابل توصلت دراسات Black & Scholes (1974) و Miller & Scholes (1978) إلى أن الضرائب ليس لها تأثير على تكلفة رأس المال (Bellalah, p. 3).

4.1. سياسات التوزيع في ظل وجود تكاليف الإصدار والمعاملات:

يرتبط بعملية إصدار الأسهم والسندات تكاليف معاملات مثل تكلفة إصدار وترويج الأوراق المالية، بالإضافة إلى تكاليف المعاملات الخاصة بالإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات، ما يعني أن التمويل الخارجي سيكون أكثر تكلفة من التمويل الداخلي، وعلى ذلك سوف تكون الأرباح المحتجزة مصدرا أكثر جاذبية للشركات مقارنة بالتمويل الخارجي (الحناوي ومصطفى، 2008، ص. 340). كما يشير M & M (1961) إلى أن المستثمر بإمكانه بناء سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة لتوزيعات المؤسسة غير أن هناك العديد من الأسباب التي تعقد نوعا ما هذه العملية. يتمثل السبب الأول في وجود تكلفة المعاملات التي يدفعها المستثمر للسماسة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع الأوراق المالية علما أن جزءا كبيرا من تكلفة المعاملات هو من النوع الثابت، فإذا ما قرر المستثمر بيع عدد صغير من الأسهم ستكون تكاليف المعاملات مرتفعة. أما السبب الثاني هو وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية ما يعني أن المستثمر سيكون مضطرا لبيع جزء من الاستثمارات فوق احتياجه، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء، بعبارة أخرى قد يكون من الأفضل للمستثمر أن تتبع المؤسسة سياسة توزيع تناسبه بدلا من قيامه بتشكيل هذه السياسة نظرا لتكلفة المعاملات (هندي، 2007، ص. 371).

5.1. نظرية الإشارة وسياسة توزيع الأرباح:

يشير معظم الباحثين وعلى رأسهم Miller & Rock (1985) إلى أن إدارة المؤسسة تملك معلومات أكثر دقة وسرية حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة مقارنة بالأطراف الأخرى وهو ما يخلق فجوة بين الإدارة والمستثمرين. لذلك يمكن للمستثمرين استعمال الإعلان عن توزيعات الأرباح كإشارة للسوق المالي حول المستقبل الجيد للمؤسسة وتدفعات الخزينة الواعدة في المستقبل القريب (Shah & Noreen, 2016). وفي نفس السياق تشير دراسة Pettit (1972) إلى أن قيمة التوزيعات تحمل معلومات مهمة حول الاستحقاقات المستقبلية التي تعكسها القيمة السوقية للأسهم، فارتفاع قيمة التوزيعات يمكن أن يفسر على أنه إشارة مالية جيدة واستحقاقات مستقبلية مباشرة والعكس صحيح. بالمقابل يلاحظ Lintner (1956) أن المسيرين يتحفظون من تخفيض التوزيعات حتى وإن كان ذلك ضرورياً، كما أنهم لا يرفعون من قيمتها إلا إذا كانوا يعتقدون أن الأرباح سترتفع بصفة مستمرة (Hussainey & al, 2011). وفي دراسة Asquith & Mullins (1983) على عينة من 168 مؤسسة تدفع توزيعات لأول مرة أو بعد 10 سنوات من التوقف عن دفعها درس الباحثان أداء الأسهم قبل وبعد الإعلان عن التوزيعات بـ 10 أيام وتوصلا إلى أن أداء الأسهم يحقق عوائد غير عادية بـ 7.3% خلال اليومين المواليين للإعلان عن التوزيعات. وتؤكد دراسة Amihud & Murgia (1997) أن تغير قيمة توزيعات الأرباح يعطي إشارة مالية حول الاستحقاقات المستقبلية، وتوصلت الدراسة إلى تحقيق عوائد غير عادية تقدر بـ 0.965% في حالة ارتفاع التوزيعات وانخفاض غير عادي في العوائد يقدر بـ 1.73% في حالة انخفاض توزيعات الأرباح (Hashimijoo, 2012).

6.1. نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح:

حسب Ross & al (2008) تنشأ تكلفة الوكالة بين إدارة المؤسسة ومساهميها عندما تعمل هذه الأخيرة على خدمة مصلحتها الشخصية بدلا من تعظيم ثروة مساهميها، وهذا عكس ما يشير إليه M & M (1961) اللذان يفترضان أن إدارة المؤسسة هي وكيل مثالي عن المساهمين ولا يوجد أي تضارب في المصالح بين الطرفين (Shah & Noreen, 2016)، هذه التكاليف يتحملها المساهمون وبالنتيجة سيطلب هؤلاء بتوزيعات أكبر للأرباح في حال وجود تدفق نقدي متاح. كما يمكن أن تنشأ تكلفة الوكالة بين حملة الأسهم والسندات، فالمساهمون عادة ما يطالبون بتوزيعات أكبر للأرباح في حين يطالب حملة السندات بتوزيعات أقل للمحافظة على السيولة الكافية لتسديد التزامات الديون وهذا بوضع قيود في عقد القرض تضمن تحقيق ذلك (Hussainey & al, 2011). كما تشير دراسة Kalay (1982) إلى أن توزيع الأرباح في حالة المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية يمكن أن يؤدي إلى تحويل ثروة الدائنين إلى المساهمين، ودرس طبيعة الشروط الحمائية التي تضع قيودا على توزيعات الأرباح في عقود إصدار السندات (Bellalah, p. 16). كما توصلت دراسة Jensen & al (1992) إلى أن المؤسسات التي تملك عددا كبيرا من المساهمين الداخليين توزع حجما أقل من الأرباح وبالتالي هناك علاقة سلبية بين الملكية الداخلية وتوزيعات الأرباح وهو ما يؤكد نظرية الوكالة. هذه النتيجة أكدتها دراسات (Saxena

1999) و (Chen & Dhiensiri 2009) والتي توصلت إلى أن تكلفة الوكالة هي أحد العوامل المهمة المحددة لسياسة توزيع الأرباح. كما أضافت دراسة (Holder & al 1998) وجود علاقة إيجابية بين عدد المساهمين وتوزيعات الأرباح، ما يعني أن وجود عدد كبير من المساهمين سيقابله مطالبة أكبر بتوزيعات الأرباح (Hashimijoo & al, 2012).

7.1. الدراسات السابقة:

- دراسة (Hashemijoo & al, 2012) شملت هذه الدراسة عينة مكونة من 84 شركة ماليزية خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2005 و 2010، تهدف هذه الدراسة لاختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلبات سعر السهم من خلال دراسة أثر معدل التوزيع ومردودية السهم بالإضافة إلى المحددات الأخرى المتمثلة في الحجم ونمو الأصول وكذلك المردودية العملية إضافة إلى مستوى الاستدانة، من جهتهم توصل الباحثون إلى وجود أثر سلبى عند مستوى معنوية (1%) بين تقلبات سعر السهم ومحددات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في مردودية السهم ومعدل توزيع الأرباح، حيث رجح الباحثون أن الأثر يرجع إلى التفاوت الموجود بين الشركات التي لها مردودية ومعدل توزيع أكبر بالتبعية عن باقي الشركات التي لها معدلات منخفضة، وكذلك أشار هذا البحث إلى وجود أثر سلبى بين سعر السهم وحجم المؤسسة من جهة، وآخر إيجابي بين المردودية العملية وسعر السهم.

- دراسة (Al Masum, 2014) تم الاعتماد في هذه الدراسة على 30 بنكا تجاريا مدرج في سوق بنغلادش لتداول الأوراق المالية خلال فترة خمس سنوات ممتدة من 2007 إلى 2011، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير معدل احتجاز الربح ومردودية السهم على القيمة السوقية لهذا الأخير، حيث توصل الباحث لوجود تأثير معنوي سالب لمردودية السهم على عكس معدل احتجاز الربح الذي لم يسجل أي تأثير على القيمة السوقية لهذه البنوك، من جهة أخرى تمت ملاحظة تأثير معنوي موجب لكل من العائد على حقوق الملكية وآخر سالب للنتيجة بعد الضريبة والفوائد.

- دراسة (Altroudi & Milhem, 2013) شملت عينة الدراسة 390 شركة أردنية مدرجة في سوق عمان لتداول الأسهم خلال فترة 2005-2010، تم تصميم نماذج الدراسة بالاعتماد على سعر الإغلاق للسهم كمتغير تابع وكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم للدلالة على سياسة توزيع الأرباح في النموذج الأول بالإضافة إلى الرفع المالي كمتغير ضابط، حيث وجد أن هناك أثرا إيجابيا معنويا بين كل من سعر الإغلاق والربح الموزع وربحية السهم على التوالي، في حين أشارت النتائج لعدم وجود أي تأثير معنوي للرفع المالي، أما في النموذج الثاني فقد تم استخدام الربح المحتجز عوضا عن ربحية السهم، إذ أثبتت النتائج كذلك أن لهذا المتغير تأثيرا معنويا في حين بقيت النتائج على حالها بالنسبة لبقية المتغيرات.

- دراسة (Al-Khadari & Alzomaia, 2013) تم الاعتماد في هذه الدراسة على 105 شركة سعودية غير مالية مدرجة في سوق الرياض لتداول العملات في الفترة المحصورة بين سنة 2004 و 2010، هدفت هذه الدراسة

إلى اختبار مدى تأثير الأرباح الموزعة للفترة السابقة وربحية السهم في تحديد مقدار الأرباح الواجب توزيعها في الفترة الحالية، حيث تم صياغة نموذج الدراسة بالإضافة إلى الربح الموزع للفترة السابقة وربحية السهم مع كل من معدل النمو والرفع المالي وحجم الشركة وكذلك معامل بيتا، توصلت النتائج إلى أن الشركات السعودية غير النشطة في المجال المالي تعتمد بدرجة كبيرة على ربحية السهم والربح الموزع للسهم في الفترة السابقة نظرا لدلائهم الإحصائية، كما لم تشر النتائج إلى معنوية المتغيرات الأخرى ما عدا متغير الحجم.

- دراسة (Lashgari & Ahmadi, 2014) شكل الباحثان عينة مكونة من 51 شركة إيرانية مدرجة في سوق طهران لتداول الأسهم في فترة 2007-2012 باعتبار تقلبات سعر السهم متغيرا تابعا ومعدل توزيع الأرباح متغيرا مستقلا بالإضافة إلى متغيرات أخرى ضابطة تم الاعتماد عليها في الأدبيات السابقة كالمردودية العملياتية والرفع المالي بالإضافة إلى نمو الأصول وحجم الشركة، خلصت الدراسة لوجود أثر سلمي بين معدل التوزيع وتقلبات سعر السهم، في حين هناك أثر إيجابي بين معدل نمو الأصول وسعر السهم، وأشارت الدراسة كذلك لعدم وجود علاقة ذات معنوية بين كل من الرفع المالي، نمو الأرباح، حجم الشركة وقيمة السهم.

- دراسة (Shah & Noreen, 2016) شملت هذه الدراسة عينة مكونة من 50 شركة باكستانية مدرجة في سوق كراتشي لتداول الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2012، حاول الباحثان من خلالها فحص وجود تأثير لكل من مردودية السهم ومعدل توزيع الأرباح على تقلبات سعر السهم، حيث أشارت النتائج لوجود أثر سلمي بين تقلبات سعر السهم وكل من متغيرات سياسة توزيع الأرباح في نفس الاتجاه مع الدراسات السابقة، كما أشارت النتائج كذلك لوجود متغيرات أخرى لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للمؤسسة كحجم المؤسسة، النتيجة العملياتية وربحية السهم.

ما يميز هذه الدراسة مقارنة بالدراسات السابقة أنها تركز على القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع وتهدف لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على الهدف الاستراتيجي للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها السوقية بدلا من تقلبات السعر السوقي للسهم الذي يهدف لقياس المخاطر التي تتعرض لها أسهم المؤسسة. كما تضع هذه الدراسة معدل العائد على حقوق الملكية من بين المتغير المفسرة للسعر السوقي للسهم وهو ما لم يتطرق له الكثير من الباحثين.

2. منهجية الدراسة:

1.2. عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من جميع المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي وهو مؤشر مكوّن من أكبر ثلاثين شركة مسعرة في بورصة نيويورك بالو.م.أ، وترجع تسمية هذا المؤشر لمؤسسيه (Charles dow & Edward Jones) حيث كانت جميع الشركات المكوّنة للمؤشر آنذاك تنشط في المجال الصناعي أما في وقتنا الحالي فنجد عددا قليلا منها فقط ينشط في مجال الصناعة. وترتكز الدراسة على كل مؤسسات مجتمع الدراسة أي المؤسسات المدرجة في المؤشر وعددها 30 مؤسسة، أما مدة الدراسة فامتدت على فترة زمنية تقدر بـ 11 سنة أي

من سنة 2007 إلى سنة 2017 مع العلم أن هذه البيانات سنوية. وعلى اعتبار أن قاعدة البيانات مبنية على أساس بعدين هما: البعد الأول الوحدات (i) (Les individus) والذي يمثل المؤسسات والبعد الثاني يمثل الزمن (t) فإن قاعدة البيانات المقطعية مشككة من 330 مشاهدة (مؤسسة-سنة).

تمت عملية جمع البيانات بالاعتماد على قاعدة البيانات للتطبيق Guru focus، وللقيام بالمعالجة الإحصائية للبيانات اعتمد الباحث على برنامج Eviews8 للتحليل الوصفي للبيانات وكذا تقدير نماذج الانحدار الخطي والاختبارات الإحصائية.

2.2. متغيرات الدراسة:

يضم نموذج الدراسة ثلاثة أنواع من المتغيرات؛ المتغير التابع والذي يقيس الظاهرة المراد دراستها وهي القيمة السوقية للمؤسسة، والمتغير المستقل الذي يقيس متغيرات سياسة توزيع الأرباح، أما المتغيرات الضابطة فهي متغيرات مفسرة أخرى للمتغير التابع وتمثل الخصائص المالية للمؤسسة. وقد تم قياس هذه المتغيرات استنادا إلى الدراسات السابقة التي عالجت إشكالية تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.

أ. المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في السعر السوقي للسهم (PSHARE)، وقد اعتمدنا في قياسه على المتوسط الحسابي لأعلى سعر وصل إليه السهم (Hi) وأدنى سعر في السنة (Li)، وفق العلاقة التالية:

$$PSHARE = \frac{H_i + L_i}{2} \dots \dots \dots (1)$$

تم اعتماد هذا القياس في كل من دراسة (Almasun (2014) ودراسة (Hashemijoo & al (2012) بالإضافة إلى دراسة (Lashgari & Ahmadi (2014).

ب. المتغيرات المستقلة: تهدف الدراسة لاختبار مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم لذلك ستأخذ هذه السياسة صفة المتغير المفسر في هذه الدراسة وقد تم قياسها من خلال متغيرين هما الربح الموزع للسهم وربحية السهم.

- الربح الموزع للسهم: يقيس الربح الموزع للسهم الواحد (DPS) مقدار التوزيعات النقدية التي يتحصل عليها حامل كل سهم، ويحسب هذا المتغير بقسمة إجمالي الأرباح الموزعة (D) على مجموع الأسهم المتداولة (Σ Shares) وفق المعادلة التالية:

$$DPS = \frac{D}{\sum Shares} \dots \dots \dots (2)$$

تم اعتماد هذا القياس في كل من دراسة (Zainudin & Mahdzan (2018) ودراسة (Shah & Noreen (2016).

- **ربحية السهم:** يقيس متغير ربحية السهم (EPS) الوعاء الإجمالي للربح القابل للاحتجاز أو التوزيع على حد سواء، وتعبير آخر هو نصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة خلال السنة المالية، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة النتيجة الصافية (NR) على إجمالي الأسهم المتداولة (\sum Shares) كما توضحه المعادلة التالية:

$$EPS = \frac{NR}{\sum \text{Shares}} \dots \dots \dots (4)$$

هذا القياس تم استخدامه في دراسة Shah & Noreen (2016) ودراسة Al Masum (2014).

ت. **المتغيرات الضابطة:** المتغيرات الضابطة وهي المتغيرات المفسرة الأخرى التي يفترض أن يكون لها تأثير على القيمة السوقية للسهم من غير سياسة توزيع الأرباح، وقد تم اختيار خمسة متغيرات بهدف الوصول لأحسن تفسير للمتغيرات التي تطرأ على السعر السوقي للسهم وتمثل هذه المتغيرات الخصائص المالية للمؤسسة.

- **الرفع المالي:** يقيس الرفع المالي تأثير استخدام الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسة على السعر السوقي للسهم، ويتم قياسه بقسمة إجمالي الديون المالية (LD) على إجمالي الأصول (AS) وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$DEBT = \frac{LD}{AS} \dots \dots \dots (7)$$

تم استخدام هذا القياس في كل من دراسات Hashemijoo & al (2012) ودراسة Hussainey & al (2011) بالإضافة إلى دراسة Zainudin & Mahdzan (2018).

- **حجم الشركة:** يقيس هذا المتغير تأثير حجم الشركة معبرا عنه بالقيمة السوقية، ونظرا لضخامة القيمة السوقية للشركات المدروسة استعملنا اللوغاريتم النيبيري حتى لا يكون هناك تفاوت كبير بين المتغيرات، وعليه يقاس هذا المتغير بالعلاقة التالية:

$$SIZE = \ln(MV) \dots \dots \dots (8)$$

تم استخدام هذا القياس في كل من دراسات Baskin (1989) و Hashemijoo & al (2012) ودراسة Hussainey & al (2011) بالإضافة إلى دراسة Zainudin & Mahdzan (2018).

- **العائد على حقوق الملكية:** يستخدم هذا المتغير لقياس المردودية المالية للمؤسسة، حيث يتم قياسه بقسمة النتيجة الصافية بعد الضريبة (NR) على قيمة حقوق الملكية (Eq) وفقا للعلاقة التالية:

$$ROE = \frac{NR}{Eq} \dots \dots \dots (9)$$

تم استخدام العائد على حقوق الملكية في دراسة Al Masum (2014).

- **معدل نمو الأصول:** يقيس معدل نمو الأصول (GROWTH) معدل نمو المؤسسة معبرا عنه بالزيادة أو الانخفاض في الأصول، ويتم حسابه بقسمة التغير في مجموع أصول الشركة على قيمة أصولها في سنة الأساس كما توضحه العلاقة التالية:

$$GROWTH = \frac{As_i - As_{i-1}}{As_{i-1}} \dots \dots \dots (10)$$

تم استخدام معدل نمو الأصول في دراسة (Baskin (1989) و Hashemijoo & al (2012) بالإضافة لدراسات كل من (Lashgari & Ahmadi (2014)، (Zainudin & Mahdzan (2018).
 - **المردودية العملية:** تقيس المردودية العملية (EVOL) قدرة المؤسسة على خلق الأرباح من خلال أنشطتها العادية، ويتم قياسها بقسمة النتيجة قبل الفوائد والضرائب (EBIT) على إجمالي الأصول (AS) وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$EVOL = \frac{EBIT}{As} \dots \dots \dots (11)$$

تم استخدام العائد على حقوق الملكية في كل من دراسة (Shah & Noreen (2016) ودراسات Al Masum (2014) و (Zainudin & Mahdzan (2018).

3.2. نموذج الدراسة:

تهدف الدراسة لاختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة من جهة واختبار تأثير الخصائص المالية للمؤسسة على قيمتها السوقية من جهة أخرى، وبالتالي يتركز نموذج الدراسة على فرضية أن القيمة السوقية للمؤسسة هي دالة لمجموعة من العوامل المؤثرة (المحددات) والتي تقسم في هذه الدراسة إلى نوعين: المتغيرات المستقلة والمتعلقة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح (DPS, EPS) بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة والمتعلقة في محددات القيمة السوقية للمؤسسة (SIZE, EVOL, DEBT, GROWTH, ROE).

ولاختبار هذه العلاقات تم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد في إطار البيانات المقطعية (بالنل) (Données de panels) أي دراسة ذات بعدين؛ البعد الأول زمني (t): حيث تمتد هذه الدراسة على فترة زمنية تقدر بـ 11 سنة (t = 11)، أما البعد الثاني الوحدات فيمثل المؤسسات (i) وشملت عينة هذه الدراسة 30 مؤسسة، وعليه يفرض هذا النوع من الدراسات استعمال نماذج البيانات المقطعية. ويكتب نموذج الانحدار الخطي للدراسة بالعلاقة التالية (Bourbonnais, 2015, p. 348):

$$PSHARE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EVOL_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث يمثل DPS معدل توزيع الأرباح، EPS ربحية السهم، SIZE حجم المؤسسة، EVOL الربح العملية، DEBT نسبة المديونية، GROWTH معدل النمو، ROE العائد على حقوق الملكية.

3. نتائج الدراسة:

3.1. اختبار تحديد مواصفات التجانس (وجود الآثار الفردية):

في نماذج بيانات البانل من الضروري قبل تقدير أي نموذج التأكد من مواصفات التجانس أو عدم تجانس البيانات، وهنا يجب اختبار تساوي المعاملات الخاصة بالبعد الفردي في نموذج الدراسة، ويسمح اختبار المواصفات بتحديد هل أن النموذج النظري نفسه تماما بالنسبة لكل الأفراد أم توجد خصوصيات أو نموذج خاص بكل فرد وهنا يتم اختبار المواصفات معادلة بمعادلة من أجل الوصول إلى طريقة التقدير الملائمة للنموذج ككل. ومن أجل

تحديد مدى وجود آثار فردية تم إجراء اختبار Hsiao والذي يركز على إحصائية فيشر Fisher، وللقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Eviews8 وتحصلنا على النتائج التالية:

الجدول (1): اختبار Hsiao لوجود آثار فردية

P-Value	F-Stat	Hypotheses
8.32E-47	16.85482	H3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews8

من خلال الجدول رقم (1) نلاحظ أن الفرضية H3 مرفوضة ما يعني أن فرضية العدم H0 لتساوي جميع معالم الآثار الفردية مرفوضة وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة H1 ما يعني أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الفردية (Modèle à effets individuels) وهنا نتساءل حول طبيعة الآثار الفردية هل هي ثابتة أم عشوائية.

2.3. اختبار تحديد مواصفات الآثار الفردية هوسمان (1978) Hausman:

بعد أن تم إجراء اختبار التجانس يجب تحديد هل طبيعة الآثار الفردية ثابتة (Fixed effect) أم أن الآثار الفردية عشوائية (Random effect) ولتحديد هذه المواصفات تم الاستعانة باختبار هوسمان (1978) Hausman والذي يركز على اختبار الفرضيتين التاليتين:

النموذج ذو آثار عشوائية $H_0 : \hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS} = 0 \rightarrow$

النموذج ذو آثار ثابتة $H_1 : \hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS} \neq 0 \rightarrow$

وللقيام بهذا الاختبار تم الاعتماد على برنامج Eviews8 وتحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (2): اختبار هوسمان (1978) Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQ01			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	234.400261	6	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews8.

تظهر نتائج اختبار هوسمان (1978) Hausman أن احتمال $\text{Prob} > \text{Chi}2$ يساوي 0.0000 وهو أقل من 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H0 التي تشير إلى أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار العشوائية، ونقبل الفرضية البديلة H1 التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

3.3. نتائج نموذج الانحدار المتعدد:

يهدف النموذج القياسي لهذه الدراسة لتفسير القيمة السوقية للمؤسسة والتي تمثل المتغير التابع من خلال السياسة التي تتبعها مؤسسات عينة الدراسة في توزيع الأرباح والتي تمثل المتغير المستقل بالإضافة إلى الخصائص المالية للمؤسسات والتي تمثل المتغيرات الضابطة. وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر

DJIA وعلى فترة زمنية ممتدة خلال 11 سنة، وقد تمت عملية تقدير النموذج القياسي باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الصورية (LSDV) وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews8. وقد أسفرت نتائج تقدير النموذج على النتائج التي يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (3): نتائج تقدير النموذج القياسي للدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-752.0801***	59.18126	-12.70808	0.0000
DPS	16.83176***	1.334261	12.61505	0.0000
EPS	0.997947**	0.420910	2.370927	0.0184
DEBT	25.19050**	11.15454	2.258317	0.0247
SIZE	31.45087***	2.477000	12.69716	0.0000
ROE	-0.957659**	0.417211	-2.295381	0.0224
GROWTH	0.797191	1.941881	0.410525	0.6817
EVOL	67.74422***	20.02254	3.383398	0.0008
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.913404	Mean dependent var	67.64082	
Adjusted R-squared	0.902765	S.D. dependent var	42.98891	
S.E. of regression	13.40506	Akaike info criterion	8.134464	
Sum squared resid	52650.80	Schwarz criterion	8.560422	
Log likelihood	-1305.186	Hannan-Quinn criter.	8.304372	
F-statistic	85.84837	Durbin-Watson stat	1.477211	
Prob(F-statistic)	0.000000			

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews8

تشير نتائج الجدول رقم (3) إلى أن معامل التحديد يساوي 0.91 وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة التي أخذ بها النموذج تفسر ما نسبته 91.34% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم وهي نسبة معتبرة تدل على جودة النموذج، في حين ما نسبته 8.66% تعود لمتغيرات أخرى لم يأخذ بها نموذج الدراسة. كما تشير القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المرفقة (Prob (F-statistic) إلى القيمة 0.0000 ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 وبالتالي للنموذج القياسي المقدر معنوية كلية وأن المعالم المقدرة تختلف تماماً عن الصفر.

كما تشير نتائج الدراسة في الجدول (3) إلى أن كل المتغيرات المفسرة كان لها معنوية عند مستويات معنوية مختلفة ما عدا متغير النمو فليس له معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% وبالتالي ليس لنمو حجم الأصول تأثير على القيمة السوقية للسهم. بالإضافة إلى ذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح (EPS, DPS) والقيمة السوقية للسهم عند مستوى المعنوية 1% و5% على التوالي ما يعني أن زيادة مستوى الأرباح الموزعة أو مستوى ربحية السهم من شأنه أن يرفع من القيمة السوقية لأسهم مؤسسات عينة الدراسة. أما المتغيرات الضابطة فتشير النتائج لوجود علاقة إيجابية أيضاً بين كل من حجم المؤسسة (SIZE)،

الأرباح التشغيلية (EVOL) والقيمة السوقية للسهم عند مستوى المعنوية 1% وعند مستوى المعنوية 5% بين نسبة المديونية (DEBT) والقيمة السوقية للسهم، في حين كانت العلاقة سلبية بين المردودية المالية (ROE) والقيمة السوقية للسهم عند مستوى المعنوية 5%.

4. مناقشة نتائج الدراسة:

1.4. الربح الموزع للسهم:

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (3) إلى وجود علاقة إيجابية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 1% بين توزيعات الأرباح للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم، ما يعني أن زيادة توزيعات الأرباح للسهم بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بـ 36.83 وحدة. هذه النتيجة تتوافق مع ما تشير إليه نظرية الإشارة فالمؤسسات تستعمل سياسة توزيع الأرباح لبعث إشارة مالية حول الوضعية المالية المستقبلية الجيدة للمستثمرين في السوق المالي، فبمجرد الإعلان عن إجراء توزيعات للأرباح عادة ما يتحرك سعر السهم نحو الارتفاع. كما تتوافق هذه النتيجة مع نظرية عصفور في اليد (Gordon 1963) والتي تشير إلى أن المستثمرين يفضلون الحصول على الأرباح اليوم أحسن من انتظار السنوات القادمة لأن مخاطرها ستكون أكبر.

كما تتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Baskin 1989) التي تشير إلى أن المؤسسات الكبيرة ذات السمعة الجيدة والأرباح المعتبرة توزع أرباحاً أكبر وهو ما يجعل السعر السوقي للسهم أعلى، أكثر استقراراً وبالتالي أقل تقلباً (مخاطر أقل). كما أن المؤسسات التي توزع أرباحاً كبيرة هي مؤسسات أكثر نضجاً، أكثر مردودية، مستقرة وتواجه مخاطر أقل وهو ما يرفع من قيمة أسهمها. هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسات (Zainudin & Mahdzan, 2018؛ Hussainey & al 2011؛ Hashemijoo & al, 2012؛ Lashgari & Ahmadi 2014؛ Shah & Noreen, 2016؛ Baskin, 1989).

2.4. ربحية السهم:

تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة إيجابية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 1% بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم. فالمؤسسات ذات الربحية الكبيرة تتعرض لمخاطر أقل وهو ما يجعل الطلب على أسهمها أكبر مما يرفع من القيمة السوقية لهذه الأسهم، فالمسيرون يعملون على خدمة مصلحة المساهمين من خلال تعظيم ربحية أسهمهم وهو ما يجعلهم راضين على أدائهم وبالتالي سيحتفظون بأسهمهم ولا يتخلون عنها، وأمام نقص العرض من أسهم هذه المؤسسة سيرتفع سعرها نظراً لزيادة الطلب عليها، هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Shah & Noreen 2016).

3.4. الرفع المالي:

تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة إيجابية ذات معنوية بين نسبة الاقتراض في الهيكل المالي والقيمة السوقية للسهم عند مستوى المعنوية 5% هذه النتيجة تتوافق مع ما تشير إليه كل من نظرية M&M (1963) ونظرية POT بالإضافة إلى نظرية الإشارة للمؤسسات التي تملك وضعية مالية جيدة تسعى

للحصول على قروض أكثر للاستفادة من الوفرة الضريبية ولتعظيم مردودية ملاك المؤسسة، كما تبعث بإشارة مالية للسوق المالي تفسر على أن المؤسسة قادرة على تسديد الديون والفوائد المترتبة عليها وهو ما يرفع من ثقة المستثمرين في هذه الأسهم ويزيد من الطلب عليها ويرفع من قيمتها السوقية. هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسات (Hussainey & al, 2011 ؛ Ahmad & al, 2018)

4.4. حجم المؤسسة:

تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة إيجابية ذات معنوية بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم عند مستوى المعنوية 5%، تفسر ذلك أن المؤسسات كبيرة الحجم تكون أكثر قوة وتنوعاً لنشاطها ولها مكانة كبيرة داخل السوق وعادة ما تكون ناضجة وذات أرباح كبيرة وسمعة عالية مما يجعل ثقة المستثمرين كبيرة في هذا النوع من المؤسسات وبالتالي يرتفع الطلب على أسهمها وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسات (Lashgari & Ahmadi, 2014 ؛ Ahmad & al, 2018) (Shah & Noreen, 2016).

5.4. العائد على حقوق الملكية:

تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة سلبية ذات معنوية عند مستوى المعنوية 5% بين معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للسهم، هذه العلاقة لم يتم اختبارها من قبل الكثير من الباحثين وتشير إلى أن المؤسسات التي تحقق مردودية كبيرة لملاكها ينخفض السعر السوقي لأسهمها. هذه النتيجة تناقض مع العلاقة الإيجابية التي توصلت إليها دراسة (Al Masum, 2014)، فالطلب على أسهم المؤسسات التي تحقق مردودية مالية كبيرة عادة ما يكون مرتفعاً خاصة وأن المستثمرين يهدفون لتحقيق أهداف قصيرة المدى وتعظيم عائد محفظة أوراقهم المالية وبالأخص في النظام الأنجلوساكسوني، كما أن معامل الارتباط بين المتغيرين يؤكد العلاقة السلبية.

6.4. معدل نمو الأصول:

تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة إيجابية ولكن غير معنوية ما يدل على عدم وجود تأثير لارتفاع (أو انخفاض) معدل نمو الأصول على القيمة السوقية للأسهم وهذا عكس ما توصلت إليه معظم الدراسات، حيث تشير إلى أن المؤسسات شديدة النمو تكون تقلبات أسعار أسهمها السوقية كبيرة بسبب المخاطر الكبيرة المرتبطة بمعدلات النمو المرتفعة. هذه النتيجة غير المعنوية تتوافق مع ما توصلت إليه دراسات (Zainudin, 2018 ؛ Ahmad & al, 2018 ؛ Lashgari & Ahmadi, 2014 ؛ Shah & Noreen, 2016)

7.4. الربحية العملياتية:

تشير نتائج النموذج القياسي في الجدول رقم (3) إلى وجود علاقة إيجابية بين الربحية العملياتية والقيمة السوقية للسهم عند مستوى المعنوية 1%، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحقق ربحية عملياتية (اقتصادية) معتبرة ترتفع القيمة

السوقية لأسهمها. فارتفاع هذه الأرباح سينعكس إيجاباً على ربحية السهم وتوزيعاته وهو ما يجذب المستثمرين في البورصة ويؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم. هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Hashemijoo & al, 2012؛ Hussainey & al, 2011؛ Zainudin & Mahdzan, 2018؛ Shah & Noreen, 2016).

الخلاصة:

سعت الدراسة لتحليل العوامل التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة والتي تمثل الهدف الرئيسي الذي يسعى المسكرون لتحقيقه خدمة لمصلحة المساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم. وقد ركزت الدراسة على قياس أثر سياسة توزيع الأرباح بالإضافة إلى الخصائص المالية للمؤسسة على القيمة السوقية للأسهم من خلال دراسة قياسية على المؤسسات المدرجة في مؤشر DJIA وهي 30 مؤسسة على فترة ممتدة لـ 11 سنة، حيث تم استخدام تقنية البيانات المقطعية بانل من خلال إجراء اختبار مواصفات التجانس Chow ليتبين أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الفردية ثم اختبار مواصفات الآثار الفردية (Haussman 1978) ليتبين أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم، ليتم تقدير النموذج القياسي باستعمال طريقة المربعات الصغرى (LSDV). وقد أسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

- هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم وقيمه السوقية وهذا يعني أن المؤسسات التي توزع أرباح معتبرة يزيد الطلب على أسهمها وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها؛
 - هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وقيمه السوقية فارتفاع مستوى الأرباح يجذب المستثمرين لمثل هذا النوع من المؤسسات وهو ما يرفع من قيمة الأسهم؛
 - توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة السوقية للسهم وهذا يعني أن المؤسسات التي تقترض أكثر تبعث بإشارة مالية على أنها بصحة مالية جيدة وهو ما يزيد الطلب على أسهمها وترتفع قيمتها؛
 - هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وقيمة أسهمها السوقية فنضج المؤسسة عادة ما يعطي قوة وتنوعاً أكبر للنشاط مع تحقيق أرباح وهو ما يرفع من قيمة الأسهم؛
 - هناك علاقة عكسية بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للأسهم هذه النتيجة غير منطقية لأن المؤسسات التي تحقق مردودية كبيرة لملاكها عادة ما يزيد الطلب على أسهمها وترتفع قيمتها؛
 - العلاقة بين معدل النمو والقيمة السوقية للأسهم غير معنوية وبالتالي لا يفسر نمو أصول المؤسسة التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم؛
 - توجد علاقة طردية بين الربحية العملياتية والقيمة السوقية للأسهم، فتحقيق مردودية اقتصادية معتبرة ينعكس إيجاباً على ربحية السهم والربح الموزع للسهم مما يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم.
- في النهاية تفسر سياسة توزيع الأرباح التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأسهم، فتوزيع الأرباح يعث بإشارة مالية جيدة للمستثمرين في السوق المالي حول تدفقات الخزينة المستقبلية وقوة واستقرار المؤسسة لذلك يجذب هذا

النوع من المؤسسات المستثمرين ويزداد الطلب على أسهمها وهو ما يرفع قيمتها السوقية. لذلك يجب على المؤسسات الاهتمام بتوزيع الأرباح بقدر اهتمامها باحتجازها؛ فإذا كان هذا الأخير يوفر تمويلا ذاتيا من أجل تمويل احتياجات المؤسسة فإن السوق المالي يفرض منطقه فالمستثمرون لا يستثمرون إلا في المؤسسات التي تحقق أرباحا وتوزع ما يرضيهم منها.

قائمة المراجع :

- هندي، منير إبراهيم. (2007). الإدارة المالية. الطبعة السادسة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث للنشر.
- زرقون، محمد. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، العدد 8.
- الحناوي، محمد صالح، ومصطفى، نحال فريد. (2008). الإدارة المالية. الإسكندرية: المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع.
- Ahmad, M. A., Alrjoub, M. S., & Alrabba, H. M. (2018). The effect of dividend policy on stock price volatility: Empirical evidence from amman stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2). pp. 1-8.
- Al Masum, A. (2014). Dividend policy and its impact on stock price – a study on commercial banks listed in dhaka stock exchange. *Global Disclosure of Economics and Business*, 3(1). pp. 9-17.
- Al Qudah, A., & Yusuf, A. (2015). Stock price volatility and dividend policy in jordanian firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(22). pp. 149-159.
- Al-Malkawi, H. A. (2009). Determinants of corporate dividend policy in jordan: An application of the tobit model. *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 23(2), pp. 44-70.
- Bellalah, M. Réflexions Sur La Politique Optimale De Dividendes En Présence De Coûts D'information. On Line : www.finance.dauphine.fr/wp-content/uploads/2015/07/cereg200009.pdf. (Visited 13/08/2017).
- Bourbonnais, R. (2015). *Économétrie*. 9^{ème} édition. Paris : Dunod.
- Habib, Y., Kiani, Z. I., & Khan, M. A. (2012). Dividend policy and share price volatility: evidence from pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(5). pp. 78-84
- Hashemijoo, M., & Ardekani, A. M., & Younesi, N. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the malaysian stock market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), pp. 111-129.
- Hussainey, K., Chijoke, O., & Chijoke-Mgbame, A. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *Journal of Risk Finance*. On Line : <https://www.researchgate.net/publication/228383474>. (Visited 20/09/2017).

- Jakata, O., & Nyamugure, Ph. (2013). The effects of dividend policy on share prices: Empirical evidence from the zimbabwe stock exchange. International Journal Of Science And Research, 6(14).
- Lashgari, Z., & Ahmadi, M. (2014). The impact of dividend policy on stock price volatility in the tehran stock exchange. Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review, 3(10). pp. 273-283.
- Shah, S. A., & Noreen, U. (2016). Stock price volatility and role of dividend policy: empirical evidence from pakistan. International Journal of Economics and Financial Issues, 6(2), pp. 461-472.
- Thauvron, A. (2009). Evaluation d'entreprise. 3^{ème} édition. Paris : Economica.
- Thirumalaisamy, R., & Al Baloushi, F. R. (2017). The relation between earnings, earnings distributed, earnings retained and common share prices. European Journal of Business and Management, 9(33). pp. 120-126.
- Zainudin, R., Mahdzan, N. Sh., & Yet, Ch. H. (2018). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. International Journal of Emerging Markets, 13(1), pp. 203-217.

الملاحق:

الملحق (1): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	PSHARE	DPS	EPS	SIZE	EVOL	DEBT	GROWTH	ROE
Mean	67.64082	1.668540	4.487545	24.64040	0.118212	0.207271	0.085086	1.149870
Median	58.36500	1.565400	3.855000	25.59098	0.111590	0.204200	0.041323	0.198600
Maximum	236.1350	5.900000	26.34000	27.39536	0.368600	0.870000	6.968337	39.72000
Minimum	12.00000	0.000000	-1.040000	-1.771957	-0.330180	0.000000	-0.259300	-26.30590
Std. Dev.	42.98891	1.107541	3.681772	4.890932	0.077974	0.132330	0.409737	5.366532
Skewness	1.243011	0.963686	1.976338	-5.041255	-0.050657	1.039736	14.59202	4.542969
Kurtosis	4.580206	4.269932	9.231699	26.98660	5.740824	5.893513	243.2546	31.24957

الملحق (2): مصفوفة الارتباط

	PSHARE	DPS	EPS	SIZE	EVOL	DEBT	GROWTH	ROE
PSHARE	1.000000	0.740962	0.783072	-0.014523	0.044797	0.234920	-0.099018	-0.011372
DPS	0.740962	1.000000	0.548735	-0.008738	0.008730	0.261780	-0.136218	0.121205
EPS	0.783072	0.548735	1.000000	-0.144162	0.015667	0.045074	-0.063207	-0.005790
SIZE	-0.014523	-0.008738	-0.144162	1.000000	0.208455	0.187527	0.036237	0.003344
EVOL	0.044797	0.008730	0.015667	0.208455	1.000000	-0.078266	0.023293	-0.012398
DEBT	0.234920	0.261780	0.045074	0.187527	-0.078266	1.000000	-0.144027	0.080193
GROWTH	-0.099018	-0.136218	-0.063207	0.036237	0.023293	-0.144027	1.000000	0.000455
ROE	-0.011372	0.121205	-0.005790	0.003344	-0.012398	0.080193	0.000455	1.000000

الملحق (3): اختبار Hsiao لوجود آثار فردية

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	445.2145	1.5E-128
H2	127.8230	2.23E-95
H3	16.85482	8.32E-47