



# مجلة بحوث

## جامعة حلب في المناطق المحررة

المجلد الثالث - العدد الثاني

الجزء الأول

1445 / 12 / 7 هـ - 2024 / 6 / 13 م

علمية - ربعية - محكمة

تصدر عن

جامعة حلب في المناطق المحررة





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## الهيئة الاستشارية لمجلة جامعة حلب في المناطق المحررة

د. جلال الدين خانجي      أ.د. زكريا ظلام      أ.د. عبد الكريم بكار  
أ.د. إبراهيم أحمد الديبو      أ.د. أسامة اختيار      د. أسامة القاضي  
د. يحيى عبد الرحيم

## هيئة تحرير مجلة جامعة حلب في المناطق المحررة

رئيس هيئة التحرير: أ.د. أحمد بكار

نائب رئيس هيئة التحرير: أ.د. عماد برق

أعضاء هيئة تحرير البحوث التطبيقية	أعضاء هيئة تحرير البحوث الإنسانية والاجتماعية
أ.د. عبد العزيز الدغيم	أ.د. عبد القادر الشيخ
أ.د. ياسين خليفة	د. جهاد حجازي
أ.د. جواد أبو حطب	د. ضياء الدين القاش
أ.د. عبد الله حمادة	د. سهام عبد العزيز
أ.د. محمد نهاد كردية	د. ماجد عليوي
د. ياسر اليوسف	د. أحمد العمر
د. كمال بكور	د. محمد الحمادي
د. مازن السعود	د. عدنان مامو
د. عمر طوقاج	د. عامر المصطفى
د. محمد المجبل	د. أحمد أسامة نجار
د. مالك السلیمان	
د. عبد القادر غزال	
د. مرهف العبد الله	

أمين المجلة: هاني الحافظ



## مجلة جامعة حلب في المناطق المحررة

مجلة علمية محكمة فصلية، تصدر باللغة العربية، تختص بنشر البحوث العلمية والدراسات الأكاديمية في مختلف التخصصات، تتوفر فيها شروط البحث العلمي في الإحاطة والاستقصاء ومنهج البحث العلمي وخطواته، وذلك على صعيدي العلوم الإنسانية والاجتماعية والعلوم الأساسية والتطبيقية.

### رؤية المجلة:

تتطلع المجلة إلى الريادة والتميز في نشر الأبحاث العلمية.

### رسالة المجلة:

الإسهام الفعّال في خدمة المجتمع من خلال نشر البحوث العلمية المحكمة وفق المعايير العلمية العالمية.

### أهداف المجلة:

- نشر العلم والمعرفة في مختلف التخصصات العلمية.
- توطيد الشراكات العلمية والفكرية بين جامعة حلب في المناطق المحررة ومؤسسات المجتمع المحلي والدولي.
- أن تكون المجلة مرجعاً علمياً للباحثين في مختلف العلوم.

الرقم المعياري الدولي للمجلة ISSN: **2957-8108**

البريد الإلكتروني: [journal@uoaleppo.net](mailto:journal@uoaleppo.net)

الموقع الإلكتروني للمجلة: [www.journal.uoaleppo.net](http://www.journal.uoaleppo.net)





## معايير النشر في المجلة:

- ١- تنشر المجلة الأبحاث والدراسات الأكاديمية في مختلف التخصصات العلمية باللغة العربية.
- ٢- تنشر المجلة البحوث التي تتوفر فيها الأصالة والابتكار، واتباع المنهجية السليمة، والتوثيق العلمي مع سلامة الفكر واللغة والأسلوب.
- ٣- تشترط المجلة أن يكون البحث أصيلاً وغير منشور أو مقدم لأي مجلة أخرى أو موقع آخر.
- ٤- يترجم عنوان البحث واسم الباحث والمشاركين أو المشرفين إن وجدوا إلى اللغتين التركية والإنكليزية.
- ٥- يرفق بالبحث ملخص عنه باللغات الثلاث العربية والإنكليزية والتركية على ألا يتجاوز ٢٠٠-٢٥٠ كلمة، وبخمس كلمات مفتاحية مترجمة.
- ٦- يلتزم الباحث بتوثيق المراجع والمصادر وفقاً لنظام جمعية علم النفس الأمريكية (APA7).
- ٧- يلتزم الباحث بألا يزيد البحث على ٢٠ صفحة.
- ٨- ترسل البحوث المقدمة لمحكمين متخصصين، ممن يشهد لهم بالنزاهة والكفاءة العلمية في تقييم الأبحاث، ويتم هذا بطريقة سرية، ويعرض البحث على محكم ثالث في حال رفضه أحد المحكمين.
- ٩- يلتزم الباحث بإجراء التعديلات المطلوبة خلال ١٥ يوماً.
- ١٠- يبلغ الباحث بقبول النشر أو الاعتذار عنه، ولا يعاد البحث إلى صاحبه إذا لم يقبل، ولا تقدم أسباب رفضه إلى الباحث.
- ١١- يحصل الباحث على وثيقة نشر تؤكد قبول بحثه للنشر بعد موافقة المحكمين عليه.
- ١٢- تعتبر الأبحاث المنشورة في المجلة عن آراء أصحابها، لا عن رأي المجلة، ولا تكون هيئة تحرير المجلة مسؤولة عنها.

## جدول المحتوى

- ٩ ..... مستوى مهارات ما وراء الذاكرة.....  
د. عبد الحي المحمود
- ٥١ ..... قلق المستقبل وعلاقته بتقدير الذات لدى طلاب الجامعة في الشمال السوري.....  
أ. أحمد المحمود د. محمد الحمادي
- ٩٣ ..... أثر التوزيعات النقدية في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.....  
د. عبد الحكيم المصري
- ١٢٧ ..... مفهوم المكر في القرآن.....  
أ. مؤمنة رياض السّكعة د. ماجد عليوي
- ١٨٥ ..... القسم المسبوق بالأداة (أما) في شعر مجنون ليلى وابن الدُمينة.....  
أ. جابر فرحان السلامة د. ضياء الدين عبد الغني القالش
- ٢١٣ ..... أزمة الهوية وعلاقتها بحل المشكلات.....  
أ. حسين الكنش د. عبد الحي المحمود
- العامل الاقتصادي وأثره في التنافس السوفيتي - الأمريكي في الخليج العربي بين عامي (١٩٧١ -  
٢٣٩ ..... (١٩٧٣م).....  
أ. أحمد ازعيتر د. سهام هندايوي
- ٢٦٣ ..... أثر السياق في الدلالات الخاصة لصيغ جموع التكسير.....  
أ. هيفاء شيخ محمّد د. أحمد محمّد العمر
- ٢٨٥ ..... التحول إلى اللهجة الحضرية من قبل متحدثي اللهجة البدوية من سنجار في.....  
أ. محمد العزام د. عبد الحميد معيكل
- دور إدارة الاحتواء العالي في تعزيز الصحة التنظيمية لدى العاملين في جامعات الشمال السوري  
٣٠٧ ..... باستخدام نمذجة المعادلات البنائية.....  
أ. حسام إبراهيم د. محمود علي عريض د. عمر دره



أثر التوزيعات النقدية في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة  
"دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي"

إعداد

د. عبد الحكيم المصري

### ملخص البحث:

تختبر هذه الدراسة تأثير نسبة التوزيعات في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي، باختلاف القطاع (الصناعة) الذي تعمل به، المالي والصناعي والخدمي خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٧).

أجريت دراسات كثيرة وتوصلت إلى نتائج متضاربة، ما انعكس على آراء الباحثين، إذ رأى الباحثان (Modigliani and Miller, 1969) أن قيمة الشركة لا تتأثر بسياسة التوزيعات المتبعة في الشركة وإنما بقيمة تدفقاتها النقدية وتوقيتها، بينما رأى (Gordon and Lintner, 1963) أن قيمة الشركات تتأثر إيجاباً بالتوزيعات، بينما رأى أنصار نظرية التفضيل الضريبي أن التوزيعات تؤثر سلباً في القيمة السوقية للشركات (Weston and Brigham, 1993, p668).

وهذا يعني وجود عوامل مختلفة تؤدي إلى تضارب النتائج، ويعتقد الباحث أن اختلاف القطاع (الصناعة) من هذه العوامل، لذلك تم إجراء الدراسة على الشركات المدرجة في سوق عمان ولكل قطاع (صناعة) على حدة، ونتيجة الاختبارات تبين أن التوزيعات تؤثر إيجاباً وبشكل معنوي في القيمة السوقية للشركات المالية والخدمية بينما لا يوجد أي تأثير في القيمة السوقية للشركات الصناعية. كما استنتج أن هناك بعض المتغيرات المستقلة كنسبة المديونية كان لها تأثير مختلف في القيمة السوقية للشركات باختلاف القطاع (الصناعة).

**كلمات مفتاحية:** سوق عمان المالي - التوزيعات - القيمة السوقية - الصناعة.



## The effect of cash dividends on the market value of companies by industry

### An applied study on the companies listed in the Amman Stock Exchange

Preparation by:

Dr. Abdul Hakim Al-Masry

#### **Abstract:**

This study tests the impact of Dividends on the market value of companies listed on the Amman Stock Market, depending on the sector (industry) in which they operate, financial, industrial and service, during the period (2009-2017). Many studies did this and ended up with conflicting conclusions. This has also reflected the views of the researchers, who held (Modigliani and Miller, 1969) that the value of the company is not affected by the company's Dividends policy but by the value and timing of its cash flows, while (Gordon and Lintner, 1963) considered that corporate value was positively affected by Dividends, while proponents of the theory of tax preference felt that Dividends negatively affected the market value of companies (Weston and Brigham, 1993, p. 668).

This means that there are different factors that lead to conflicting conclusions. The researcher believes that the different sector (industry) is one of these factors, so the study was conducted on the companies listed on the Amman Stock Exchange and on each sector (industry). The results of the tests show that Dividends have a positive and strong impact on the market value of financial and service companies, while there is no impact on the market value of industrial companies. It was also concluded that there were some independent variables as Debt Ratio of Independents that had a different impact on the market value of firms by sector (industry).

**Keywords:** Amman Financial Market - distributions - market value - industry

## **Nakit temettülerin sektörlere göre şirketlerin piyasa değerine etkisi Amman Borsasında işlem gören şirketler üzerine uygulamalı bir çalışma**

Hızırlayanlar:

Dr. Abdul Hakim El Masri

### **Araştırma Özeti:**

Bu çalışma, Amman Finansal Piyasasında işlem gören şirketlerin, faaliyet gösterdikleri sektör (Endüstri), finans, sanayi ve hizmetlere bağlı olarak (2009-2017) döneminde temettü oranının piyasa değeri üzerindeki etkisini test etmektedir.

Birçok çalışma yapılmış ve çelişkili sonuçlara ulaşılmış ve bu durum araştırmacıların görüşlerine de yansımıştır. Araştırmacılar (Modigliani ve Miller, 1969), şirketin değerinin şirketin izlediği temettü politikasından etkilenmediğine, ancak daha ziyade nakit akışlarının değerine ve zamanlamasına göre. Gordon ve Lintner (1963) şirketlerin değerinin temettülerden olumlu etkilendiğini görürken, vergi tercihi teorisini destekleyenler ise dağıtımların şirketlerin piyasa değerini olumsuz etkilediğini görmüştür (Weston ve Brigham, 1993, s668).

Bu, çelişkili sonuçlara yol açan farklı faktörlerin olduğu anlamına gelir ve araştırmacı sektör (endüstri) farklılığının bu faktörlerden biri olduğuna inanmaktadır, bu nedenle çalışma Amman pazarında listelenen şirketler üzerinde ve her sektör (endüstri) için ayrı ayrı yürütülmüştür. Test sonuçları, dağılımların finans ve hizmet şirketlerinin piyasa değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu, sanayi şirketlerinin ise piyasa değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Ayrıca borç oranı gibi bazı bağımsız değişkenlerin sektöre (endüstri) bağlı olarak şirketlerin piyasa değeri üzerinde farklı etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Amman Finansal Piyasası - dağıtımlar - piyasa değeri - üreticiler

## ١- المقدمة:

تهدف إدارة الشركة إلى اتخاذ قرارات مختلفة هدفها الأساسي تعظيم قيمة الشركة، وتتجلى أهمية هذه القرارات في القرارات الاستثمارية، التي تحدد سياسة الشركة الاستثمارية، إضافة للقرارات التمويلية التي تحدد سياسة الشركة المالية.

وأصبحت دراسة السياسات المالية والاستثمارية للشركات وعلاقتها بقيمتها السوقية من القضايا المهمة في المجال المالي في الوقت الراهن (Cho,1998; Aggarwal and kyow, 2006).<sup>2</sup>

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق. وتختلف الآراء بتأثير سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للشركات، حيث يرى (Modigliani and Miller,1958) أن قيمة الشركة لا تتأثر بالتوزيعات وإنما بقيمة وتوقيت تدفقاتها النقدية، وأما نظرية تفضيل التوزيعات والتي تُسمى نظرية عصفور باليد فترى أن التوزيعات النقدية الحالية تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية، بينما نظرية التفضيل الضريبي ترى أن المستثمرين يفضلون عدم إجراء توزيعات نقدية حالية، لأن الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من الضريبة على التوزيعات، وبالتالي فهي تؤثر سلباً في القيمة السوقية للشركة، وكما أن النظريات اختلفت في وجهات النظر كذلك اختلفت نتائج الدراسات والأبحاث من سوق لأخرى ومن فترة لثانية. وهذا يعني وجود عوامل خاصة بكل شركة وكل قطاع وسوق قد تؤدي إلى اختلاف النتائج.

يرى الباحث أن تأثير التوزيعات في القيمة السوقية للشركات قد يختلف باختلاف الصناعة، لذلك تم إجراء هذه الدراسة على الصناعات المختلفة للشركات المدرجة في سوق عمان المالي ومقارنة النتائج للتأكد من ذلك.

## ٢- مشكلة البحث:

من المعلوم أنّ سياسة التوزيعات تؤثر في القيمة السوقية للشركات، إلا أن نتائج الدراسات والأبحاث التي جرت حول هذا الموضوع توصلت إلى نتائج متباينة ومختلفة، وأصبحت هذه النتائج محط أنظار كثيرين لمعرفة أسباب اختلافها بين الدراسات، لذلك تتوقع هذه الدراسة أن النتائج قد تختلف باختلاف

<sup>2</sup>Aggarwal.R. and kyow .NNA 2006 leverage investment opportunities and firm value , AGlobal perspective on the influence of financial development , MH Cho · 1998 · Cited by 1696 — By Myeong-Hyeon Cho; Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. , journal of finance Economic 47 ( 1998 ) , 103,121.

الصناعة (القطاع) الذي تعمل فيه الشركات، لذلك سيتم إجراء الدراسة على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي حسب الصناعة.

وبسبب عدم وجود صورة واضحة عن العلاقة بين سياسة التوزيعات وقيمة الشركة في السوق، قامت هذه الدراسة على اختبار هذه العلاقة لإعطاء تفسير عملي وواضح لها في سوق عمان المالي لكل صناعة على حدة. فلذلك سيقوم الباحث بتقديم تفسير لهذه العلاقة بالإجابة عن السؤال الآتي:

هل يختلف تأثير سياسة التوزيعات للشركة في قيمتها السوقية باختلاف القطاع الذي تعمل فيه؟ وقد تم إضافة عدة متغيرات مستقلة ضابطة، وهي معدل نمو حقوق الملكية وربح السهم العادي ونسبة المديونية وحجم التداول والتي يعتقد الباحث أن لها تأثيراً في القيمة السوقية للشركات باختلاف القطاع الذي تعمل فيه. وبالتالي يمكن معرفة تأثيرها بالإجابة على الأسئلة الآتية:

- ١- هل يؤثر معدل نمو حقوق الملكية في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة؟
- ٢- هل يؤثر ربح السهم العادي بشكل مختلف في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة؟
- ٣- هل تؤثر نسبة المديونية بشكل مختلف في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة؟
- ٤- هل يؤثر حجم التداول بشكل مختلف في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة؟  
يعبر عن إجمالي القيمة السوقية للأسهم التي تم تداولها خلال العام ويعكس حجم السيولة في سوق الأوراق المالية (فضل معيوف الحباشنة وآخرون، ٢٠١٤).<sup>٣</sup>
- ٥- هل يؤثر حجم الشركة ممثلاً بالقيمة الدفترية لإجمالي الموجودات بشكل مختلف في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة؟

### ٣- فرضيات الدراسة:

ويتم تحقيق هدف الدراسة من خلال اختبار الفرضيات الآتية:

- الفرضية الأولى:  $H_0$ : لا يؤثر معدل نمو حقوق الملكية في القيمة السوقية للشركات.
- الفرضية الثانية:  $H_0$ : لا يؤثر ربح السهم في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.
- الفرضية الثالثة:  $H_0$ : لا تؤثر نسبة التوزيعات في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.

<sup>٣</sup> الحباشنة، فضل وآخرون، العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة ١٩٨٤-٢٠١١، ٢٠١٤.



- **الفرضية الرابعة:**  $H_0$  لا تؤثر نسبة المديونية في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.
  - **الفرضية الخامسة:**  $H_0$  لا يؤثر حجم التداول في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.
  - **الفرضية السادسة:**  $H_0$  لا يؤثر حجم الشركة ممثلاً بالموجودات في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.
- سيتم تطبيق هذه الفرضيات على الشركات كاملة وحسب الصناعة (المالية والصناعية والخدمية) ومقارنة النتائج.

#### ٤ - هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى التعرف على أثر سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وهل هذا التأثير يختلف باختلاف الصناعة؟ إضافة إلى معرفة طبيعة هذه العلاقة، وذلك من خلال:

- ١- دراسة أثر سياسة التوزيعات النقدية في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.
- ٢- تقييم أهمية تأثير كل متغير مستقل من هذه المتغيرات في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي باختلاف الصناعة، وبالتالي معرفة قوة العلاقة وعلى نحوٍ دقيق وواضح بين سياسة التوزيعات في الشركة وقيمتها السوقية.
- ٣- تفسير وبيان فيما إذا كان اختلاف النتائج في تأثير المتغيرات المستقلة موضوع الدراسة للشركة في قيمتها السوقية يُعزى إلى اختلاف الصناعة، للوصول إلى تحليل موضوعي وتفسير منطقي لهذه العلاقة بما يساعد في فهم واضح لهذه العلاقة وأهميتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية المناسبة.

#### ٥ - أهمية الدراسة:

تهدف إدارة الشركة من خلال سياساتها وخصوصاً سياسة التوزيعات إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة، وتعدّ هذه السياسات جوهر عمل الشركات والتي تؤثر على استمراريتها، وبالتالي فإن ربط سياسة التوزيعات والسياسات الأخرى مع القيمة السوقية للشركات يمكن أن يساعد المديرين والمستثمرين باتخاذ القرارات الصحيحة التي تخفّض التكلفة المرجحة لرأس المال، وبالتالي تزيد في

القيمة السوقية للشركات وبما يتوافق مع تفضيلات المساهمين تجاه التوزيعات، وبالتالي المساهمة في دفع عجلة التطور الاقتصادي في البلد الذي تعمل فيه الشركة. وستظهر أهمية الدراسة من خلال النتائج التي سيتم التوصل إليها والتي قد تكون مهمة ولها قوة توجيهية في تحديد السياسات الواجب اتخاذها من إدارات الشركات لتعظيم ثروة المساهمين، وعدم المخاطرة باتخاذ أي قرارات تنعكس سلباً على أداء الشركة. وتزداد أهمية الدراسة أنها ستبحث في أثر سياسات الشركة مجتمعة في قيمتها السوقية باختلاف الصناعة، خلال الفترة من 2009-2017، واستنتاج فيما إذا يختلف تأثير سياسات الشركات المالية والاستثمارية في قيمتها السوقية باختلاف الصناعة.

#### ٦- مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة وعينتها من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وعددها ٢٣٤ شركة موزعة كما يأتي: ١١١ شركة مالية و٦٧ صناعية و٥٦ خدمية، وقد تم استبعاد: أربع عشرة شركة مالية وأربع عشرة شركة صناعية وثمانية شركات خدمية بسبب عدم توفر كامل بياناتها المالية خلال فترة الدراسة.

٧- محددات الدراسة: أخذت الدراسة عدة متغيرات لدراسة تأثيرها في القيمة السوقية للشركة، وليس هناك إمكانية لأخذها كاملة، ما جعل الدراسة تقتصر على عدد محدد من المتغيرات، وهذا يعني وجود عوامل أخرى تؤثر في القيمة السوقية للشركات. كما تم حذف بعض الشركات بسبب نقص في بياناتها المالية. لذلك يوصي الباحث أخذ هذه العوامل بالحسبان في الدراسات القادمة لمعرفة تأثيرها في القيمة السوقية للشركات.

#### ٨- منهج البحث:

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على تجميع الحقائق والمعلومات ومقارنتها وتفسيرها وصولاً إلى تعميمات مقبولة يمكن تطبيقها على واقع بيئة الدراسة، وكذلك عرض وتحليل أهم الدراسات التي تناولت تأثير سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للشركات، وذلك لاستخلاص النتائج المستفادة، ما يساعد على تقديم مقترحات للشركات.

تم الحصول على البيانات الثانوية من القوائم المالية للشركات المنشورة على موقع سوق عمان المالي، وقد تم استخدام البرنامج الإحصائي SPSS لتحليل هذه البيانات.

#### ٩- الدراسات السابقة:

• **مقدمة:** تؤثر التوزيعات على نحو عام سلباً في القيمة السوقية للشركات إذا كانت السوق كفوّة، لذلك من الأفضل عدم إجراء توزيعات نقدية إذا كان لدى الشركة فرص استثمارية مجدية اقتصادياً، ولكن إن لم يكن لديها فرص استثمارية مستقبلية ناجحة، فمن الأفضل للشركات إجراء توزيعات مرتفعة لحملة الأسهم حتى لا يبقى أي مبالغ تحت تصرف المديرين الذين قد يقومون بتنفيذ مشاريع استثمارية قيمتها الحالية الصافية سالبة أو الإسراف في الإنفاق على بناء المكاتب والأثاث، وبالتالي عدم القدرة على الحصول على ديون جديدة (Rozeff, 1982; and Easrenbrook, 1984) ، لقد تم إجراء عددٍ من الدراسات التي بحثت في العلاقة بين التوزيعات والقيمة السوقية للشركة وكانت النتائج متضاربة، وقد تم تبويب الدراسات السابقة حسب تأثير سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للشركات وهي كما يأتي:

**أولاً عدم وجود علاقة (عدم ملائمة التوزيعات):** اتفقت بعض الدراسات مع نظرية Modigliani (Miller, 1958) التي تفترض عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيعات وقيمة الشركة السوقية في ظل السوق الكفوّة، ومن هذه الدراسات: ودراسة (El Khouri and Al mwalla, 1997) التي أجريت على سوق عمان المالي، ودراسة (Bran, et al, 2005) التي أجريت في الاقتصاد الأمريكي لفترة خمسين عاماً. ودراسة (Ghosh and Ghosh, 2005) التي جرت على الشركات المسجلة في مؤشر ستاندرد آند بورز S&PCNX500 خلال الفترة من ١٩٩٠ - ٢٠٠٢ بينما وجدوا أن العلاقة سلبية بالنسبة لشركات المنافع في روسيا، ودراسة (قاسم، ٢٠١٥) التي أجريت على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي التي استمرت بالتوزيع خلال الفترة ٢٠٠٩ - ٢٠١٣ بأنه لم يكن لكل

<sup>4</sup> Easterbrook, F. H., 1984. "Two Agency Cost Explanations of Dividends". American Economic Review 74, 650-659.

Rozeff, M., 1982. "Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratios".

Journal of Financial Research 5, 249-259.

<sup>5</sup> Modigliani, F. and Miller, M.H.1958. The Cost of Capital, corporate finance and the Theory of Investment, American Economic Review, 48, 261-97.

<sup>6</sup> El-Khouri, R., and Almwalla, M. 1997. "The Effect of Dividend Changes on Security Prices:The Case of Jordanian Companies", Abhath Al-Yarmouk 13, pp.87-94.

<sup>7</sup> Brav, Alon & Graham, John R. & Harvey, Campbell R. & Michaely, Roni, 2005, " [Journal of Financial Economics](#), Elsevier, vol. 77(3), pages 483-527, September .

<sup>8</sup> Ghosh . S. and Ghosh .A. 2005, do leverage, dividend policy and profitability influence the Future Value of Firm, evidence India.

<sup>٩</sup> قاسم ، عدنان ، تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح وأثره على سعر السهم، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٣.

متغير مستقل تأثير على سعر السهم بشكل معنوي بمعزل عن المتغيرات الأخرى، وإنما هنالك علاقة تأثير معنوية للمتغيرات مجتمعة على سعر السهم.

**ثانياً- وجود علاقة سلبية:** توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سلبية بين سياسة التوزيعات والقيمة السوقية للشركات، وتتفق مع نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory، التي تقول إنه على نحو عام في حال كانت السوق كفوّة فإن سعر السهم سوف يهبط بمقدار التوزيعات، ومنها دراسة (Chung and Wright, 1998) <sup>10</sup> التي أجروها على الشركات الصناعية المدرجة في سوق نيويورك، ودراسة (Naceur and Goaid, 2002) <sup>11</sup> التي جرت على الشركات المدرجة في سوق تونس المالي، وكذلك (Thomsen, 2004) <sup>12</sup> وجد بأن التأثير المباشر للتوزيعات المرتفعة سلبي في القيمة السوقية للشركات، وقد تكون التوزيعات المرتفعة إشارة بأن الشركة ناجحة، كما أن دراسة (المصري، 2010) التي أجريت على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان وجد أن نسبة التوزيعات تؤثر إيجاباً في الشركات إذا كانت نسبة Tobin's q (دالة الاستثمار) أكبر من الواحد بينما تتأثر القيمة السوقية سلباً بنسبة التوزيعات في حال كانت نسبة Tobin's q (دالة الاستثمار) أصغر من الواحد، بينما (Hooi, et al, 2015) <sup>13</sup> وجدوا أن التوزيعات تؤثر سلباً في القيمة السوقية في الدراسة التي أجروها على 319 شركة مدرجة في سوق كوالا لامبور، ودراسة (المشكور، 2018) <sup>14</sup> التي أجريت على مجموعة شركات مصرفية في العراق خلال الفترة من 2011-2015.

**ثالثاً- وجود علاقة إيجابية:** قد توصلت دراسات أخرى إلى أن التوزيعات الحالية تزيد في قيمة الشركة وتتفق مع نظرية التوزيعات الحالية أكثر أمناً التي يؤيدها كل من (Gordon and Lintner, 1956) <sup>15</sup> والتي تدعى نظرية عصفور باليد، كدراسة (Bradley, et al, 1998) <sup>16</sup> التي جرت على الشركات

<sup>10</sup> Chung. K.H and Wright.p, 1998, corporate policy and Market Value: A q Theory Approach, Review of Quantitative Finance and Accounting 11, 293-310.

<sup>11</sup> Naceur and Goaid, 2002, The relationship between dividend policy, financial structure, profitability and firm value, applied Financial Economics, 843-849.

<sup>12</sup> Thomsen.S.2004, Block holder Ownership, Dividends and firm value in continental Europe, this paper is prepared for presentation at ISNIE2004.

<sup>13</sup> sew eng Hooi, Mohamed, Albalty, Ahmad Ibn Ibrahimy, Dividend policy and share price volatility 2015. No. 4, Proceedings of 15th Annual Conference of the Western Finance Association, June 19-21, 1980, San Diego, California. (Nov. 1980), pp. 855-869.

<sup>14</sup> مشكور، سعود، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، 2018.

<sup>15</sup> Gordon M. & Lintner, J, (1956) "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," American Economic Review, 46(2), 97-113 (1956).

<sup>16</sup> Bradley.M., Copozza and Seguiin, 1998, Dividend policy and Cash flow Uncertainty, JEL Classifications: L1, G31, J33, L85.

الاستثمارية العقارية في ثماني دول منها بريطانيا وجنوب إفريقيا وغيرها، ودراسة (Travlos, Trigrorgis, and Vafea, 1999)<sup>17</sup> التي أُجريت على الشركات المدرجة في سوق قبرص المالي خلال الفترة ١٩٨٥-١٩٩٥. كما أن<sup>18</sup> (Chung and Wright, 1998) توصلوا لنفس النتيجة في دراستهم التي أُجريت على الشركات الصناعية المدرجة في سوق نيويورك المالي. وكذلك دراسة (Sawicki, 2001)<sup>19</sup> التي أُجريت في ثماني دول من شرق آسيا خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩٨، ودراسة الباحثين (عبد العزيز والمقيصد، ٢٠٠٢)<sup>20</sup> في دراستهم التي أُجريت على عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠١، إضافة إلى دراسة (أبو حشيش، ٢٠٠٣)<sup>21</sup>، وقد استنتج في دراسته التي هدفت في تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر في أسعار الأسهم في سوق عمان المالي أن سعر السهم يرتبط طردياً مع عائد السهم، إضافة إلى دراسة (عبد القادر والفضل، ٢٠٠٣)<sup>22</sup> التي جرت على عينة من الشركات الأردنية والعراقية، ودراسة<sup>23</sup> (Fama and French, 1998; Kostyuk, 2006)<sup>24</sup> وقد استنتجوا بأن التوزيعات تؤثر إيجابياً في القيمة السوقية للشركات، كما أن (Kostyuk, 2006)<sup>25</sup> استنتج في الدراسة التي أجراها على الشركات الصناعية المدرجة في سوق أوكرانيا إلى نفس النتيجة. ودراسة (زعر وشراب، ٢٠٠٧)<sup>26</sup> التي جرت على سوق فلسطين المالي، ودراسة (Karacaer and Ozek, 2009)<sup>27</sup> التي أُجريت على الشركات المدرجة في سوق إسطنبول، وملك دراسة (دادن، بديدة وآخرين، ٢٠١٢)<sup>28</sup>، وقد توصلوا لنفس النتائج في دراستهم على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر

<sup>17</sup> Travlos. N, Trigrorgis. L, and Vafeas. N., 1999, shareholder Wealth Effects of Dividend policy changes in an Emerging Stock Market: The case of Cyprus.

<sup>18</sup> Chung. K. H And Wright, 1998, corporate Policy and Market Value: A q Theory Approach, Review of Quantitative Finance and Accounting 11, 293-310.

<sup>19</sup> Sawicki. J, 2001 An Investigations into the Dividend policy of firms in East Asia, working paper www.SSRN.com

<sup>20</sup> عبد العزيز والمقيصد، ٢٠٠٢، العلاقة بين التوزيعات النقدية وقيمة الشركات، دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي.

<sup>21</sup> أبو حشيش، خليل عواد، دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية، ٢٠٠٣.

<sup>22</sup> عطية، عبد القادر محمد. و الفضل، مؤيد، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. (٢٠٠٣)،

<sup>23</sup> Kostyuk, 2006, Former reference

<sup>24</sup> Fama and French, 1998, Former reference

<sup>25</sup> Kostyuk. D., 2006, Dividend Payout: It's Impact on Value, A master Thesis, National "kyiv-Mohyla Academy".

<sup>26</sup> زعر وشراب، ٢٠٠٧، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ص ٥٥٧-٥٧٩.

<sup>27</sup> Karacaer, Semra & Ozek, Pelin. (2009). How do firm characteristics affect the market reaction to investment announcements: ISE case. Investment Management and Financial Innovations. 6. 156-162.

<sup>28</sup> دادن، بديدة وآخرون، ٢٠١٢، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة، مجلة الباحث، العدد ١٠.

CAC40 في بورصة باريس، كما أن دراسة (Zakaria, Muhammad, and Zulifli,2012)<sup>29</sup> على شركات البناء والمواد الأولية المدرجة في سوق ماليزيا المالي وجدت أن ٤٣% من تغير قيمة الشركات السوقية سببه سياسة التوزيعات، وقد توصل (Khan,2013)<sup>30</sup> إلى أن القيمة السوقية تتأثر إيجاباً بالتوزيعات في دراسته على الشركات الطبية المدرجة في مؤشر KSE-100 Index في سوق باكستان المالي خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٠. كما أن (Ajayi, Seyingbo,2015)<sup>31</sup> توصل في دراستهم على شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق نيجيريا المالي إلى نفس النتيجة، بينما قام كلٌّ من (Maharshi, Malik,2015)<sup>32</sup> بإجراء دراسة على الشركات المشكلة لمؤشر BSE - SENSEX الذي يضم ٣٠ شركة مدرجة في بورصة بومباي للأوراق المالية، وقد استنتجت بأن الإعلان عن التوزيعات يؤثر إيجابياً في القيمة السوقية للشركات، ودراسة (Budagaga,2017)<sup>33</sup> وجد أن التوزيعات النقدية تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية للشركات بالدراسة التي أجراها على ٤٤ شركة مدرجة في سوق إسطنبول. وكذلك دراسة (Ismawati,2018)<sup>34</sup> التي أجريت على الشركات المدرجة في سوق ماليزيا المالي، ودراسة (Enebrand, and Magnusson, 2018)<sup>35</sup> أجريت على الشركات ذات رأس المال المتوسط والمرتفع خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٧ المدرجة في سوق استوكهولم المالي، ودراسة (مشكور وسعود، ٢٠١٩)<sup>36</sup> التي أجريت على المصارف في سوق العراق المالي. ودراسة (Ramirez and Ferrer, 2021)<sup>37</sup> في دراستهم على الشركات المدرجة في سوق الفلبين، كل هذه الدراسات استنتجت بأن التوزيعات تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية للشركات.

<sup>29</sup> Zakaria, Muhammad, and Zulifli,2012, The Impact of Dividend Policy on The share price volatility.

<sup>30</sup> Shamus Khan , Saying Meritocracy and Doing Privilege,2013

<sup>31</sup> Ajayi, Seyingbo,2015, Dividend Policy and Share price volatility in Nigerian banking industry.

<sup>32</sup> Karan Malik - Head of Air Content & Pricing – Jetabroad Sydney, New South Wales, Australia - Head of Air Content & Pricing - Jetabroad Karan Malik | Sydney, New South Wales, Australia | Consulting | Strategy | Product Analytics ... Apr 2015 - Nov 2015 8 months ... Maharshi Dayanand University.

<sup>33</sup> Akram Budagaga, Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach, 2017.

<sup>34</sup> Linna Ismawati, The Influence of Capital Structure and Dividens Policy to Firms Value Listed at Indonesian Stock Exchange, Program Studi Manajemen, Universitas Komputer Indonesia, Bandung, Indonesia Available Online November 2018.

<sup>35</sup> Adam Enebrand, T. Magnusson, Dividend policy and its impact on firm valuation, Published 2018.

<sup>36</sup> مشكور،سعود، وصادق، زهور، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول، جامعة المنى ، مجلة الدنانير، العدد ١٥، ٢٠١٩.

<sup>37</sup> Franklin S. Ramirez, Rodiel C. Ferrer,The mediating role of dividend policy on the impact of capital structure and corporate governance mechanisms on firm value among publicly listed companies in the Philippines from 2013 to 2016 using structural equation model, Ramon V. Del Rosario College of Business, DLSU Business & Economics Review 31(1) 2021, p. 95-111.

## ثانياً - الإطار النظري للدراسة:

## ١ - المقدمة

يُعد قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة والصعبة التي تتخذها الإدارة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على الشركة وحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين، وتأثيرها في سعر السهم في السوق، كما أن قيمة الشركات تتحدد بالقيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية المتوقعة.

إن الشركات الناجحة تحقق أرباحاً قد يعاد استثمارها، أو تسديد ديون، أو اتخاذ قرار بتوزيع هذه الأرباح على نحوٍ كامل أو نسبة منها على حملة الأسهم، وإذا قررت الإدارة دفع توزيعات على المساهمين عليها أن توازن بين التوزيعات الحالية ونمو الشركة مستقبلاً.

وعموماً إذا لم يكن لدى الشركة مشاريع استثمارية مستقبلية مجدية فمن الأفضل لها دفع توزيعات مرتفعة لحملة الأسهم حتى لا يبقى أي نقود تحت تصرف المدراء والوقوف في مشكلة الاستثمار أعلى من المعدل، (overinvesting) وهي القيام بإنشاء مشاريع استثمارية جديدة قد تكون قيمتها الحالية الصافية سالبة أو الإسراف بالإنفاق على المكاتب والأثاث وغيره، وبالتالي عدم القدرة على الحصول على ديون جديدة وذلك حسب (Rozeff, 1982)<sup>38</sup> ودراسة (Easrenbrook, 1984)<sup>39</sup>.

هناك عددٌ من الدراسات التي بحثت في هذا المجال وتوصلت إلى نتائج متضاربة، وعموماً إذا كانت السوق كفوّة فإن سعر السهم يهبط بمقدار التوزيعات، حيث استنتج (Naceur & Goaid, 2002) أن العلاقة سلبية بين التوزيعات والقيمة السوقية للشركة في دراستهم على الشركات المدرجة في سوق تونس المالي، بينما توصل آخرون إلى نتائج مخالفة وأن التوزيعات تؤثر إيجابياً في القيمة السوقية للشركة حسب (Fama & French, 1998)<sup>41</sup>، في حين توصل آخرون إلى أن القيمة السوقية للشركات غير مرتبطة بسياسة التوزيعات وأن قرار التوزيع مستقل عن القيمة السوقية للشركات، وذلك حسب (Modigliani and miller, 1959)<sup>42</sup>، بينما وجد آخرون أن التوزيعات ترتبط إيجابياً مع القيمة السوقية للشركات التي استثمارها أعلى من المعدل (Over Investing)، أي نسبة

<sup>38</sup> Rozeff, Michael S., Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of ... 249-259, Fall 1982.

<sup>39</sup> Easrenbrook, 1984, , Former reference

<sup>40</sup> Samy Ben Naceur & Mohamed Goaid, The relationship between dividend policy, financial structure, profitability and firm value , 2002.

<sup>41</sup> Fama . E and French. K.,1998, Former reference.

<sup>42</sup> Modigliani and miller,1958, Former reference.

Under Tobins` q منخفضة وسلبياً مع القيمة السوقية للشركات التي لها استثمار أقل من المعدل Investing أي نسبة Tobins` q مرتفعة (Chung and Wright,1998).

٢- سياسة التوزيعات المثالية: هي السياسة التي توازن بين التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي للشركة وبالتالي زيادة سعر السهم في السوق، ولكن لم تستطع الدراسات والأبحاث على الرغم من تعددها وتنوعها تحديد سياسة توزيعات مثالية بسبب عدم وجود شركات تتشابه في كل شيء باستثناء سياسة التوزيعات. كل هذا أدى إلى ظهور نظريات عديدة تعكس وجهات نظر المستثمرين.

### ٣- نظريات سياسة التوزيعات:

١) نظرية (Modigliani and Miller (1958): رأى (Modigliani and Miller,1958) بأن قيمة الشركة السوقية لا ترتبط بسياسة التوزيعات وإنما تتحدد قيمتها بتدفقاتها النقدية وتوقيتها ودخلها المتحقق وليس كيف يتم تقسيم هذا الدخل بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، وذلك في ظل فرض أن السوق كفؤة، وعدم وجود تكاليف عمولات، وعدم وجود ضرائب. وحسب هذه النظرية فإن كل مستثمر يضع سياسة التوزيع الخاصة به، فإذا قامت الشركة بدفع توزيعات نقدية ولم يكن المستثمر بحاجة إلى النقد فإنه يقوم بشراء أسهم بقيمة التوزيعات التي حصل عليها، وإذا لم تدفع الشركة توزيعات نقدية وكان المستثمر بحاجة للنقد فإنه يقوم ببيع جزء من أسهمه ويحصل على النقود التي يحتاجها، وهكذا فإن كل مساهم يضع سياسة التوزيع الخاصة به، وإن قيمة الشركة السوقية لا تتأثر بسياسة التوزيعات.

ولكن الواقع يختلف، إذ لا يوجد عالم من دون عمولات وضرائب، كما أن فرضية السوق الكفؤة مستحيلة في الحياة العملية. لذلك فإن هذه النظرية تعرضت لعددٍ من الانتقادات، نظراً لعدم واقعية الافتراضات التي قامت عليها، خاصة الافتراضات المتعلقة بالمنافسة التامة وعدم وجود تكاليف تمويل، وعدم وجود ضرائب، واستحالة توفر نفس المعلومات لكل المستثمرين ووصولها لكافة أطراف المصلحة بتوقيت واحد وأن المعلومات لدى الإدارة هي نفس المعلومات لدى المستثمرين.

وكننتيجة لهذه الانتقادات قدم (Gordon,1963) أفكاراً بديلة للنتائج التي جاءت بها نظرية موديللياني وميلر، وقدم بعض الأدلة التي تناقض هذه النظرية، إذ يرى أن الزيادة في الأرباح الموزعة يمكن أن تؤثر بشكل إيجابي على ثروة المساهمين، بسبب عدم كفاية المعلومات ولا يمكن أن تكون المعلومات لدى الإدارة هي نفسها لدى المستثمرين أو أن تصل للجميع في لحظة واحدة، وحالة عدم التأكد في

<sup>43</sup> Modigliani and Miller,1958, Former reference.



السوق (زلوم والشعار، ٢٠١٥، ص ٣٤).

(٢) **نظرية تفضيل التوزيعات الحالية:** بين كل (Gordon and Lintner) <sup>٤٤</sup> بأن تكلفة رأس المال تتخفض بازدياد نسبة التوزيعات وبالتالي يزداد سعر السهم في السوق، وذلك أن المستثمرين يعدّون قيمة التوزيعات النقدية المستلمة حالياً هي أعلى من المبالغ النقدية التي يتم استلامها كأرباح رأسمالية لدى بيع السهم، ( الربح الرأسمالي هو الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه)، كما أن المستثمر ليس متأكداً بأنه سيستلم الربح الرأسمالي وبالتالي فإن خطر التوزيعات الحالية أقل من خطر الأرباح الرأسمالية، وتدعى هذه النظرية بنظرية عصفور باليد (Bird In Hand) وبالتالي فحسب هذه النظرية يزداد سعر السهم في السوق بازدياد التوزيعات.

(٣) **نظرية التفضيل الضريبي:** حسب هذه النظرية يفضل المستثمرون عدم إجراء أية توزيعات حالياً، لأن الضرائب على التوزيعات النقدية أكبر من الضريبة على ربح السهم الرأسمالي والتي لا تُدفع أيضاً إلا عند بيع الأسهم بينما ضريبة التوزيعات تدفع فوراً، كما أنه إذا بقي السهم في ملكية حامله حتى وفاته فإنه ينتقل بالوراثة دون أن يترتب عليه دفع ضريبة وبالتالي حسب هذه النظرية يزداد سعر السهم بانخفاض التوزيعات.

(٤) **نظرية الفائض:** ترى هذه النظرية أن تقوم الإدارة بدفع توزيعات للمستثمرين بعد أن يتم تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، والتي يكون العائد المطلوب عليها جيداً يتناسب مع المخاطر، بحيث يكون عائدها أعلى من العوائد على الاستثمارات المشابهة.

(٥) **نظرية الإشارة:** كما ذكرنا سابقاً فإن (Modigliani and Miller, 1958) <sup>٤٥</sup> افترضوا بأن السوق كفؤة، وبالتالي فإن المعلومات عن الشركات المتوفرة لدى المستثمرين هي نفس المعلومات لدى الإدارة وإن توقعات كافة المستثمرين حول أرباح وتوزيعات أي شركة مستقبلاً متشابهة، ولكن الواقع العملي يختلف إذ إن المستثمرين لديهم وجهات نظر مختلفة عن مستقبل الشركات، كما أن المعلومات التي لدى الإدارة أفضل من المعلومات التي يعرفها المستثمرون، لذلك يعتقد مؤيدو هذه النظرية والتي تسمى نظرية الإشارة Signaling Theory بأن الإدارة تزيد التوزيعات إذا كانت الأرباح المتوقعة مرتفعة والعكس صحيح، وبالتالي فإن إعلان دفع التوزيعات يتضمن معلومات يستقبلها المستثمرون وبالتالي تنعكس إيجابياً في سعر السهم.

44 Gordon and Lintner, Former reference.

45 Modigliani and Miller, 1958, Former reference.

وقد رأى آخرون بأن مجموعات المستثمرين يفضلون سياسة توزيعات مختلفة فمنهم من يفضل التوزيعات الحالية وخاصة المتقاعدين، بينما آخرون يفضلون عدم إجراء أية توزيعات وخاصة في الفترة التي تحقق فيها الشركة أرباحاً عالية وغير عادية، بينما مجموعات أخرى من المستثمرين يفضلون عدم إجراء توزيعات بسبب عدم حاجتهم للنقد، وإذا استلموا التوزيعات سيدفعون عليها ضرائب وسيعيدون استثمارها ما يترتب عليه دفع عمولات، بينما إذا لم تدفع الشركة توزيعات فإن فئة المستثمرين التي ترغب بالتوزيعات سيضطرون لبيع جزء من الأسهم لتأمين الأموال اللازمة لهم، إذاً على الإدارة أن تراعي مجموعات المستثمرين لديها وتفضيلاتهم عند اتخاذ قرار توزيع العوائد، وهنا تكون العلاقة بين التوزيعات والقيمة السوقية غامضة، وسيقوم المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى شركات أخرى إذا كانت سياسة التوزيع غير مناسبة لهم، ما يترتب عليه أعباء بيع الأسهم التي بحوزتهم وإعادة شراء أسهم شركات أخرى تتناسب سياستها التوزيعية مع المستثمر. وإذا قررت الإدارة دفع توزيعات إلى حملة الأسهم فيجب الأخذ بالاعتبار أن يكون الهدف تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة القيمة السوقية للشركة، وإن النقد الموجود في الشركة تعود ملكيته لحملة الأسهم وعليها أن تعيد استثمار هذه الأموال إذا كان لديها مشاريع استثمارية ناجحة لتحقيق أرباح أعلى من الأرباح التي قد يحققها المستثمرون في مشاريع مشابهة ولها نفس الخطر، وفي حال عدم توفر مثل هذه الفرص على الإدارة أن توزع الأرباح للمساهمين.

#### ٤ - مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها ٢٣٤ شركة موزعة كما يأتي: ١١١ مالية و ٦٧ صناعية و ٥٦ خدمية، وقد تم استبعاد ١٤ شركة مالية و ١٤ صناعية و ٨ خدمية بسبب عدم توفر كامل بياناتها خلال فترة الدراسة. فيصبح عدد الشركات في العينة ١٩٨/ شركة. لقد تم اختيار عينة الدراسة بحيث تحقق بعض الشروط ومنها:

١- توفر البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة.

٢- ألا يكون قد تم اندماج الشركة أو تمت تصفيتها أو تم تأسيسها خلال فترة الدراسة.

١- عدم توزيع أسهم أو تمت تجزئة أسهم الشركة خلال فترة الدراسة.

ويشكل حجم العينة ٨٤,٦٪ من عدد الشركات المدرجة في سوق عمان. تم إجراء الدراسة خلال فترة تسع سنوات للفترة من عام ٢٠٠٩ ولغاية عام ٢٠١٧، وقد تم تقسيم عينة الدراسة إلى ثلاث مجموعات: الأولى: تتضمن شركات القطاع المالي والثانية شركات القطاع الصناعي (الإنتاجي)

والثالثة شركات القطاع الخدمي.

وبعد ذلك تم فحص الارتباط بين القيمة السوقية للشركة ومتغيرات سياسة الشركة خلال فترة تسع سنوات اعتباراً من ٢٠٠٩-٢٠١٧ لكل مجموعة على حدة باستخدام Cross - Sectional association وفترة تسع سنوات تعدّ فترة كافية لمعرفة الارتباط بشكل واقعي، وخاصة إذا علمنا بأننا كلما زدنا فترة الدراسة يقل عدد الشركات ضمن العينة التي تتوفر بياناتها على نحو كامل، وقد ترتبط القيمة السوقية للشركة بقيمتها الدفترية، وافترضنا في هذه الدراسة بأن الانحراف في قيمة السوق عن القيمة الدفترية للشركة يعكس فيما إذا كانت سياسات الشركة المالية والاستثمارية مثالية أم لا.

وتم استخدام النموذج الذي استخدمه (Chung, Wright, 1998)<sup>46</sup> وهو بشكله النهائي:

$$LnMVi, t = a0 + a1GREi, t + a2RPSi, t + a3DIVi, t + a4DRi, t + a5LnTVi, t + a6LnBVi, t + \epsilon_{i,t}$$

حيث إن:  $LnMVi, t$ : القيمة السوقية للشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$GREi, t$ : معدل نمو حقوق الملكية للشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$RPSi, t$ : ربح السهم العادي للشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$DIV_{i,t}$ : نسبة التوزيع للشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$DEBT_{i,t}$ : نسبة المديونية للشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$LnTVi, t$ : حجم التداول للشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$LnBVi, t$ : حجم الشركة ممثلاً بالقيمة الدفترية لإجمالي موجودات الشركة  $i$  في السنة  $t$ .

$\epsilon_{i,t}$ : معامل الخطأ.

تم إدخال متغيرات ضابطة في النموذج قد يكون لها تأثير في القيمة السوقية للشركات وهي: حجم الشركة، وهناك عدة طرق لقياس الحجم ولكن عموماً تستخدم الدراسات إجمالي الموجودات أو مبيعات الشركة بينما ستستخدم هذه الدراسة حجم الموجودات. كما تم إدخال ربح السهم في المعادلة ليس لمعرفة أثر الربحية في القيمة السوقية فقط وإنما أيضاً لضبط الارتباط المزيّف في حالة وجوده، كما تم الأخذ بالاعتبار حجم التداول لأنه يدل على نشاط الشركة لأنه ينتج عن الطلب على أسهم الشركة، وقد تم أخذ معدل نمو حقوق الملكية كمتغير مستقل لأنه يعكس سياسة التوزيعات والأرباح المحتجزة ونموها يعني زيادة الاستثمار.

<sup>46</sup> Chung. K.H and Wright.p ,1998, Former reference.

سنختبر فيما إذا كان هناك تأثير على نحوٍ مختلف لهذه المتغيرات في القيمة السوقية للشركات حسب القطاع. فقد قمنا بتطبيق النموذج على كامل الشركات وبنحوٍ منفصل على كل مجموعة من الشركات وذلك حسب القطاع لمعرفة فيما إذا هناك اختلاف في تأثير سياسات الشركات في قيمتها السوقية باختلاف القطاع (مالي، صناعي، خدمات).

**المتغيرات وطرق قياسها:** اعتمدت الدراسة مجموعة من المتغيرات ذات الصلة بقيمة الشركة السوقية وقد تكون سبباً لها.

١- **القيمة السوقية للشركة:** يتم قياسها سنوياً سعر الإغلاق للسهم العادي في نهاية الدورة المالية مضروباً بعدد الأسهم المتداولة. وقد أخذنا اللوغاريتم لها للتخلص من القيم المتطرفة وتصبح أقرب للتوزيع الطبيعي.

٢- **معدل النمو:** يُقاس بمعدل نمو القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وهي طرح قيم حقوق الملكية خلال السنة السابقة من قيمتها خلال السنة اللاحقة مقسوماً على حقوق الملكية خلال السنة السابقة.

٣- **ربح السهم العادي:** يقاس بقسمة الأرباح الصافية بعد طرح نصيب الأسهم الممتازة مقسوماً على عدد الأسهم العادية.

٤- **نسبة التوزيعات:** تحسب بقسمة التوزيعات لكل سهم على أرباح كل سهم.

**نسبة المديونية:** تقاس بنسبة إجمالي الالتزامات إلى القيمة الدفترية لإجمالي الموجودات (Frank and Goyal, 2004).<sup>٤٧</sup>

٥- **حجم التداول:** قيمة الأسهم أو العقود التي يتم مداولتها في سوق الأوراق المالية لشركة معينة خلال فترة زمنية معينة، وقد تم أخذ اللوغاريتم لها للتخلص من القيم المتطرفة، وتصبح موزعة طبيعياً.

٦- **حجم الشركة:** يتم قياس حجم الشركة بالقيمة الدفترية لإجمالي الموجودات، وقد تم أخذ اللوغاريتم لهذه المبيعات للتخلص من القيم المتطرفة، وتقترب من التوزيع الطبيعي.

## ٢- أساليب جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة على جمع البيانات الثانوية من القوائم المالية المنشورة، وقد تم الحصول عليها من خلال دليل الشركات والنشرات الإحصائية اللتين تصدران عن سوق عمان المالي ومن موقع السوق

<sup>47</sup> Frank and Goyal, 2004, the effect of market conditions on capital structure adjustment, finance research letters, 47-55.

الإلكتروني. (<https://exchange.jo/ar>).

### ٣- أساليب تحليل البيانات:

- تم استخدام البرنامج الإحصائي (SPSS, and Minitab) في عملية التحليل للأغراض الآتية:
- ١- اختبار التوزيع الطبيعي لكل من المتغيرات: الموجودات الثابتة، القيمة السوقية للشركات، حجم التداول.
  - ٢- اختبار معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع مع اختبارها إحصائياً.
  - ٣- اختبار الانحدار المتعدد لمعرفة تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع.
  - ٤- اختبار F لفحص مدى ملائمة النموذج وكيفية وتأثير العوامل المستقلة مجتمعة في المتغير التابع، أي معرفة درجة معنوية المعادلة.
  - ٥- اختبار Variance Inflation Factor (VIF): وذلك للتأكد من أن نتائج النموذج ليست ناتجة عن وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة في النموذج.
  - ٦- اختبار (D.W) لمعرفة فيما إذا كان الخطأ عشوائياً. لقد تم اختبار التوزيع الطبيعي باستخدام اختبار Durbin-Watson وتبين أنّ كلاً من الموجودات الثابتة والقيمة السوقية وحجم التداول لا تخضع للتوزيع الطبيعي، لذلك قمنا بأخذ اللوغاريتم وأصبحت تخضع للتوزيع الطبيعي.

### رابعاً- نتائج التحليل الإحصائي:

نستعرض نتائج التحليل الإحصائي للبيانات، حيث ستقوم هذه الدراسة بوصف خصائص العينة، ولمعرفة العلاقة بين القيمة السوقية للشركات كمتغير تابع والمتغيرات سياسة التوزيعات وسياسة التمويل وعائد السهم وحجم التداول وحجم الشركة ومعدل نمو حقوق الملكية كمتغيرات مستقلة سنستخدم مبدأ تحليل الانحدار المتعدد.

سيتم رفض أو قبول فرضيات الدراسة اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي، والتوصل إلى تفسير واضح للنتائج ومعرفة فيما إذا كان يختلف تأثير سياسات الشركة في القيمة السوقية للشركات باختلاف الصناعة.

### ١- وصف البيانات:

- متوسط لوغاريتم القيمة السوقية للشركات كاملة هو ٩.٦١٥٠، بينما متوسط لوغاريتم القيمة السوقية للشركات المالية ٩.٥٠١٧ وللشركات الخدمية ١٠.٠١٤١، بينما بلغ ٩.٤٧ للشركات الصناعية. وقد لا يكون هناك اختلاف بين متوسطات القيمة السوقية للشركات باختلاف القطاع.

- متوسط معدل نمو حقوق الملكية للشركات كاملة هو ٢.٧٩، بينما بلغ في الشركات المالية ٥.٤٦ وللشركات الخدمية ٦.٦٠٤٢، بينما بلغ - ٠.٤١ للشركات الصناعية. ومن خلال هذه النتيجة نتوقع ألا يكون لمعدل نمو حقوق الملكية للشركات نفس التأثير في القيمة السوقية باختلاف القطاع.

- متوسط ربح كل سهم للشركات كاملة هو ٩.٦٥، بينما بلغ في الشركات المالية ٣.٣٩ وللشركات الخدمية ٢٦.١٣٤٣، بينما بلغ ٨.٢١ للشركات الصناعية. لذلك قد يختلف تأثير ربح السهم في القيمة السوقية للشركات باختلاف القطاع.

- متوسط نسبة التوزيعات للشركات كاملة هو ٢٠.٤٥٥١، بينما بلغ في الشركات المالية ٩.٢١٣٤ وللشركات الخدمية ٢٠.٨٣٦٩، بينما بلغ ٤٠.٣٥ للشركات الصناعية. وبهذا قد يكون التأثير مختلفاً في القيمة السوقية للشركات باختلاف القطاع.

- متوسط نسبة المديونية للشركات كاملة هو ٣٠%، بينما بلغ في الشركات المالية ١٩.٣٢% وللشركات الخدمية ٤٦.٣٣٥٦%، بينما بلغ ٣٤.٧٥% للشركات الصناعية. وبالتالي قد نجد اختلاف تأثير القيمة السوقية للشركات بنسبة المديونية باختلاف القطاع.

- متوسط لوغاريتم حجم التداول للشركات كاملة هو ٧.٣٧٥٣، بينما متوسط بلغ في الشركات المالية ٧.٦٩٨٨ وللشركات الخدمية ١٢.٩٩، بينما بلغ ٦.٩٢ للشركات الصناعية، وهذا قد يؤدي إلى عدم اختلاف تأثير القيمة السوقية بهذا المتغير باختلاف القطاع.

- لوغاريتم متوسط حجم الشركات ممثلاً بقيمة إجمالي الموجودات للشركات كاملة هو ١٠.٢٥٧١، بينما متوسط بلغ في الشركات المالية ١٠.٤٠٧٧ وللشركات الخدمية ١٤.٤٠، بينما بلغ ٩.٨٢ للشركات الصناعية. وبهذا قد لا يختلف تأثير القيمة السوقية للشركات بهذا المتغير باختلاف القطاع.

٢- تحليل الانحدار المتعدد: لدراسة العلاقة بين القيمة السوقية للشركات مع كل من حجم الشركة ممثلاً بالقيمة الدفترية لإجمالي الموجودات ونسبة المديونية ونسبة التوزيعات وربح السهم ومعدل نمو حقوق الملكية وحجم التداول:

يهتم تحليل الانحدار المتعدد بدراسة وتحليل أثر عدة متغيرات مستقلة كمية على متغير تابع كمي، ويتم من خلاله تفسير التباين في المتغير التابع، وكلما كانت المتغيرات المستقلة المستخدمة في قياس الانحدار المتعدد ذات ارتباط قوي مع المتغير التابع زادت درجة التفسير، لذلك عند اختيار المتغيرات المستقلة يجب أن تتوفر لدينا المعرفة بوجود ذلك الارتباط، كما يجب ملاحظة أن كل متغير مستقل لا يقدم وحده التفسير على نحو دقيق لوجود عوامل كثيرة يمكن أن تلعب دوراً بالتأثير في المتغير

التابع.

إنّ العلاقة بين المتغيرات تظهر على شكل معادلة، وهذه المعادلة هي عبارة عن علاقة بين متغير تابع واحد  $y$  مع متغير مستقل واحد أو أكثر  $x_1, x_2, \dots, x_n$  يأخذ الشكل:

$$y_i = a_0 + a_1x_{1i} + a_2x_{2i} + \dots + a_nx_{ni} + \varepsilon_i$$

حيث:  $a_0, a_1, a_2, \dots, a_n$  تدعى معاملات الانحدار، وتحدد عن طريق البيانات المعطاة. المعادلة التي تملك متغيراً مستقلاً واحداً فقط تدعى معادلة انحدار بسيط، والمعادلة التي تحتوي على أكثر من متغير مستقل تدعى معادلة انحدار متعدد.

في البداية وحتى يمكننا استخدام تحليل الانحدار المتعدد يجب جعل جميع متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي، ولذلك تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات باستخدام برنامج SPSS، بالاختبار وحسب اختبار Durbin-Watson وُجد أن كلاً من القيمة الدفترية لإجمالي الموجودات والقيمة السوقية وحجم التداول موزعة بشكل غير طبيعي، وليتم تحويلها إلى التوزيع الطبيعي تم أخذ اللوغاريتم لكل منها على حدة.

استُخدم معامل ارتباط بيرسون لمعرفة علاقة الارتباط البسيط بين القيمة السوقية للشركات كمتغير تابع، وحجم الشركة ممثلاً بالقيمة الدفترية لإجمالي الموجودات ونسبة التوزيعات ومعدل نمو حقوق الملكية وربح السهم ونسبة المديونية وحجم التداول كمتغيرات مستقلة، وذلك قبل البدء بدراسة الانحدار المتعدد لتحديد المتغيرات التي كان لها التأثير الفردي الأكبر على القيمة السوقية للشركات.

### ٣- تحليل الارتباط (ارتباط بيرسون):

كانت نتائج ارتباط بيرسون كما هو واضح في الجدول رقم (٥):

- ١- لوحظ أن الارتباط بين القيمة السوقية للشركات مع نمو حقوق الملكية ضعيف وجوهري للعينة كاملة وللشركات أياً كان القطاع الذي تعمل فيه الشركة.
- ٢- تبين أن الارتباط بين القيمة السوقية للشركات وربح السهم قوي وجوهري للشركات كاملة وباختلاف القطاعات.
- ٣- أظهرت النتائج أن الارتباط ضعيف بين قيمة الشركة السوقية ونسبة التوزيعات بالنسبة للشركات كاملة ولمجموعة الشركات في القطاع المالي والخدمي، بينما لا يوجد ارتباط مع الشركات في القطاع الصناعي.
- ٤- تظهر النتائج ارتباطاً بين القيمة السوقية للشركة ونسبة المديونية وحجم التداول وحجم الشركة

لكامل عينة الشركات وللشركات باختلاف القطاعات.

وفيما يلي جدولٌ يتضمن مقارنة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية للشركات) والمتغيرات المستقلة لإجمالي العينة ولمجموعات الشركات باختلاف القطاع.

**جدول رقم (٥): مقارنة نتائج الارتباط بين القيمة السوقية والمتغيرات المستقلة**

المتغير المستقل	كامل العينة	المالية	الصناعية	الخدمية
نمو حقوق الملكية	الارتباط سالب غير معنوي ( $r=-0.033$ ;	الارتباط سالب غير معنوي ( $r=-.065$ ; $p<0.10$ )	موجب غير معنوي ( $r=0.060$ )	موجب غير معنوي ( $r=.09$ ; $p<0.10$ )
ربح السهم	الارتباط معنوي ( $r=-0.42$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.372$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.566$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.336$ ; $p<0.01$ )
نسبة التوزيعات	موجب ومعنوي ( $r=0.156$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.223$ ; $p<0.01$ )	موجب غير معنوي ( $r=0.086$ ; $p<0.10$ )	موجب غير معنوي ( $r=0.362$ ; $p<0.01$ )
نسبة المديونية	موجب ومعنوي ( $r=0.176$ ; $p <0.01$ )	موجب ( $r=0.107$ ; $p<0.01$ )	سالب ومعنوي ( $r=-0.16$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.404$ ; $p<0.01$ )
حجم التداول	موجب وغير معنوي ( $r=0.352$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.412$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.334$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.24$ ; $p<0.01$ )
حجم الشركة	موجب معنوي ( $r=0.862$ ; $p<0.01$ )	موجب وقوي ( $r=0.884$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.814$ ; $p<0.01$ )	قوي موجب ومعنوي ( $r=0.842$ ; $p<0.01$ )

#### ٤- تحليل Variance Inflation Factor (VIF)

من خلال الاطلاع على جداول الارتباط بين المتغيرات نلاحظ أن المتغيرات المستقلة ترتبط فيما بينها، لذلك سنقوم بإجراء اختبار Variance Inflation Factor (VIF) للتأكد من أن نتائج النموذج ليست ناتجة عن وجود ارتباط عالٍ بين أي متغيرين من المتغيرات المستقلة في النموذج (معدل نمو حقوق الملكية، وربح السهم العادي، ونسبة التوزيعات، ونسبة المديونية، وحجم التداول، وحجم الشركة مثلاً بالقيمة الدفترية لإجمالي الموجودات).

وعموماً لا توجد قاعدة ثابتة لتحديد أهمية هذا التحليل ( VIF ) ولكن بين (أبو بدر، ٢٠١٩)<sup>٤٨</sup> في كتابه بأنه إذا كانت قيمة VIF أكبر من (١٠) فإن ذلك يعني وجود ارتباط قوي وذو أهمية بين أي

<sup>٤٨</sup> أبو بدر، سليمان، ٢٠١٩، استخدام الأساليب الإحصائية في بحوث العلوم الاجتماعية، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات.



متغيرين مستقلين، بينما إذا كانت القيمة أقل من ذلك فإن ذلك يعني عدم وجود ارتباط جوهري بين المتغيرين، وتظهر نتائج التحليل بأن قيمة VIF بين أي متغيرين من المتغيرات المستقلة في النموذج هي أقل من (٢) في كافة القطاعات، وبالتالي فإن الارتباط بين المتغيرات المستقلة ضعيف وليس ذا أهمية إحصائية، والنتائج التي ستظهر نتيجة التحليل غير ناجمة عن وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة وبالتالي يمكن استخدامها في النموذج. كما هو واضح في الجداول من رقم ٦ - ١٠.

#### ٥- استخدام تحليل الانحدار المتعدد:

سيتم دراسة العلاقة بين القيمة السوقية للشركات مع كل من معدل النمو في حقوق الملكية و ربح السهم ونسبة التوزيعات ونسبة التمويل بالدين وحجم التداول وحجم الشركة ممثلاً بإجمالي الموجودات في أربع حالات: الشركات المدرجة في سوق عمان كاملة وبعد ذلك يتم تقسيم الشركات حسب القطاع مالية وصناعية وخدمية.

#### ١- تحليل الشركات كاملة: ويمكن كتابة المعادلة كما يأتي:

$$\ln MV = 2.039 - 0.00006 \text{ GRE } i.t + 0.006 \text{ RPS } i.t + 0.002 \text{ DIV } it + 0.0001 \text{ DR } i.t + 0.0351 \text{ Ln TV} + 0.703 \text{ LnBV}$$

الجدول رقم (٦) - نتيجة تحليل الانحدار للشركات كاملة

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Part	Tolerance	VIF
(Constant)	2.039	.115		17.77	.000			
GREi.t	-6.252E-5	.000	-.003-	-.219-	.827	-.003-	.996	1.004
RPSi.t	.006	.001	.119	9.423	.000	.110	.852	1.174
DIVit	.002	.000	.078	6.503	.000	.076	.952	1.051
DRi.t	.000	.000	.008	.653	.514	.008	.937	1.067
LNTVt	.035	.008	.056	4.401	.000	.051	.835	1.198
LNBVt	.703	.012	.789	57.12	.000	.665	.711	1.406

$$R = 0.873, \text{ Adjusted } R \text{ Square} = 0.761$$

أظهرت النتائج أن النموذج معنوي وأن ٧٦٪ من التغير في القيمة السوقية للشركات تفسره هذه المتغيرات المستقلة.

واعتماداً على جدول تحليل التباين ومعامل فيشر يتبين أن المعادلة معنوية ( $F=935.5; P<0.01$ )، وأيضاً أن البواقي تتوزع بشكل طبيعي ( $P>0.05$ ).

بدراسة المتغيرات المستقلة كلاً على حدة واعتماداً على معامل ستيندنت لاختبار معنوية المعاملات الداخلة بالمعادلة نجد أن الثابت وربح السهم والتوزيعات وحجم التداول وحجم الشركة هي المتغيرات المعنوية القوية داخل المعادلة ( $P<0.01$ )، بينما معدل نمو حقوق الملكية تأثيره سالب وغير معنوي، ونسبة المديونية تؤثر إيجاباً وبشكل غير معنوي.

بالنتيجة: هنالك علاقة خطية قوية بين القيمة السوقية والمتغيرات المستقلة بحالة كافة الشركات جدول رقم (٦).

## ٢- تحليل شركات القطاع المالي:

بيّنت النتائج أن القيمة السوقية للشركات في القطاع المالي تتأثر إيجاباً بكل من المتغيرات: الثابت والتوزيعات وحجم التداول وحجم الشركة معنوية وقوية ( $P<0.01$ ) وتؤثر نسبة المديونية سلباً وبشكل معنوي في القيمة السوقية لشركات القطاع المالي ( $P<0.01$ )، بينما يؤثر ربح السهم إيجاباً ولكن التأثير ضعيف ( $P<0.10$ )، بينما يؤثر معدل نمو حقوق الملكية سلباً ولكن التأثير ضعيف وغير معنوي، ويتبين أن ( $A R \text{ Square}=0.81$ ) ويمكننا تفسيره بالشكل أن ٨١٪ من تغير القيمة السوقية للشركات يعود إلى تلك المتغيرات كما هو مبين في الجدول رقم ٧ ويمكن كتابة المعادلة بالشكل الآتي:

$$\begin{aligned} \text{Ln MV} = & 1.607 - 0.00079 \text{ GRE it} + 0.003 \text{ RPS it} + 0.004 \text{ DIVit} \\ & - 0.006 \text{ DR it} + 0.097 \text{ Ln TVit} + 0.692 \text{ LnBVit} \end{aligned}$$

الجدول رقم (٧) - نتيجة تحليل الانحدار لشركات القطاع المالي

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Part	VIF
	B	Std. Error	Beta				
(Constant)	1.607	.145		11.119	.000		
GREi.t	7.928E-5	.000	.005	.354	.723	.005	1.014
RPSi.t	.003	.002	.031	1.825	.068	.027	1.312
DIVit	.004	.001	.088	5.481	.000	.081	1.181
DRi.t	-.006-	.001	-.100-	-6.258-	.000	-.092-	1.180
LNTVit	.097	.011	.142	8.619	.000	.127	1.252
LNBVit	.692	.016	.829	44.593	.000	.658	1.588

$R = 0.901$ , Adjusted R Square = 0.81

### ٣- تحليل شركات القطاع الصناعي:

أظهرت النتائج أن النموذج معنوي ( $Adjusted R Square = 0.72$ )، أي أن 72% من التغير في القيمة السوقية للشركات تفسره هذه المتغيرات المستقلة. واعتماداً على جدول تحليل التباين ومعامل فيشر يتبين أن المعادلة معنوية ( $F=205.4; P<0.01$ )، وأيضاً أن البواقي تتوزع بشكل طبيعي ( $P>0.05$ ).

$$\ln MV = 2.094 - 0.001 \text{ GRE it} + 0.008 \text{ RPS it} + 0.0001 \text{ DIVit} \\ - 0.005 \text{ DR it} + 0.002 \text{ Ln TVit} + 0.758 \text{ LnBVit}$$

الجدول رقم (٨) - نتيجة تحليل الانحدار لشركات القطاع الصناعي

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Part	Tolerance	VIF
(Constant)	2.094	.283		7.391	.000			
GREi.t	-.001	.001	-.044	-1.805	.072	-.044	.980	1.021
RPSi.t	.008	.001	.225	7.776	.000	.188	.704	1.421
DIVit	.000	.000	.019	.742	.459	.018	.928	1.078
DRi.t	-.005	.001	-.090	-3.464	.001	-.084	.870	1.149
LNTVit	.002	.015	.004	.154	.878	.004	.810	1.234
LNTAit	.758	.030	.715	24.852	.000	.602	.710	1.409

بدراسة المتغيرات المستقلة كلاً على حدة واعتماداً على معامل ستيودنت لاختبار معنوية المعاملات الداخلة بالمعادلة نجد أن الثابت وربح السهم ونسبة المديونية وحجم الشركة هي المتغيرات المعنوية القوية داخل المعادلة ( $P < 0.01$ )، بينما معدل نمو حقوق تأثيره سالب ضعيف ومعنوي ( $P < 0.10$ )، ونسبة المديونية تؤثر إيجاباً وبشكل غير معنوي. بالنتيجة: هنالك علاقة خطية قوية بين القيمة السوقية والمتغيرات المستقلة في حالة الشركات الصناعية.

#### ٤ - تحليل شركات القطاع الخدمي:

أظهرت النتائج كما هو واضح في الجدول رقم ٨ أن النموذج معنوي ( $Adjusted R Square =$

(0.747)، وتفسير ذلك أن 74,7% من التغير في القيمة السوقية للشركات تفسره هذه المتغيرات المستقلة واعتماداً على جدول تحليل التباين ومعامل فيشر يتبين أن المعادلة معنوية (F=205.05; P<0.01)، وأيضاً أن البواقي تتوزع بشكل طبيعي (P>0.05).

$$\ln MV = 1.381 + 0.001 \text{ GREit} - 0.006 \text{ RPSit} + 0.005 \text{ DIVit} + 0.001 \text{ DRit} - 0.017 \text{ LnTVit} + 0.840 \text{ LnBAit}$$

الجدول رقم (٨) - نتيجة تحليل الانحدار لشركات القطاع الخدمي

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Part	Tolerance	VIF
(Constant)	1.381	.296		4.666	.000			
GREi.t	.001	.002	.011	.432	.666	.011	.980	1.021
RPSi.t	-.006	.002	-.106	-3.706	.000	-.091	.741	1.349
DIVit	.005	.001	.130	5.010	.000	.123	.898	1.113
DRi.t	.001	.001	.041	1.477	.141	.036	.776	1.289
LNTVit	-.017	.017	-.028	-1.040	.299	-.026	.863	1.158
LNTAit	.840	.034	.849	24.907	.000	.614	.523	1.914

$$R = 0.864, \text{ Adjusted } R \text{ Square} = 0.747$$

بدراسة المتغيرات المستقلة كلاً على حدة واعتماداً على معامل ستيودنت لاختبار معنوية المعاملات الداخلة بالمعادلة نجد أن الثابت وربح السهم ونسبة التوزيعات ونسبة المديونية وحجم الشركة هي المتغيرات المعنوية القوية داخل المعادلة (P<0.01)، بينما معدل نمو حقوق الملكية وحجمه لا تؤثر في القيمة السوقية للشركات الخدمية. بالنتيجة: هنالك علاقة خطية قوية بين القيمة السوقية والمتغيرات المستقلة في حالة الشركات الخدمية.

٤- نتائج التحليل الإحصائي: الجدول رقم (٩) - مقارنة نتائج تحليل الانحدار للشركات

المستقل	كامل العينة	المالية	الصناعية	الخدمية
المقطع الثابت	موجب معنوي ( $r=2.039$ ; $p<0.01$ )	موجب معنوي ( $r=1.607$ ; $p<0.01$ )	موجب معنوي ( $r=2.094$ ; $p<0.01$ )	موجب معنوي ( $r=1.381$ ; $p<0.01$ )
نمو حقوق الملكية	سالِب غير معنوي ( $r=-$ ) .00062	سالِب غير معنوي (-0.00079)	سالِب معنوي ضعيف ( $r=-0.001$ ; $p<0.10$ )	موجب غير معنوي ( $r=0.001$ )
ربح السهم	موجب معنوي ( $r=0.006$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ضعيف ( $r=0.003$ ; $p<0.10$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.008$ ; $p<0.01$ )	سالِب ومعنوي ( $r=-0.006$ ; $p<0.01$ )
نسبة التوزيعات	موجب ومعنوي ( $r=0.002$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.004$ ; $p<0.01$ )	غير معنوي ( $r=0.001$ )	موجب معنوي ( $r=0.005$ ; $p<0.01$ )
نسبة المديونية	غير معنوي ( $r=-0.001$ )	سالِب معنوي ( $r=-.006$ ; $p<0.01$ )	سالِب ومعنوي ( $r=-0.005$ ; $p<0.01$ )	غير معنوي ( $r=0.001$ )
حجم التداول	موجب معنوي ( $r=0.035$ ; $p<0.01$ )	موجب معنوي ( $r=0.097$ ; $p<0.01$ )	غير معنوي ( $r=0.002$ )	غير معنوي ( $r=-0.017$ )
حجم الشركة	موجب معنوي ( $r=0.703$ ; $p<0.01$ )	موجب معنوي ( $r=0.692$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.758$ ; $p<0.01$ )	موجب ومعنوي ( $r=0.840$ ; $p<0.01$ )

من خلال الجدول رقم (٩) يتبين أن:

- ١- المقطع الثابت يؤثر إيجاباً ومعنوياً في القيمة السوقية للشركات لكل الصناعات.
- ٢- نمو حقوق الملكية يختلف تأثيره في قيمة الشركات السوقية باختلاف الصناعة.
- ٣- ربح السهم يؤثر إيجاباً في الشركات كاملة وفي شركات القطاعين المالي والصناعي، بينما يؤثر سلباً وبشكل معنوي في حالة شركات القطاع الخدمي، ولكن تختلف قوة التأثير من قطاع لآخر.
- ٤- يختلف تأثير التوزيعات في قيمة الشركات السوقية حسب القطاع إذ كان موجباً ومعنوياً في شركات القطاعين المالي والخدمي، بينما غير معنوي في حالة القطاع الصناعي.
- ٥- يختلف تأثير نسبة مديونية الشركات في قيمتها السوقية باختلاف الصناعة إذ كان موجباً ومعنوياً في حالة الشركات المالية، بينما تأثرت الشركات الصناعية سلباً، بينما لم تتأثر الشركات الخدمية.
- ٦- حجم التداول كان له تأثير إيجابي ومعنوي في الشركات المالية، بينما ليس له أي تأثير في الشركات الصناعية والخدمية.
- ٧- كان لحجم الشركة ممثلاً بالقيمة الدفترية للشركة تأثير إيجابي ومعنوي في الشركات أيّاً كان القطاع الذي تعمل فيه.

**٥- التوصيات:**

- في ضوء النتائج التي توصلت لها الدراسة يوصي الباحث بما يأتي:
- ١- أن تأخذ إدارة الشركة بعين الاعتبار الصناعة التي تعمل بها الشركة عند الإعلان عن التوزيعات، لاختلاف تأثيرها في القيمة السوقية باختلاف الصناعة.
  - ٢- الأخذ بالاعتبار تفضيلات المستثمرين ورغباتهم تجاه التوزيعات النقدية، لأهميتها وعلاقتها المباشرة مع المساهمين.
  - ٣- البحث عن متغيرات أخرى قد يكون لها تأثير في القيمة السوقية للشركات، لتتمكن الإدارة من اتخاذ القرارات المناسبة والتي تحسّن من قيمة الشركة والأداء.
  - ٤- الأخذ بالاعتبار التمويل بالدين إذ اختلفت النتائج، وقد كان تأثيره سلبياً، وهذا يعني أن تكلفة الديون قد تكون أعلى من العائد، وقد يُعزى ذلك لاستخدام الديون على نحو غير فعّال.

• المراجع العربية:

- ١- أبو بدر، سليمان، ٢٠١٩، استخدام الأساليب الإحصائية في بحوث العلوم الاجتماعية، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات.
- ٢- الحباشنة، فضل؛ وشحاتيت، محمد؛ والبذور، جابر؛ والعمارين، زينة، العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة ١٩٨٤-٢٠١١، ٢٠١٤.
- ٣- الزبيدي، حمزة محمود، والكيلاني، قيس، ٢٠٠٥، إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد ٠٨، العدد ٠١، عمان، الأردن.
- ٤- القرعان، محمد، ٢٠٠١، بورصة عمان، نشأتها، تطورها، نظامها القانوني، دراسة مقارنة، بحث غير منشور، جامعة مؤتة، الأردن.
- ٥- الكلوت، سامر، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، رسالة ماجستير، ٢٠١٤.
- ٦- المشعل، ياسر، وتقلة، سهير، والدكي، ورنيم غازي، ٢٠١٥، أثر تقلبات عائد السهم على حجم التداول في الأسواق المالية، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، جامعة تشرين م٢٠٢٤.
- ٧- المصري، عبد الحكيم، سياسات الشركة وتأثيرها في القيمة السوقية للشركات باختلاف نسبة Tobin's q، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، أطروحة (دكتوراة، ٢٠١٠).
- ٨- الموعد، محمود عبد الله، ٢٠٠٥، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
- ٩- بقليل، بسام خليل، وسامر، محمد عكور، أثر خصائص الشركة وإدارة الأرباح على القيمة السوقية: دليل في الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة الجامعة الإسلامية، العدد ٢، ٢٠١٨.
- ١٠- بكير، أيمن، أثر تجزئة الأسهم على القيمة السوقية وحجم التداول للأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة جامعة الأزهر، العدد ١، ٢٠١٤.
- ١١- بو حلاوة، عبد الكريم، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة - دور سياسات توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، دراسة ماجستير، جامعة قسنطينة، ٢٠١٢.



- ١٢- حداد، فايز سليم، ٢٠٠٩، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية.
- ١٣- حسين، هاشن، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد ٢٠٠٨، ١٧.
- ١٤- دادن، بديدة، وبديدة، حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة، مجلة الباحث، العدد ١٠، ٢٠١٢.
- ١٥- زلوم، نضال، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، جامعة البلقاء ٢٠١٥.
- ١٦- شراب، صباح، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ص ٥٥٧-٥٧٩، ٢٠٠٦.
- ١٧- عبد القادر، بريش، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد ١٠، ٢٠١٣
- ١٨- عجلوني، أحمد، تحليل انعكاس أرباح الشركات الصناعية الاردنية على الأسعار السوقية لأسهمها خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٦، جامعة عمان، ٢٠٠٩.
- ١٩- قاسم، عدنان، تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح وأثره على سعر السهم دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٣.
- ٢٠- مشكور، سعود كايد، وصادق، زهور عبد السلام، ٢٠١٩، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها على حجم التداول، دراسة عينة من المصارف المسجلة العراق للأوراق المالية، مجلة هويار، العدد ١٥.
- ٢١- مشكور، سعود، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، كلية الادارة، جامعة المثنى، العدد ٥٠، ٢٠١٨.
- ٢٢- مشكور، سعود، وصادق، زهور، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول، جامعة المثنى، مجلة الدنانير، العدد ١٥، ٢٠١٩.
- ٢٣- يوسف، دانة، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، دراسو ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، ٢٠٠٨.

• المراجع الأجنبية:

- 1- Abdur Rouf ,The Relationship Between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh, The International Journal of Applied Economics and Finance ,Year: 2011 , Volume: 5 Issue: 3 | Page No.: 237-244.
- 2- Adam Enebrand, T. Magnusson, Dividend policy and its impact on firm valuation, Published 2018
- 3- Ajayi, M A, Seyingo, A O, DIVIDEND POLICY AND SHARE PRICE VOLATILITY IN NIGERIAN BANKING INDUSTRY, 2015.
- 4- Akram Budagaga, Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach.
- 5- Ankur Shrestha, Dividend Policy and its impact on share Price, Study on Nepalese commercial banks, 2013.
- 6- Ayla Kayhan, Firms Histories and Their Capital Structure, 2003.
- 7- Dr. Niharika Maharshi, Sarika Malik (2015). The Impact on Dividend policy on the stock market price of the shares and growth of joint stock companies covered in senex.
- 8- Fedel Habashneh, M Shhatet, J Al-Bdor, Z Amareen , Factors influencing the share price in Amman stock exchange during the period 1984-2011.
- 9- Franklin S. Ramirez, Rodiel C. Ferrer,The mediating role of dividend policy on the impact of capital structure and corporate governance mechanisms on firm value among publicly listed companies in the Philippines from 2013 to 2016 using structural equation model, Ramon V. Del Rosario College of Business, DLSU Business & Economics Review 31(1) 2021, p. 95-111.



- 10- Husam aldin Nizar al Malkawi, dividend policy a review of Theories and Empirical Evidence, 2010.
- 11- Kanwal Iqbal Khan, Effect of Dividends on Stock Prices, A Case of Chemical and pharmaceutical of Pakistan, 2019.
- 12- Linna Ismawati, The Influence of Capital Structure and Dividens Policy to Firms Value Listed at Indonesian Stock Exchange, Program Studi Manajemen ,Universitas Komputer Indonesia,Bandung, Indonesia Available Online November 2018.
- 13- Md. Bellal Hossain Raju, A.H.M Asaduzaman, The Impact of Dividend Policy on Stock Price: A Study of Fuel, Power and Cement Industry in Bangladesh, 2017.
- 14- Misbah Sadiq, Muhammad Jamil Anjum, Muhammad Suliman, Saif Khan, J. S. Ismail Stock Price Volatility in Relation to Dividend Policy; A Case Study of Karachi Stock Market,2013.
- 15- Nader Alber, Ahmad Alhabtour, Determinats of Dividend Policy in Saudi Listed Companis, 2014.
- 16- Qamar, Rabia, Akbar, Imad-ud-din, Study of Factors Affecting Dividend Yield and Dividend Payout Ratio, 2013.
- 17- Sew Eng Hooi, Mohamed Albaity and Ahmad ibn Ibrahimy, Dividend policy and share price volatility, 2015.
- 18- Shrikant Panigrahi, Dividend policy Decicisions, Theoretical Views and Relevant Issue, 2015.
- 19- Tembile Kulati ,Multilevel Dynamics in Universities in Changing Research Landscapes Arie Rip, 2014.
- 20- Zuriawati Zakaria<sup>1</sup>, Jorah Muhmmad , THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON THE SHARE PRICE VOLATILITY: Malaysian Construction and



Material Companies , 2012.

21- Khalil Wahla, Zahid Hussai, Syed Zulfiqar Ali Shah, Home Econ Entrepreneurial Economics Ownership, Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange, 2012.

22- Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,1986.