



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم علوم التسيير

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

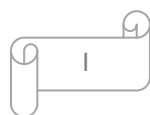
تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر

المشرف	اعداد الطلبة	
بوسيكى حليلة	أمينة جنحي	1
	رشا كبير	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	بوسيكى حليلة
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	

السنة الجامعية 2023/2022



الشكر

كما يقول تعالى " لئن شكرتم لأزيدنكم "

صدق الله العظيم

بشكر المولى عز وجل وبحمده على توفيقه لنا في إنجاز هذا العمل.

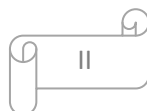
ولقوله عليه الصلاة والسلام " من لم يشكر الناس لم يشكر الله "، فبعد شكر الله لا يسعنا إلا أن نتقدم

بالشكر الجزيل والعرفان إلى الأستاذة المشرفة "بوسيكى حليلة"

كما نتقدم بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة هذا العمل

كما ننص بالشكر كل من وقف إلى جانبنا طوال مدة إنجاز المذكرة، مماثلتنا من صغير وكبير

وأخيراً دعوانا أن الحمد لله رب العالمين



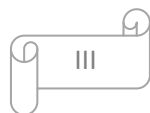
إهداء

قل لإعملوا فسيري الله عملكم ورسوله والمؤمنون

صدق الله العظيم

بعد مسيرة دراسية حملت في طياتها الكثير من الصعوبات والمشقة والتعب اليوم تقطف ثمارها
رفعت قبعتي مودعة للسنين التي مضت لأقدم هدية تخرجي إليك يا من أحمل إسمك بكل فخر، إليك يا قدوتي وبنرسي الذي ينير دربي
فمهما وصفت وعبرت عن مشاعري فلن أوفيكما حقكما فلا توجد كلمات لكما
أنتما أعلى شيء في حياتي كنتما لي السند في الدنيا، أنتما رحمة من الله لي فأنا لم أكن لأصل لما أنا عليه الآن لولاكما يا نورا حياتي
إليك يا أبي الغالي وإليك يا أمي يا بسمة حياتي أطال الله بعمركما
وصلت إلى آخر المشوار لأقدم شكري وتخرجي إل من لهم الفضل الكبير في تشجيعي وتحفيزي وإلى من بهم أكبر وعليهم أعمد ومن
بوجودهم أكنسب قوة ومحبة لا حدود لها إلى أخواتي يسرى، منار، مريم
إليك يا صغيري وحبيب قلبي معترز بالله وأسأل الله أن يوفقك في حياتك الدراسية والعملية وأن تصل إلى أعلى المراتب
إليك يارفيق دربي كنت خير زوج و أوفى صديق شكرا لدعمك وتشجيعك لي حفظك الله ورعاك
إلى جدتي عائشة أطال الله بعمرك
إليك يا من تقاسمتي معي هذا العمل "رشا" وفقكي الله وأتمنى لك السداد في حياتك المستقبلية
إلى من تحلو بالإخاء و الوفاء والعطاء ومن برفقتهم في دروب الحياة السعيدة والحزينة صديقاتي صفاء، سناء، سهى، سعاد

أمينة



إهداء

"ربي اشرح لي صدري ويسر لي أمري واحلل عقدة من لساني يفقهوا قولي"

أقدم ثمرة تعبتي إلى أبي الغالي الذي بعرقه وتعبه وجهده أنا هنا اليوم

ولن تعبر كلماتي عن امتناني له وتقديري لأتعبه

وأمي العزيزة التي كانت صديقة قبل أن تكون أُمي

أقدم لهما هذه المذكرة كتعبير بسيط عن أتعبهما وجهدهما

إخواني عبد العزيز، زين العابدين، سيف الإسلام سندي ومسندي في هذه الحياة

أختي قرة عيني سلسيل التي أتمنى لها التوفيق أكثر مني

جدتي ذهبية بركة بيتنا وشمعته ابنة عمتي سارة التي كانت أختي دائما وأبدا

رفيقة دربي وصديقتي والتي أصبحت أختي قبل أن تكون زميلتي في المذكرة أمينة

صديقات الفراشات أسماء، إلهام، ندى، إكرام، وسام

رشا

ملخص

ملخص

إن سياسة توزيع الأرباح من المواضيع التي تثير اهتمام الباحثين في الإدارة المالية، حيث تقوم هذه السياسة على المفاضلة بين قرار توزيع أو احتجاز الأرباح وذلك من أجل ضمان التمويل الذاتي، حيث تم التوصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دور كبير في التأثير على الوضع المالي للمؤسسات وكذا أدائها المالي، وتسعى هذه الدراسة هي الأخرى إلى معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من 2014-2021، وقد تم جمع البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من القوائم المالية المتوفرة على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وقد تمت معالجتها باستخدام نماذج بيانات البانل من خلال برنامج Eviews10 وذلك لمعرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح) على المتغيرات التابعة (مؤشرات الأداء المالي)، وقد توصلنا في الأخير إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على مؤشرات الأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، الأداء المالي، بورصة قطر، بيانات بانل.

Abstract

The policy of distributing profits is one of the topics that interest researchers in financial management, as this policy is based on a comparison between the decision to distribute or retain profits in order to ensure self-financing, as it was concluded that the policy of distributing profits plays a major role in influencing the financial position of institutions As well as its financial performance, and this study also seeks to know the impact of the dividend policy on the financial performance of a sample of institutions listed on the Qatar Stock Exchange for the period from 2014-2021, and the data used in this study were collected from the financial statements available on the website of the Qatar Stock Exchange, It has been processed using the panel data models through the evIEWS10 program in order to find out what the effect of the independent variables (dividend distribution policy) on the dependent variables (financial performance indicators), and we have finally reached through estimating the panel data and choosing the appropriate model that the profit distribution policy has Impact on financial performance indicators.

Keywords: dividend policy, financial performance, Qatar Stock Exchange, panel data.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	البسمة
II	الشكر
III	الإهداء
VI	الملخص
IX	فهرس المحتويات
XIII	قائمة الجداول والأشكال
XVI	قائمة الرموز والمختصرات
XIX	قائمة الملاحق
أ-و	مقدمة
29-1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية لموضوع الدراسة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم نظرية حول سياسة توزيع الأرباح
3	المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح
3	الفرع الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح
4	الفرع الثاني: دوافع توزيع الأرباح
5	الفرع الثالث: العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح
7	المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح
7	الفرع الأول: سياسة توزيع الأرباح الثابتة
7	الفرع الثاني: سياسة توزيع الأرباح منتظمة
7	الفرع الثالث: سياسة توزيع الأرباح منخفضة ومتزايدة
8	المطلب الثالث: نظريات سياسة توزيع الأرباح
8	الفرع الأول: نظرية عدم ملائمة التوزيعات
9	الفرع الثاني: نظرية العصفور في اليد
9	الفرع الثالث: نظرية التفضيل الضريبي
12	المبحث الثاني: مفاهيم نظرية حول الأداء المالي
12	المطلب الأول: ماهية الأداء المالي
12	الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي
13	الفرع الثاني: أهمية الأداء المالي

14	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
15	المطلب الثاني: أساسيات الأداء المالي
15	الفرع الأول: مكونات الأداء المالي
16	الفرع الثاني: معايير الأداء المالي
17	الفرع الثالث: خطوات تحسين الأداء المالي
18	المطلب الثالث: مؤشرات الأداء المالي
18	الفرع الأول: المؤشرات الأداء المالي التقليدية
21	الفرع الثاني: المؤشرات الحديثة للأداء المالي
24	المبحث الثالث: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي
24	المطلب الأول: تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي
24	الفرع الأول: البراهين والأدلة بعدم وجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي
25	الفرع الثاني: البراهين والأدلة بوجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي
26	المطلب الثاني: العوامل التي تؤيد توزيع أرباح أكبر
26	الفرع الأول: الرغبة بالدخل الجاري
26	الفرع الثاني: التمويل السلوكي
27	الفرع الثالث: تكاليف الوكالة والمحتوى المعلوماتي
29	خلاصة
64-30	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي
31	تمهيد
32	المبحث الأول: مدخل نظري لأسلوب البانل
32	المطلب الأول: ماهية بيانات بانل
32	الفرع الأول: تعريف بيانات بانل
32	الفرع الثاني: أهمية استخدام بيانات بانل
33	الفرع الثالث: مميزات بيانات بانل
34	المطلب الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل
35	الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي
35	الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة
36	الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية
38	المطلب الثالث: المفاضلة بين نماذج بانل
38	الفرع الأول: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

38	الفرع الثاني: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية
39	الفرع الثالث: المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية واختبار التكامل المتزامن
42	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة وعرضها
42	المطلب الأول: عرض متغيرات وعينة الدراسة
42	الفرع الأول: المتغيرات المستقلة
44	الفرع الثاني: المتغيرات التابعة
45	الفرع الثالث: عينة الدراسة القياسية
46	المطلب الثاني: عرض نتائج الدراسة
46	الفرع الأول: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ومعاملات الارتباط
49	الفرع الثاني: قياس وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
54	الفرع الثالث: المفاضلة بين نماذج البانل ودراسة التكامل المتزامن
64	خلاصة
65	خاتمة
79	قائمة المراجع
76	الملاحق


قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	نظريات توزيع الأرباح	01
42	متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة	02
47	متوسط متغيرات الدراسة	03

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	متغيرات الدراسة وطريقة قياسها	44
02	مؤسسات عينة الدراسة	45
03	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021	46
04	متوسط متغيرات الدراسة للفترة 2014-2021	47
05	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021	48
06	نتائج تقدير نماذج البيانات لسلاسل المقطعية للعائد على الأصول	50
ROA		
07	نتائج تقدير نماذج البيانات لسلاسل المقطعية للعائد على حقوق الملكية	52
ROE		
08	نتائج اختبار لاغرانج LM للعائد على الأصول ROA	56
09	نتائج اختبار هوسمان للعائد على الأصول ROA	56
10	نتائج اختبار لاغرانج LM للعائد على حقوق الملكية ROE	58
11	نتائج اختبار هوسمان للعائد على حقوق الملكية ROE	59
12	دراسة علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار بيدروني	60
بيدروني		
13	دراسة علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار كاو	61
كاو		



قائمة الرموز
والمختصرات

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	المصطلح
ROA	العائد على الأصول
ROE	العائد على حقوق الملكية
EPS	ربحية السهم
DPS	نسبة الأرباح الموزعة
RE	نسبة الأرباح المحتجزة
DPA	نصيب السهم من التوزيعات
BFR	احتياج رأس المال العامل
FRNG	رأس المال العامل
BFRHE	احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال
BFRE	احتياجات رأس المال العامل للاستغلال
TN	الخزينة
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
EBIT	نتيجة الاستغلال
IPS	ضريبة على أرباح الشركات
NOPAT	نتيجة الاستغلال الصافية
KCP	تكلفة الأموال الخاصة
WACC	التكلفة الوسطية المرجحة
D	تكلفة الأموال الخاصة
KD	تكلفة الديون
CP	الأموال الخاصة
ROI	العائد على الاستثمار
CMPC	تكلفة رأس المال
CI	رأس المال
MVA	القيمة السوقية
MEV	القيمة السوقية لحقوق الملكية
BE	القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية
PRM	نموذج الانحدار التجميعي

نموذج التأثيرات العشوائية	REM
نموذج التأثيرات الثابتة	FEM

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	العنوان	الصفحة
01	معلومات أساسية حول المؤسسة المختارة	77
02	الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021	77
03	مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021	78
04	نتائج تقدير النموذج التجميعي للعائد على الأصول ROA	78
05	نتائج تقدير النموذج انحدار التجميعي للعائد على حقوق الملكية ROE	79
06	نتائج تقدير النموذج التأثيرات الثابتة للعائد على الأصول ROA	79
07	نتائج تقدير النموذج التأثيرات الثابتة للعائد على حقوق الملكية ROE	80
08	نتائج تقدير النموذج التأثيرات العشوائية للعائد على الأصول ROA	81
09	نتائج تقدير النموذج التأثيرات العشوائية للعائد على حقوق الملكية ROE	82
10	نتائج اختبار لاغرانج للعائد على الأصول ROA	83
11	نتائج اختبار لاغرانج للعائد على حقوق الملكية ROE	83
12	نتائج اختبار هوسمان للعائد على الأصول ROA	83
13	نتائج اختبار هوسمان للعائد على حقوق الملكية ROE	83
14	نتائج التكامل المتزامن لاختبار بيدروني	84
15	نتائج التكامل المتزامن لاختبار كاو	84
16	جدول فيشر عند مستوى الحرية $\alpha = 5\%$	85
17	جدول فيشر عند مستوى حرية $\alpha = 1\%$	86
18	جدول فيشر عند مستوى حرية $\alpha = 10\%$	87

مقدمة

في ظل التغيرات السريعة والديناميكية التي يشهدها الاقتصاد العالمي تسعى المؤسسات إلى خلق مكانتها في السوق، ومن أجل ذلك تعمل على تحسين الأداء المالي لها الذي يعتبر أحد أهم دعائم المؤسسة وذلك من خلال معرفة وضعيتها المالية الحقيقية، وتحديد مدى كفاءتها في استغلال مواردها المتاحة وقدرتها على تحقيق أهدافها المسطرة، خاصة هدفها الأساسي المتمثل في تعظيم قيمتها مما يضمن للمؤسسة بقائها واستمرارها، وعليه فالمؤسسة ملزمة قبل اتخاذ أي قرار وممارسته معرفة أثره على ربحيتها وأدائها وقيمتها السوقية وتتمثل هذه القرارات في قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح.

تعد سياسة توزيع الأرباح من المواضيع ذات الأهمية الكبيرة في مجال الإدارة المالية، لما لها من أثر مباشر على المستثمر وكذا على المؤسسة، فالمؤسسة تجد نفسها أمام قرارين إما توزيع الأرباح المحققة على المساهمين أو احتجازها بغية إعادة استثمارها، أي المفاضلة بينهما لاختيار ما يلاءم الوضع المالي للمؤسسة، حيث تقوم سياسة التوزيع بإعطاء إشارة للمساهمين الحاليين والمستقبليين الراغبين في تعظيم ثروتهم صورة حول وضعية المؤسسة وأدائها المالي، فالمؤسسة ذات الأداء المالي الجيد ترتبط بإمكانيتها على تحديد التوليفة المثلى لمصادر التمويل الداخلية والخارجية بهدف تعظيم العائد الذي يطمح له المساهمون، ومن هنا تبرز العلاقة التي تجمع بين الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة.

وعليه يكمن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في محاولتنا التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من سنة 2014 إلى 2021.

1. إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق، ومن خلال الدراسة التي نود القيام بها نطرح التساؤل الرئيسي التالي:

هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر

خلال الفترة من 2014 إلى 2021؟

وينبثق من هذا التساؤل عدة تساؤلات فرعية:

- هل تؤثر متغيرات سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد على الأصول لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2014-2021؟
- هل تؤثر متغيرات سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2014-2021؟

- هل هناك علاقة تكامل متزامن في الأجل الطويل بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي؟

2. فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: متغيرات سياسة توزيع الأرباح تؤثر على معدل العائد على الأصول لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2014-2021.
- الفرضية الثانية: متغيرات سياسة الأرباح تؤثر على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2014-2021.
- الفرضية الثالثة: هناك علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي.

3. أهداف الدراسة

تسعى الدراسة في هذا الموضوع إلى تحقيق جملة من الأهداف هي:

- محاولة الإحاطة بالإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح.
- تبيان أهم مؤشرات التقليدية والحديثة الأداء المالي.
- محاولة بناء نموذج قياسي مفسر لمختلف تأثيرات سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي.

4. أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة كونها موضوعا من المواضيع الحديثة التي تزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال محاولتها إبراز مدى تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي.

5. أسباب اختيار الموضوع

هناك العديد من الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع ومنها:

- الرغبة الشخصية في دراسة المواضيع المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح.
- نقص الدراسات التي تناولت موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي.
- الموضوع يندرج في إطار التخصص فنحن مستهدفون بهذه التساؤلات أكثر من غيرها، كل هذا حفزنا على اقتحام أصوار هذا الموضوع.

6. حدود الدراسة

للإجابة على إشكالية البحث والتوصل إلى نتائج دقيقة قمنا بحصر الدراسة بالشكل الآتي:

1.6. الحدود المكانية

شملت الدراسة عينة مكونة من عشرة مؤسسات من بورصة قطر، وهذه المؤسسات تتمثل في مؤسسة قطر للوقود، مؤسسة الودام، مؤسسة زاد القابضة، مؤسسة الإسمنت، مؤسسة الميرة، مؤسسة الرعاية الطبية، مؤسسة السينما، مؤسسة المجمع الصناعي، مؤسسة السلام و مؤسسة الخليج الدولية.

2.6. الحدود الزمنية

لقد تمت دراستنا في الفترة الممتدة ما بين 2014 إلى 2021.

7. منهج الدراسة

بغية الإجابة على الإشكالية ومختلف تساؤلاتها الفرعية، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي باستخدام الأسلوب القياسي في جمع البيانات ومعالجتها بالاعتماد على نماذج بيانات البائل وهذا باستخدام برنامج EVIEWS10.

8. صعوبات الدراسة

- نقص المراجع باللغة العربية.
- تعتبر نماذج البائل من أصعب التقنيات على المستوى الاقتصادي القياسي مما تطلب منا الكثير من الوقت والجهد للتحكم بهذه التقنية.
- صعوبة ترجمة القوائم المالية للمؤسسة عينة الدراسة.

9. الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تطرقت إلى موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي وتداولته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين الأجنبية والعربية، وسوف تستعرض هذه الدراسة جملة من الدراسات التي تم الاستفادة منها مع الإشارة إلى أبرز ملامحها.

1.9. الدراسات باللغة العربية

دراسة موصو سراح بعنوان دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 08، العدد 03، 2022. تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة محل الدراسة وذلك من خلال تحديد نسبة الأرباح المحتجزة والموزعة.

وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة توزيع الربح للسهم الواحد على العائد على الأصول ROA للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P100، ويمكن تفسير ذلك أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة عن الأرباح النقدية الموزعة وذلك لاعتقادهم أن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

دراسة كريمة بوكرومة بعنوان أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على أداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000_2018)، أطروحة دكتوراه تخصص مالية قسم علوم الاقتصاد، جامعة العربي بن مهدي أم البواقي 2018_2019.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية ووصف العلاقة بين حجم الشركة والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية وقد شملت الدراسة على بورصة عمان ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بالجوانب النظرية حيث اعتمدت الدراسة على أسلوب panel data analysis.

توصلت الدراسة الأخيرة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين قرار الاستثمار والأداء المالي مقاساً ب (ROA) معدل العائد على الأصول، وهذا يعني أنه مع زيادة القرارات بشأن الاستثمار فإن أداء الشركات سيكون أفضل، كما تبين وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر (risk) ومقياس الأداء المالي العائد على الأصول (ROA).

أوصت الدراسة بضرورة الأخذ بعين الاعتبار العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في الشركات عينة الدراسة سواء تعلق الأمر بالعوامل الخارجية أو العوامل الداخلية، وذلك عند اتخاذ القرارات الخاصة بتوزيع الأرباح و تشجيع إدارات الشركات على زيادة حجم الاستثمارات الرأسمالية لتأثيرها الإيجابي على الأداء المالي للشركات .

وما يعاب على هذه الدراسة هو أنها اقتصرت على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبالتالي ستكون نتائجها صالحة للتعميم على شركات القطاع الصناعي فقط.

دراسة وسيم سليمان مخلوف بعنوان أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية 2019، رسالة ماجستير تخصص إدارة أعمال جامعة الافتراضية السورية 2019.

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح في معدل العائد على حقوق الملكية في المصارف المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وكذا التأكد من وجود استقرار في سياسة توزيع الأرباح لدى المصارف الأردنية، ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحث المنهج الكمية. وتوصلت الدراسة في الأخير إلى أن هناك أثر سلبي معنوي متوسط بالنسبة لتوزيع الأرباح في معدل العائد على حقوق الملكية في معظم المصارف العينة، ما يعني أن توزيع الأرباح يقلل من حجم الأموال الموجهة نحو الاستثمار وبالتالي انخفاض الربحية بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح الحالية كانت انكماشية في معظم مصارف العينة .

وأوصت الدراسة بالعمل على تحقيق استقرار في توزيع الأرباح فمعظم المستثمرين يبحثون عن الاستقرار في توزيع الأرباح، لأنه يحفز المستثمرين المتحفظين على الاستثمار في هذه المصارف كما تنصح المستثمرين بالاستثمار في المصارف ذات سياسة توزيع أرباح مستقرة، وذلك سواء كانت هذه السياسة المتبعة لتوزيع الأرباح انكماشية أو توسعية.

وما يعاب على هذه الدراسة انحصارها في القطاع المصرفي لسوق عمان المالي، وذلك يقيد تعميم النتائج على الشركات في القطاعات الأخرى مثل القطاع لاستخراجي وقطاع السلع الاستهلاكي. دراسة عدمان فائزة بعنوان سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة قياسية لأسهم المدرجة في البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بانل، رسالة ماجستير تخصص مالية مؤسسة قسم علوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2016_2017.

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تحكم في موضوع سياسة توزيع الأرباح والقسمة السوقية للسهم والربط بينهما، ومحاولة طرح وجهات النظر المختلفة حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم وتبرير القصور الذي يعتريها، ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي. توصلت الدراسة الأخيرة إلى أنه يمكن تحليل سياسة توزيع الأرباح إلى عنصرين هما الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة التي تمثل مصدر تمويلي ذاتي يتمتع بالعديد من المزايا، وتوصلت إلى أهمية سياسة التوزيع من خلال تأثيرها على اتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في المؤسسة، بالإضافة إلى تأثيرها على الهيكل التمويلي وعلى التدفقات النقدية والسيولة ومعدل النمو وتكلفة التمويل.

أوصت الدراسة بضرورة تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسة المدرجة بالسوق المتمثلة في التقارير المالية من الميزانية وحساب النتائج وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة، استغلال سياسة توزيع الأرباح في إحداث الأثر الايجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دون اعتبارها إجراء

روتيني يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح وهذا باستغلالها كإشارات مالية ترسلها المؤسسة إلى المستثمرين تعكس الأداء الجيد للمؤسسة .

دراسة عادل عشي بعنوان الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (قياس وتقييم)، رسالة الماجستير تخصص تسيير المؤسسات الصناعية قسم علوم التسيير، جامعة بسكرة 2001_2002.

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية والعوامل المتحكمة فيه ومحاولة معرفة عملية التقييم ومراحلها ومعرفة المعلومات الضرورية لقياس وتقييم الأداء المالي والمؤشرات المستخدمة في ذلك، ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي.

توصلت الدراسة الأخيرة إلى تطور أصول المؤسسة من عام إلى آخر، فالمؤسسة قادرة على تنمية ذمتها المالية، ويمكن إرجاع الفضل إلى ذلك إلى عدم توزيع الأرباح التي حققتها بل توجه إلى الأموال الخاصة، وأوصت الدراسة الأخيرة بضرورة تحسين معدل دوران الأصول من عام إلى آخر يبين تحسين كفاءة الأصول في تحقيق المبيعات، بما أن المؤسسة تتمتع بيسر مالي جيد وفي تحسن فمن الأفضل لمؤسسة صناعات الكوابل أن تعتمد أكثر في تمويل نشاطها على قروض لأن هذا سيزيد من مردوديتها المالية.

2.9. الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

دراسة **Lenny & Robert** بعنوان "The Relationship between Dividend Payout and financial Performance: Evidence Top 40 JSE Firms" مقال في "Journal of Accounting and Management" العدد 2، المجلد رقم 9، 2019.

بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين نسب توزيع الأرباح والأداء المالي، حيث أجريت على 40 مؤسسة مسعرة في بورصة جوهانسبرغ (JSE) للفترة الممتدة من 2010 إلى 2015 تم الاعتماد على برنامج Eviews 10 وكذا نموذج الأثر الثابت بناء على نموذج هوسمان (Hausman)، إضافة إلى ذلك استخدم الباحثان طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) وذلك للحد من مشكلة التعدد الخطي والارتباط الذاتي، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيع الأرباح مع كل من الربحية والسيولة، كما تبين أن هناك علاقة إيجابية بين التوزيعات الأرباح مع كل من الربحية والسيولة، كما تبين أن هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح مع صافي هامش الربح (NPM) وكل من الرافعة المالية والنمو وحجم المؤسسة.

دراسة **E. Idewele & A. Murad** تحت عنوان "performance policy and financial Dividend" مقال في "African banks in NIGERIA mony deposit :astudy of selectad" journal of Business Management "العدد 07، المجلد رقم 13، 2019.

تمت هذه بسوق نيجيريا للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2009_2014 لعينة شملت 15 بنك، بهدف البحث عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، استخدمت الدراسة نموذج Panal Data، وأظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح والأداء المالي مع وجود علاقة سلبية بين ربحية السهم والأداء المالي.

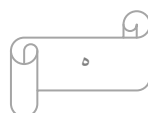
دراسة **Mohammed** بعنوان "How does dividend policy affect performance? aGHANAIN case" عبارة عن مقال في "Investment Management and Financial innovations" العدد 2، المجلد 4، 2007.

بحثت هذه الدراسة عما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء المؤسسة في السوق المالي الغاني، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في GSE خلال الفترة 1997_2004، ولمعالجة الموضوع تم استخدام نموذج المربعات الصغرى العادية وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها وجود علاقة ايجابية بين العائد على الأصول ROA من جهة، وبين سياسة توزيع الأرباح ونمو المبيعات من جهة أخرى، كما تم التوصل إلى وجود أثر سلبي بين نسبة توزيع الأرباح والرافعة المالية للمؤسسة المختارة.

3.9. التعقيب على الدراسات السابقة

من خلال عرضنا لمختلف الدراسات السابقة فإننا سنحاول إبراز ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة وكذا جوانب الاستفادة منها فيما يلي:

- نشير إلى أن الدراسات التي تم استعراضها جاءت من الفترة الزمنية 2001 إلى 2022 وشملت جملة من الأقطار والبلدان مما يشير إلى تنوعها الزمني والجغرافي.
- تعددت الدراسات التي ناقشت عنصر العائد على الأصول، حيث قامت بعض الدراسات بدراسة أثر القيمة السوقية على العائد على الأصول.
- بعض الدراسات تناولت أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي حيث كان عنصر العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية من أهم عناصر الأداء المالي.
- مما لا شك فيه أن الدراسة الحالية استفادة كثيرا من الدراسات السابقة سواء من الجانب النظري أو من الجانب التطبيقي، فمن الجانب النظري استفادت دراستنا من:
- معرفة أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وكذا علاقتها بالأداء المالي.
- استفادة دراستنا من الدراسة السابقة في الوصول إلى تحديد المنهج الملائم لهذه الدراسة.



- استفادت دراستنا من معرفة أهم مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة.
- أما فيما يتعلق بالجانب التطبيقي فقد استفادت دراستنا من:
 - التعرف على نماذج بيانات البائل المستخدمة في تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي.
 - استفادنا من الدراسات السابقة في التعرف على متغيرات الدراسة المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وكذا متغيرات الأداء المالي.
 - استفادت دراستنا أيضا من الدراسات السابقة في تحديد النموذج الملائم لتحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي.
- وما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة:
 - اختلاف المتغيرات المستخدمة المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
 - اعتمدت دراستنا على عينة تتكون من 10 مؤسسات من بورصة قطر للفترة الممتدة ما بين 2014 إلى 2021، حيث شهدت فترة الدراسة انتشار جائحة كورونا التي أثرت كافة أنحاء العالم ما أدى إلى حدوث تغييرات جذرية في أداء المؤسسات بشكل عام وعلى أدائها المالي بشكل خاص.
 - اقتصرت أغلب الدراسات السابقة على عدد قليل من متغيرات الخاصة بسياسة توزيع الأرباح مقارنة بالمتغيرات التي قمنا باستخدامها ما يساهم في زيادة كم المعلومات التي تساهم في الوصول إلى نتائج أكثر دقة.
 - اعتماد دراستنا على بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية panel data للفترة الممتدة من 2014 إلى 2021 لمعرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية

لموضوع الدراسة

تمهيد

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة، ومن بين القضايا الهامة التي لازالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية، ذلك الجدل ينبع من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات والتي تتمحور حول كيفية التصرف في نتيجة السنة المالية، بمعنى التوزيع على المساهمين أو الاحتجاز لاستخدام هذه الأموال، ولذلك فإن عملية الموازنة بين احتجاز الأرباح وتوزيعها تمثل أصعب وأهم القرارات التي تواجه المؤسسة وهذا لتلبية رغبة المستثمرين والحفاظ على قيمة المؤسسة، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من الاتجاهات التي عالجت هذا الموضوع وعملت على الخروج بنتيجة نهائية، إلا أن الجدل بقي قائماً حول أهمية تأثير التوزيعات على الأداء المالي للمؤسسات.

ويتحقق أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي من الناحية النظرية من خلال الزيادة في توزيعات الأرباح، حيث أن الزيادة في توزيعات الأرباح تشير إلى الوضع الجيد للمؤسسة ما يزيد الثقة في إدارة المؤسسة، وتدل أن الأرباح المستقبلية ستكون مرتفعة بشكل كاف لتدعيم توزيعات الأرباح الجديدة، بينما تشير انخفاض التوزيعات أو عدم وجود توزيعات بأن الإدارة قلقة حول مستوى الأرباح المستقبلية. ومنه سنحاول في هذا الفصل دراسة الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي والعلاقة بينهما من خلال تناول المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم نظرية حول سياسة توزيع الأرباح**المبحث الثاني: مفاهيم نظرية حول الأداء المالي****المبحث الثالث: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي**

المبحث الأول: مفاهيم نظرية حول سياسة توزيع الأرباح

لقد كانت سياسة التوزيعات بمثابة اللغز لهذا تناولت العديد من البحوث هذه القضية، محاولة إعطاء تفسير منطقي لها بما يتماشى وواقع المؤسسات في هذا الشأن.

المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

تعد الأرباح التي تحققها الشركة محل خلاف وجدل ولذلك اتبعت معظم المؤسسات سياسات مختلفة للتصرف فيها، واتخاذ قرار توزيعها أو احتجازها.

الفرع الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في الشركة إضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي، وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين.¹

كما تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها المفاضلة بين احتجاز الأرباح من ناحية ودفع التوزيعات النقدية وإصدار أسهم جديدة من جهة أخرى، كما يعتبر قرار توزيع الأرباح أحد القرارات الثلاثة التي تمثل محور اهتمام الإدارة المالية في الشركة، أما القراران الآخران فهما قرار الاستثمار وقرار التمويل، ويتعلق قرار توزيع الأرباح بالكيفية التي يتم بها التصرف في الأرباح المتاحة للمساهمين العاديين وإذا ما كان يتم دفعها في صورة توزيعات نقدية أم يتم احتجازها، وإعادة استثمارها داخل المؤسسة لأغراض النمو المستقبلي.²

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح هي عبارة عن قرار احتجاز أو توزيع الأرباح والمفاضلة بينهما، وتتدرج ضمن سياسة التمويلية حيث تؤثر على القيمة السوقية للسهم وكذا على العلاقة بين المساهمين والمالكين.

¹دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركة المتقدمة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص205.
²رشا محمد زغلول السيد، أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد8، العدد3، 2017، ص318_319.

الفرع الثاني: دوافع توزيع الأرباح

تعتبر النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلياً، وهذا لتمويل احتياجاتها فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح وذلك نظراً للأسباب التالية:¹

- تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذلك على الاكتتاب عند قرار المؤسسة بزيادة رأسمالها.
- عكس الصحة المالية للمؤسسة خاصة إذا ما قامت بالموازنة بين عملية توزيع الأرباح والاستثمار في نفس الوقت.
- زيادة ثقة المستثمرين فهي بتوزيع الأرباح تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.
- نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لقيامها بالتوزيع.
- إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب إستراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالة عدم استقرار الأرباح الي يلعب دور كبير في تحديد سياسة توزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، فالمؤسسات التي تتميز بعدم الاستقرار في أرباحها لا تميل إلى توزيع أرباحها بشكل كبير، وهذا لكون عدم الاستقرار في الأرباح قد يعرض المؤسسة عدم القدرة على مواجهة التزاماتها إضافة إلى سلبية الإشارات المالية التي ترسلها إلى السوق المالي، فالاستقرار في الأرباح يؤدي إلى الاستقرار في التوزيعات.²

¹ زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية السعرة في النورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، المجلد 5، العدد 8، 2010، ص 85.

² عبد الكريم بوحدارة، أثر اختبار الهيكل المالي على المؤسسة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص 120.

الفرع الثالث: العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح

تتأثر الشركات بمجموعة من العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح، وتشمل هذه العوامل كل من القيود القانونية والقيود التعاقدية والقيود الداخلية وأخرى سوقية وعوامل تتعلق بمتطلبات النمو، وفيما يلي شرح مختصر لهذه العوامل:

1. القيود القانونية: بهدف حماية مجموعة المقرضين الذين أقرضوا المنشأة ووفروا مصادر تمويل تقوم المؤسسات التشريعية بوضع قيود على الشركات، بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة للتوزيع (على حملة الأسهم) مجموع أرباح السنة والأرباح المحتجزة، ولكن القانون يسمح بالمقابل أن تكون توزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدتها.

أما إذا كانت على الشركة التزامات ومطلوبات مستحقة أو تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها إلى الإفلاس، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه الشركات من توزيع أرباح، وبالمقابل تسعى بعض الشركات لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها أرباح نقدية، فإذا تبين للجهات القانونية والضريبية أن شركة معينة تماطل في دفع أرباح المالكين لهذا الغرض فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.¹

2. القيود التعاقدية: يقصد بها مجموع الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة، والتي قد تتضمن بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف المؤسسة لحماية الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، فمثلا عادة ما تضع عقود القروض قيودا يقضي بأنه لا تجرى التوزيعات من أرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتولدة بعد ذلك التاريخ، كما قد ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد في مستوى معين، وذلك بهدف ضمان توفير موارد يسهل تحويلها إلى نقدية لخدمة الدين، كذلك قد يتضمن عقد إصدار أسهم ممتازة قيد يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المتجمعة لهم عن سنوات سابقة، وهو ما يطلق عليه تقييد الأسهم الممتازة.²

3. القيود الداخلية: إن المتطلبات المالية للشركة مرتبطة بشكل مباشر بمعدل النمو المتوقع وكذلك بحجم الموجودات المطلوب شراؤها في المستقبل، وعند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية أن تحدد الشركة مدى قدرتها في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية، كما أنه من الضروري أن تحدد الشركة كلفة

¹ أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة قياسية لعينة من المؤسسات

المدرجة في مؤشر CAC40، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، 2022، ص 65

² عبد الغفار حنفي رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 40 .

وسرعة حصولها على مصادر التمويل الخارجي، فعلى سبيل المثال فإن الشركات الكبيرة والتي وصلت إلى مرحلة النضج من دورة حياتها تستطيع أن تحصل على مصادر تمويل خارجية بمبالغ أكبر وبشكل أسرع من أسواق رأس المال ومن الشركات الصغيرة أو الجديدة، كما أن الشركات التي تمر بمرحلة نمو سريعة ستكون بحاجة أكثر للاعتماد على مصادر تمويل داخلية ويقصد بها الأرباح المحتجزة وهذا بدوره يؤثر على حجم المبالغ المخصصة للتوزيع على حملة الأسهم، ذلك أنها من المحتمل أن تكون تلك المبالغ قليلة، في حين أن الشركات الكبيرة والعريقة تستطيع توزيع مبالغ كبيرة من الأرباح بسبب قدرتها على تمويل عملياتها من مصادر خارجية وبشروط ميسرة.¹

4. معدل نمو الشركة: تلعب معدلات النمو التي تحققها الشركة دورا في تحديد نسب توزيعات الأرباح، فشركات النمو السريع مثل شركات الاتصالات التكنولوجية المعلوماتية والبرمجيات والتي تحقق معدلات نمو سريعة فإنها تحتاج إلى كافة مصادر التمويل المتاحة لتمويل احتياجاتها التنموية، وبالتالي فإنها بالعادة توزع أرباح قليلة أو لا توزع أرباح على الإطلاق، ويقبل المساهمون الأرباح الرأسمالية الناشئة عن زيادة سعر السهم في السوق نظرا لحجم الأرباح التي تحققها، أما الشركات التي دخلت في مرحلة النضج أو الثبات النسبي في النمو فإنها تلجأ لتوزيعات نقدية عالية.²

5. اعتبارات سوقية: يضع المسئولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالشركة وفقا لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناء على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركة، والشركات عموما تختلف في نظهم وفقا لسياسة توزيع الأرباح، فهناك شركات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح في حين أن هناك شركات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن الشركة التي تعتمد على سياسة توزيع أرباح ثابتة تكون أقل مخاطرة، وهذا راجع إلى أنه يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي مخاطرتها متدنية وهذا ما ينعكس على ثروة المساهمين، ويركز المالكون وحملة الأسهم العادية على المحتوى المعلوماتي لقرار وسياسة توزيع الأرباح ذلك أن قرار المنشأة بتوزيع أرباح على المالكين يؤثر ويلمح إلى نجاح المنشأة في المستقبل، حيث أن التوزيع المستمر للأرباح وبمبالغ مستقرة يعتبر مؤشر إيجابي ويلمح إلى أن الشركة تتمتع بمركز مالي جيد، كما يفسر المالكون وحملة الأسهم قرار الشركة بعدم توزيع أرباح بأن الشركة تمر بظروف مالية صعبة أو أنها لم تحقق أرباحا في الفترة السابقة وهذا يعتبر مؤشر سلبي، إن عدم توزيع أرباح شركة معينة أو عدم استقرار تلك التوزيعات يزيد من حالة عدم التأكد المتعلقة بتلك

¹ أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2008-2011، رسالة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر،

2012_2013، ص 29.

التوزيعات وهذا الأمر ينعكس عادة بانخفاض قيمة الأسهم في السوق المالي بسبب ارتفاع معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية عند تقييم الأسهم.¹

المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على الشركة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، وهناك ثلاثة أنواع شائعة من سياسات توزيع الأرباح هي:²

الفرع الأول: سياسة توزيع الأرباح الثابتة

تقوم هذه السياسة على توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة (دينار، دولار، جنيه.. إلخ)، ويمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية على صافي الربح لكل سهم عادي، والمشكلة في تطبيق هذه السياسة هي أنه إذا انخفضت أرباح الشركة أو حققت خسائر في فترة معينة فإن توزيعات الأرباح ستخفض، أو قد لا تقوم الشركة بتوزيع أرباح إذا حققت خسائر، ولأن توزيعات الأرباح تعتبر كمؤشر على أحوال الشركة المستقبلية، فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق، ومع أن هناك بعض الشركات التي تستخدم سياسة النسبة الثابتة في توزيعات الأرباح إلا أن هذه السياسة غير محبذة .

الفرع الثاني: سياسة توزيع الأرباح منتظمة

هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح ثابتة بالدينار في كل فترة زمنية، وبشكل عام يعتبر المساهمين هذه السياسة إيجابية حيث تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية، وغالبا ما تقوم الشركات التي تتبع مثل هذه السياسة بزيادة توزيعات الأرباح كلما تأكدت من زيادة أرباحها، وتحت هذه السياسة فإن توزيعات الأرباح لا تتخفض أبدا.

الفرع الثالث: سياسة توزيع الأرباح منخفضة ومتزايدة

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، هذه السياسة مستخدمة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

¹ علي غدايري، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم المؤسسة دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مذكرة ماستر، تخصص تقنيات كمية في المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016-2017، ص 26

² فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 313.

وباستخدام هذه السياسة فإن الشركة تعطي المساهمين دخل ثابت يزيد من ثقتهم في الشركة وكذلك تعطيهم زيادة في توزيعات الأرباح تسمح لهم بمشاركة الشركة في أرباحها في الأوقات الجيدة، والشركات التي تستخدم هذه السياسة يجب أن تقوم بزيادة دفع توزيعات الأرباح الثابتة حين تتأكد من زيادة أرباحها.

المطلب الثالث: نظريات سياسة توزيع الأرباح

هناك عوامل عديدة تؤثر في سياسة توزيع الأرباح تشمل الفرص الاستثمارية المتاحة ومصادر التمويل البديلة وتفضيلات حملة الأسهم للتوزيعات الحالية لقاء التوزيعات المستقبلية، ومن هنا سيتم الحديث عن ثلاث نظريات.

الفرع الأول: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

تنسب هذه النظرية إلى كل من ميلر ومود كيليانى ويطلق عليها أيضا نظرية (M&M) وهناك جدال حول مدى ملائمة سياسة توزيع الأرباح لتحديد سعر السهم، فمن وجهة نظر من يقول أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم فإن سعر السهم يتحدد حتما حسب القدرة الإرادية للمنشأة ووفقا لمخاطر أعمال المنشأة، وبالتالي فإن السعر هو أثر للأرباح الناتجة عن أعمال المنشأة وليس للطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، حيث أن نظرية عدم ملائمة التوزيعات (M&M) معتمدة على أسس نظرية ومن أهم الفرضيات التي تقوم عليها هذه النظرية:¹

- عدم وجود ضرائب على الشركة والضرائب شخصية على الدخل.
 - عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء).
 - ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.
 - للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل الشركة.
 - ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع اثر في تكلفة الأموال المملوكة.
 - إن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات.
- ومن الواضح أن هذه الافتراضات لا تقوم على أرض الواقع نظرا لظروف الأسواق المالية، حيث تفرض نظرية عدم ملائمة التوزيعات (M&M) بأن صلاحية النظرية لا تعتمد على الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العملية.

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص455.

الفرع الثاني: نظرية العصفور في اليد

تنسب هذه النظرية إلى كل مايرون جوردن وجوهن لينتر وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية عدم ملائمة التوزيعات التي قامت عليها النظرية الأولى، ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأسهم، تعتبر نظرية جوردن ولينتر بشأن سياسة توزيع الأرباح من أهم النظريات التي تؤمن بمفهوم ملائمة الأرباح، وتسمى أيضًا نظرية العصفور في اليد التي تشير إلى أن التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح المالية التي سيحققها في المستقبل باعتبار أن المستقبل غير مؤكد، وتقضي هذه النظرية بأنه طالما أن توزيعات الأرباح تزيل عدم التأكد بالنسبة للمستثمر وبما أن المساهمين يفضلون التوزيعات فهم يقبلون بعائد أقل على حقوق الملكية، وتكلفة الوكالة تقود إلى نفس النتيجة وذلك لأن التوزيعات العالية ستزيد الحاجة من التمويل الخارجي وبالتالي يكون لدى المدراء نقدية أقل ولا ينشغلون بممارسات مهددة للنقدية، ومن ثم فإن التوزيعات العالية تقلل من تكلفة الوكالة وبالتالي مخاطر أقل، ويطلبون معدل عائد أقل على حقوق الملكية مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، ناتجة عن احتجاز الأرباح واستثمارها في فرص النمو كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكيدًا من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية مستقبلية، وكنتيجة لزيادة نسبة التوزيع ينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم وعليه تنخفض القيمة السوقية للشركة (فرصة ضائعة)، ويرتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة نظرا لاستعداد المستثمرين لدفع سعر أعلى للسهم إذا كانت نسبة توزيع الأرباح أكبر.¹

الفرع الثالث: نظرية التفضيل الضريبي

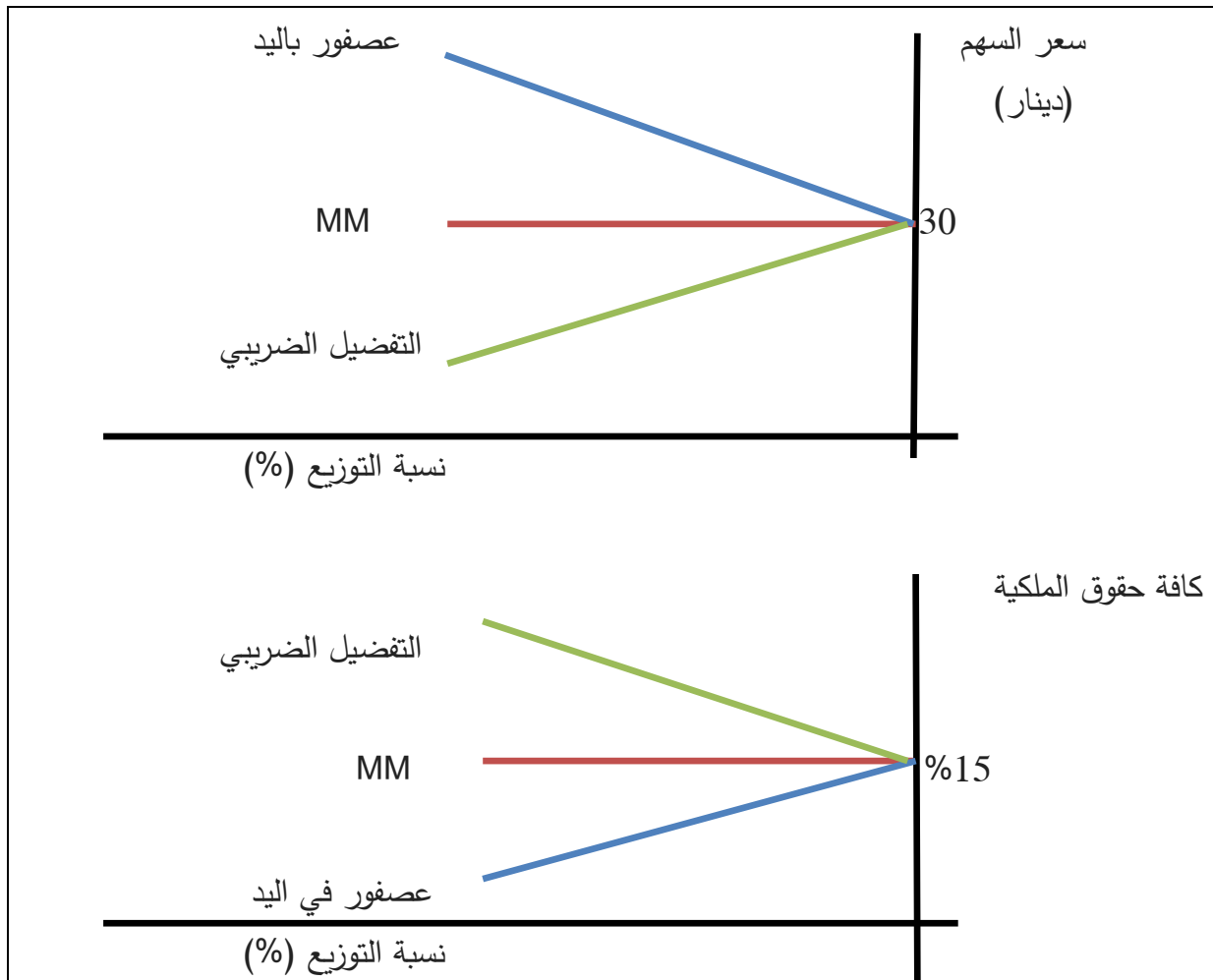
طبقا لهذه النظرية إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة، أو كانت نسبة الضرائب على هذه الأرباح أقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة فإن المستثمرين يفضلون المؤسسات التي لا توزع أرباحا نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة، ارتفعت ثروة المساهمين هذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به في المؤسسات التي لاتوزع أرباحا نقدية، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباحهم النقدية.²

¹ Brigham E, Ehrhardt M, **Financial Managment theory and practice**, 13th Ed, south western college Pub, USA, 2013, p565

²رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق، المالي حالة سوق، دبي المالي في الفترة ما بين 2011 2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد2، 2016، ص43.

يمكن استخدام الشكل التالي لشرح النظريات الثلاث لسياسة توزيع الأرباح، لنفترض أن شركة تفكر في تحديد سياسة توزيع الأرباح لتعظيم قيمة السهم وأنها تحقق عائداً على حقوق الملكية (ROE) = 15% بغض النظر عن سياسة توزيع الأرباح، وأن القيمة الدفترية للسهم الواحد = 30 دينار، وعليه فإن نصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة (EPS) = $30 * 0,15 = 4,5$ دينار، أما نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة DPS يعتمد على سياسة توزيع الأرباح، بافتراض ثبات قيمة ROE فإن معدل النمو في توزيع الأرباح هي نسبة الاحتجاز ROE X ، وستراوح بين صفر و 15%¹.

شكل رقم (01-01): نظريات توزيع الأرباح



المصدر: عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 457.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن نظرية ملائمة توزيع الأرباح لا تتأثر فيها نسبة التوزيعات بالقيمة الدفترية للسهم حيث تبقى ثابتة، في حين أن نظرية العصفور في اليد تبين كلما ارتفع السعر السهم كلما زادت نسبة التوزيع ، والعكس بالنسبة لنظرية التفضيل الضريبي فكلما انخفضت القيمة الدفترية

¹ عدنان تايه النعيمي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 457.

للسهم كلما زادت نسبة التوزيع، أما بالنسبة لحقوق الملكية فكلما ارتفعت بالنسبة لنظرية التفضيل الضريبي ارتفعت نسبة التوزيع والعكس بالنسبة لنظرية عصفور في اليد، أما نظرية عدم ملائمة التوزيعات فتبقى ثابتة لأنها تفرض بأنه ليس هناك أثر لتوزيع أو احتجاز الأرباح على حقوق الملكية. ومن ما تقدم يمكن ملاحظة أن النظريات الثلاثة تقود إلى نتائج مختلفة تماما ولا نستطيع حتى الآن أن نقول أي شيء حول أي هذه النظريات أصح.

المبحث الثاني: مفاهيم نظرية حول الأداء المالي

إن التطرق إلى الأداء المالي للمؤسسات بدراسة نظرية يعد مطلباً ضرورياً للإحاطة بجميع جوانبه، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى ثلاثة عناصر أساسية، هي ماهية الأداء المالي وأساسياته وأهم المؤشرات التي يقوم عليها.

المطلب الأول: ماهية الأداء المالي

يعتبر الأداء عموماً والأداء المالي خصوصاً من أكثر المفاهيم الإدارية سعة وشمولاً إذ ينطوي على العديد من المواضيع الجوهرية المتعلقة بنجاح أو فشل أي شركة، لأنه يرتبط بجوانب مهمة في مسيرة حياة الشركات على اختلاف أنواعها فهو بمثابة المرآة العاكسة لأنشطة الشركة وإنجازاتها.

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافها، ويعتبر الأداء المالي أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها تجاه الشركات الناجحة فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها، كما يعتبر الأداء المالي أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تظهر في مسيرة الشركة فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت الشركة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون والقروض ومشكل العسر المالي والنقدي وبذلك تنذر إدارتها للعمل لمعالجة الخلل.¹

كما عرف كل من ستانلي سيشور وإبراهيم يوكستمان الأداء المالي انه يعني مدى قدرة المؤسسة على استغلال الفرص المتاحة من البيئة المحيطة بها في الحصول على احتياجاتها من المصادر النادرة، أي الموارد ذات القيمة من أجل استمرار نشاطها، وعليه فتحقيق أداء مالي ايجابي لا بد من توفر الفعالية المالية التي تعنى باستغلال الموارد المالية المتاحة في تحقيق الأهداف المحددة، أي أنها تختص ببلوغ

¹ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، طبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 45.

النتائج، ويتم ذلك بتحقيق الكفاءة المالية التي تعنى بالوسيلة التي يجب أن تتبعها المؤسسة للوصول إلى هذه النتائج أو الأهداف.¹

من خلال التعاريف السابقة فإن الأداء المالي عبارة عن وسيلة تمكن الشركة من الكشف عن المشاكل المالية والإدارية، حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف وهو الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة بالإضافة إلى تحديد وضعها المالي وقيمتها السوقية.

الفرع الثاني: أهمية الأداء المالي

شهد موضوع الأداء المالي أهمية كبيرة بالنسبة للشركات، سواء كانت هذه الشركات اقتصادية أو مالية وخاصة في الوقت الحاضر، لما تواجهه هذه الشركات بمختلف أنواعها وانتماءاتها القطاعية من منافسة شديدة فيما بينها وذلك نتيجة لعولمة السوق والانفتاح الاقتصادي وازدياد المنافسة بين الشركات. وبالتالي تبرز أهمية الأداء المالي من خلال:²

- متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة الاقتصادية وطبيعتها.
- معرفة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة بالمؤسسة.
- المساعدة في إجراء التحليل والمقارنة وتقييم البيانات المالية على أساس منهجي سليم يستخدم لتقويم الأموال بفاعلية وبأعلى كفاءة في المؤسسة لكي تساعد في تحقيق أهدافها المالية على المدى الطويل.
- الأداء المالي يهدف إلى تقويم أداء الشركة من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في الشركة لتحديد جوانب القوة والضعف في الشركة والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية.
- استخدام النسب المالية بصورة رئيسية في تحليل من أجل مقارنة الأداء الماضي بالأداء الحالي والمتوقع ومعرفة نواحي الاختلاف.

¹ نور الدين بهلول، تحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية للدهن (ENAP) وحدة سوق أهراس، مجلة الجزائر للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 7، العدد 3، 2016، ص 74

² فائق سعيد العلمي، سلوك الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وأثره على القرارات المستثمرين، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2017، ص 20.

ويتضح مما سبق أن الأداء المالي هو عصب الشركة لوضع خطط مستقبلية لتوسيع نشاطاتها والمحافظة على أدائها أمام الجمهور بأفضل نتائج، كذلك يساعد أيضا في مراقبة السيولة وإعداد الموازنات السنوية.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

نقوم بتلخيص العوامل المؤثرة على الأداء المالي في النقاط التالية:¹

1. الهيكل التنظيمي: حظي باهتمام عدة أطراف مفكرين، استثماريين ومدربين، لذا وجد خلاف حول تحديد تعريف موحد وشامل له، إذ نقترح منها التالي، "الهيكل التنظيمي هو مجموعة الطرق التي تقسم بها المنظمة أفرادها في مهمات متميزة ثم التنسيق بينها، وفيها توزيع المهام والمسؤوليات بين التقسيمات الهرمية وتجميع الأفراد في تقسيمات رسمية"، وصف التعريف مكونات الهيكل التنظيمي لكن ما يلي يحدد الهدف من بناء الهيكل التنظيمي، حيث أن الهيكل التنظيمي يجسد الواقع التنظيمي في أحسن صورة ممكنة ليسمح بالممارسة الفعلية لمختلف النشاطات، ويحقق الأهداف المسطرة بفعالية وفاعلية في ظل قيود البيئة الداخلية والخارجية، بناء على ما سبق نفترض أن للهيكل التنظيمي المنظم والفعال أثر ايجابي على أداء المؤسسات.

2. المناخ التنظيمي: يعرف بأنه حصيلة العوامل البيئية الداخلية كما يفسرها ويحللها العامل ونفيها، والتي يظهر أثرها على سلوكهم وعلى معلوماتهم وبالتالي على أدائهم وانتمائهم للمنظمة، وتختلف مكونات المناخ التنظيمي من كاتب إلى آخر، هناك من حددها في الهيكل التنظيمي، المسؤولية، نظم المكافآت، الدعم، الصراع، التمسك وظروف العمل، وأخرى حصرها في وضوح التنظيم، كيفية اتخاذ القرارات، أسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، حيث تتفاعل هذه العوامل لضمان سيرورة الأداء بصورة ايجابية من الناحية الإدارية والمالية كما تساهم في إعطاء متخذي القرارات صورة صادقة عنه.

3. التكنولوجيا: تقوم المؤسسات باختبار نوعية تكنولوجيا مناسبة تساعد على تحقيق أهدافها، فقد رصدت إحدى الدراسات تأثيرا موجبا لمستوى الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات على القيمة السوقية المضافة، والعائد على السهم العادي إضافة للعائد على الأصول للمصارف، بينما لم يكن لها أثر في العائد على الاستثمار.

¹بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقسيم الأداء المالي والتنبؤ بالفشل المالي دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة مالية وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 01، الجزائر، 2018، ص44_46.

4. **الحجم:** نعني بالحجم فئة التصنيف التي تنتمي إليها المؤسسة صغيرة أو كبيرة والمحددة بمعايير منها عدد العمال، المبيعات (رقم الأعمال)... إلخ، هنا نذكر أن الحجم قد يكون عائقاً لأداء المؤسسات بمبرر أنه يؤدي إلى تعقد وتقليل فعالية العمليات.

5. **طبيعة الملكية:** تم التوصل إلى أثر إيجابي بعد دراسة وتحليل أثر تغيير نمط الملكية للمؤسسة

إسباتتبا (ISPATANABA) على الأداء المالي، وهذا راجع للأسباب التالية:¹

• لأن المالك الخاص أكفأ من الدولة في إدارته للمؤسسة، مما يساهم في توفير الموارد وتحسين الأداء المالي لهذه المؤسسة.

• المالك الخاص بما يقدمه من حوافز أقدر من الدولة على تعبئة الموارد والاستثمار في المشاريع المربحة.

• تغيير نمط الملكية يزيل على كاهل الدولة عبء الخسائر المالية.

المطلب الثاني: أساسيات الأداء المالي

يتضمن هذا المطلب ثلاث فروع تتمثل في أسس تحليل الأداء المالي وأهم معاييرها وخطوات تحسينه.

الفرع الأول: مكونات الأداء المالي

يتكون الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية من مكونين أساسيين هما الكفاءة والفعالية ويمكن إبرازهما كما يلي:

• **الفعالية:** تعرف الفعالية على أنها القدرة على تدنية مستويات باستخدام المواد دون المساس بالأهداف

المسطرة التي تقاس بالعلاقة بين النتائج وعواملها أو النتائج والمواد المستخدمة.²

الفعالية تشير إلى انجاز المهمة المناسبة وبالتالي تقيس وتقيم مخرجات المؤسسة مقارنة بأهدافها

وبالتالي فهي تعني ما هو فعال، أي خاصية الفرد أو نظام الذي يتيح القدر الأقصى من النتائج.³

كما تعرف أيضا على أنها مؤشر يستعمل في قياس الأداء، ويعبر عن العلاقة السببية بين النتائج

والأهداف المخططة التي تفسر القدرة على تحقيق الأهداف بشكل صحيح بمقارنة مقدار الأداء المحقق

بالنسبة للأداء المطلوب.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 47

² عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية (مفهوم وتقييم)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 1، 2018، ص 84.

³ محمد العربي غزي، ثقافة المؤسسة وتأثيرها على أدائها العام، رسالة ماجستير، تخصص علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2006، ص 99.

• **الكفاءة:** تعرف على أنها خاصية من خصائص العمليات التي تشير إلى درجة خروج العمليات المنظمة بالنتائج المطلوبة بأدنى كلفة من الموارد.²

وتعرف أيضا أنها القدرة على العمل بشكل جيد أو القدرة على تحقيق النتائج الصحيحة، أو القدرة على العمل بأسلوب مناسب وبشكل سريع.³

الفرع الثاني: معايير الأداء المالي

إن تحليل النسب المالية ليس الهدف منه معرفة النسب، ولكن الهدف منه هو معرفة تأثير هذه النسب على الأداء الاستراتيجي للشركة، ويلجأ إليه المحلل المالي لمقارنة كل نسبة مع نسبة أخرى تستخدم كمعيار للمقارنة، فالمعيار هو أساس المقارنة ويربطها بتقييم الأداء، وتوجد هناك عدة معايير تستخدم في مجال التحليل المالي والمؤشرات لعل أهمها ما يلي:⁴

1. المعايير المطلقة: وهي مجموعة من القيم والمعادلات التي أدرج استعمالها في التحليل المالي تقاس بها التقلبات الواقعية، وهذه المعايير تفترض وجود صفات مشتركة بين مشاريع متعددة ومن قطاعات مختلفة في طبيعة عملها، وبناء على ذلك يتم تحديد قيمة مطلقة أو معدل مطلق لهذه النسبة أو تلك، إلا أن هذا الافتراض لا يتحقق بهذه السهولة فمشاريع القطاع الواحد تختلف فيما بينها من حيث نشاطها ونوعها وحجمها، إذ ليس من الضروري أن تنطبق هذه المعايير على جميع المشاريع الأمر الذي يقلل كثيراً من احتمالية الاعتماد عليها.

2. المعايير الصناعية: وهي متوسط نسب مأخوذة لمجموعة كبيرة من الشركات التي تنتمي إلى صناعة واحدة مثل (الصناعة المصرفية، صناعة التأمين، وشركات الخدمات...إلخ) عن فترة زمنية محددة، ويفيد هذا المعيار عند مقارنة النسبة الخاصة بالشركة موضع الدراسة لمعرفة المركز النسبي للشركة ومقارنتها مع الشركات المنافسة والعاملة في نفس المجال، وعلى ضوء هذه المؤشرات يتم تحديد أداء الشركة فهي إما أن تكون ضمن المعدل السائد أو أعلى من المعدل أو أقل من المعدل.

3. المعايير التاريخية: حيث تعتمد على النتائج التي حققتها الشركة خلال فترة أو فترات زمنية ماضية، حيث يعتمد المحلل المالي على مقارنة النتائج التي يتم التوصل إليها عن الفترة المالية المعنية بالنتائج التي تم تحقيقها خلال الفترة أو الفترات المالية السابقة، في سبيل تفسير النتائج وإعطاء الحكم

¹ بوبكر ملياني، تأثير الاتصال الرسمي على أداء الموارد البشرية، رسالة ماجستير، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009_2010، ص44.

² وائل محمد صبحي ادريس وواهر محسن منصور الغالبي، أساسيات الأداء، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص17.

³ أيهم الحميد، قياس الكفاءة والفعالية في المصارف الإسلامية في سوريا باستخدام التحليل التطبيقي للبيانات DEA، مجلة جامعة البحث، جامعة البحث السورية، العدد 1، 2017، ص15.

⁴ فائق سعيد العلمي، مرجع سبق ذكره، ص20.

على النتائج المحققة عن أي علاقة رياضية يمكن أن تنشأ بين البيانات المالية التي تحتويها القوائم المالية.

4. المعايير المستهدفة: وهي تلك المعايير التي تقوم بوضعها الشركة المعنية وتخطط للوصول إليها في ضوء إمكانياتها المادية والبشرية المتاحة، حيث يتوجب أن يكون تخطيط الشركة سليم ودقيق، حتى تكون عملية المقارنة مع النتائج المتحققة سليمة ودقيقة أيضا، ومن أمثلة المعايير المستهدفة التي يمكن أن تخطط لها الوحدة الاقتصادية أساليب الموازنات والتكاليف المعيارية.

بناء على ما سبق يمكن القول بأن المعايير هي مقاييس تستخدم للمقارنة ويختلف مصدر المعيار وطرق اختياره حسب نوعية التحليل المراد القيام به والهدف منه.

الفرع الثالث: خطوات تحسين الأداء المالي

تلجأ المؤسسة إلى تحسين أدائها المالي عندما يكون المنجز أقل من المخطط أو وجد التوازن بينهما، حيث أنه تماشيا مع تطورات المحيط تلجأ المؤسسة إلى التحسين المستمر لأدائها المالي الذي يتم بواسطة العنصر البشري ذي المهارة العالية والمحفز بشكل جيد باستخدام تكنولوجيا مبسطة وليست معقدة، ويعرف التحسين كمسيرة أو كعملية تقوم بها فرق العمل بهدف تطوير الأداء الشامل للمؤسسة من خلال تحسين الجودة وإرضاء الزبائن، وبالتالي ضمان التطور والنجاح على المدى الطويل وتتمثل مراحل تحسين الأداء المالي فيما يلي:¹

- اتخاذ قرار والتزام الإدارة بتكوين لجنة قيادة وتعيين مسئول عن العملية بوضع إستراتيجية لها.
- التخطيط من خلال تعريف الأهداف.
- وضع هيكلية التحسين والموارد ووضع خطة للتنفيذ.
- التحضير والذي يشمل اختيار المشاركين وتكوينهم.
- وضع وسائل الرقابة وتحديد الرقابة وتحديد الإدارة لنقاط ذات الأولوية في التحسين.
- التطبيق من خلال توجيه مجهودات كل الأفراد نحو تحسين العمليات وتكوينهم.
- المتابعة والتحسين من خلال متابعة أنشطة ونتائج فرق العمل من طرف لجنة القيادة.
- تقييم العملية وكذا تطوير وتكييف عمليات التحسين باستمرار.

¹الهام بجياوي، ليلي بوحديد، **الحوكمة ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية**، مجلة أداء المؤسسة الجزائرية، المجلد 20، العدد 5، 2021، ص 64.

المطلب الثالث: مؤشرات الأداء المالي

يعرف المؤشر بأنه عبارة عن أداة اقتصادية إحصائية لمراقبة ظاهرة معينة، كما يعتبر من أدوات مراقبة التسيير التي تسمح بقياس مستوى الأداء المطلوب وحسب خصائص محددة، وتنقسم مؤشرات الأداء المالي إلى فرعين وهما المؤشرات التقليدية والمؤشرات حديثة.

الفرع الأول: مؤشرات الأداء المالي التقليدية

يقاس الأداء المالي استناداً إلى البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، ويتم قياسه بمجموعة من المؤشرات (نسب السيولة، نسب أداء هيكل رأس المال، نسب الربحية)، سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى النسب الربحية بالتفصيل كون أن هذه النسب هي النسب التقليدية وأكثر تعبيراً على الأداء المالي وتتمثل فيما يلي:

أولاً: النسب المالية

1. نسب الربحية: تقيس نسب الربحية للمؤسسة المستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعطي

إجابات نهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة، وتتمثل فيما يلي:¹

- العائد على حقوق الملكية: تشير هذه النسبة إلى العائد المتحقق جراء استثمار المالكين في الشركة، وتعتبر عن مدى كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك وقدرتها على تحقيق أرباح مرضية لهم ويرمز لها ب(ROE)، وتعطى العلاقة المبسطة لحساب هذا المؤشر كالتالي:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{ROE}$$

- العائد على الأصول: يبين هذا المعدل نسبة الربح المحقق على كل دينار مستثمر في الأصول، وكلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت ربحية الشركة أفضل ويرمز لها ب(ROA)، وتعطى بالعلاقة

التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{ROA}$$

¹محمد رزقون وشركائه، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم "دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر الفترة 2015-2010"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 02، العدد 03، 2018، ص217.

2. نسب أداء هيكل رأس المال: هي نسب تستخدم في الحكم على مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل وتسمى أيضا بنسب المديونية وتتمثل في نسب الاستقلالية، نسبة قابلية السداد، نسب الرافعة التشغيلية.¹

3. نسب السيولة: تستعمل للحكم على مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها (ديونها) قصيرة الأجل، والنسبة النموذجية لها أن تكون أكبر من الواحد وتتكون من نسبة السيولة العامة، المختصرة والفورية.²

ثانيا: مؤشرات التوازن المالي

يمكن حساب التوازن المالي من خلال عدة مؤشرات، وفيما يلي نذكر أهم هذه المؤشرات:³

1. رأس المال العامل: ويعبر عن الموجودات المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية قصيرة، أي بمعنى آخر هي الموجودات المتداولة التي لا تتجاوز مدة استحقاقها السنة، أما القيمة الصافية له فهي ناتج المطلوبات المتداولة من الموجودات المتداولة، ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$FRNG = \text{الموارد الدائمة} - \text{استخدامات الثابتة}$$

ويتخذ رأس المال العامل ثلاث حالات وهي:⁴

- إذا كان رأس مال العامل موجب فهو مؤشر جيد للمؤسسة لأنه يدل بأن عملية التمويل لا تعتمد على ديون قصيرة الأجل.
- إذا كان رأس مال العامل سالب فهو مؤشر سيء للمؤسسة أي أن الموارد الدائمة أقل من الاستخدامات الثابتة.
- إذا كان رأس المال العامل يساوي صفر فهذا يعني أن الموارد الدائمة تساوي الاستخدامات الثابتة وأن المؤسسة غطت احتياجاتها على المدى البعيد.

2. احتياجات رأس المال العامل: ينتج عن الدورة المالية أو المحاسبية دخول تدفقات نقدية وخروج تدفقات

¹ حاكم محسن محمد الربيعي، مهند حميد ياسر العطوي، نظرية توقيت السوق وتأثيرها في هيكل رأس المال دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المصرية، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 10، العدد3، 2014، ص9.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص125.

³ أحمد رعد ناظم، بحث تطبيقي على عينة من شركات التأمين العامة والخاصة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد8، العدد الخاص بالمؤتمر العلمي لقسم العلوم المحاسبية، ص225، متاح على الموقع الإلكتروني www.iasj.net.

⁴ إسماعيل سبتي وآخرون، استخدام مؤشرات التسيير المالي والمحاسبي في ترشيد قرارات المؤسسة الإعلامية الرياضية مجموعة bein media group القطرية أنموذجاً، مجلة حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد35، العدد4، 2021، ص428.

أخرى، إذ يمثل احتياج رأس المال العامل الديون على الغير والمخزونات والاستثمارات قصيرة الأجل والنقدية ويتم استخدامها لتمويل الأنشطة التشغيلية للمؤسسة، وفي كثير من الأحيان يكون التدفق الخارج أكبر من التدفق الداخل بسبب وجود فوارق زمنية بين التمويل والاستغلال، ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$\text{BFR} = (\text{الأصول المتداولة للاستغلال} - \text{خصوم متداولة للاستغلال}) + (\text{أصول متداولة خارج الاستغلال} - \text{خصوم متداولة خارج الاستغلال})$$

$$\text{BFR} = \text{BFRE} + \text{BFRHE}$$

و تأخذ احتياجات رأس المال العامل ثلاث حالات وهي:¹

- الحالة الأولى: احتياجات رأس المال العامل موجب يدل على أن موارد الدورة لم تكفي لتغطية احتياجات الدورة، أي أن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن السنة لتغطية احتياجاتها.
- الحالة الثانية: احتياجات رأس المال العامل سالب يدل على أن المؤسسة قد غطت احتياجات دورتها ما يوحي بوضعية مالية مريحة للمؤسسة.
- الحالة الثالثة: احتياجات رأس المال العامل معدوم يدل على أن المؤسسة قد غطت احتياجات دورتها ما يوحي بالاستغلال الأمثل لموارد المؤسسة.

3. الخزينة: هي عبارة عن مجموعة الأموال الجاهزة تحت تصرف المؤسسة في حالة السيولة التي يمكن التصرف فيها لمقابلة احتياجات دورة الاستغلال، وتحسب بالعلاقة التالية:²

$$\text{TN} = \text{رأس المال العامل} + \text{احتياج في رأس المال}$$

$$\text{TN} = \text{FRNG} + \text{BFR}$$

وتتخذ قيمة الخزينة ثلاث حالات:³

¹ريمة يونس، مقارنة نتائج التحليل المالي بين تطبيق الأساليب التقليدية و الأساليب الحديثة دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين **SAA**، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 20، العدد2، 2016، ص53

² سمروود زبيدة، سحنون جمال الدين، دور التحليل المالي في تقسيم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن دراسة حالة المؤسسة الوطنية **للبنك الحديدية ANESRIF للفترة 2017-2018**، مجلة الريادة الاقتصادية في الأعمال، المجلد6، العدد، 3، 2020، ص354.

³ أحمد رعد ناظم، مرجع سبق ذكره، ص225.

- الخزينة السالبة: وهي أن الموجودات غير كافية لتغطية احتياجات رأس المال العامل بمعنى أن هناك عجزاً في توفير السيولة.
- الخزينة المعدومة: وهي أن رأس المال العامل مساوي لاحتياجاته ويجب على المؤسسة البحث عن مصادر التمويل.
- الخزينة الموجبة: وهي أن موجودات المؤسسة كافية لتغطية التمويل الذي تحتاجه عناصر رأس المال العامل

الفرع الثاني: المؤشرات الحديثة للأداء المالي

بعد تطرقنا لأهم المؤشرات المالية التقليدية لتقييم الأداء المالي فإننا سنقوم بالتطرق في هذا الفرع لإبراز المؤشرات المالية الحديثة، ومن أهم هذه المؤشرات قياس مؤشر من منظور خلق القيمة والتي تنفرع إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة.

1. القيمة الاقتصادية المضافة: يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يرمز له ب(EVA)

الصورة المعدلة لمؤشر الربح المتبقي، والذي قامت بتطويره مؤسسة ستام ستوارت وهي مؤسسة استشارية أمريكية من خلال اقتراحها إجراء العديد من التعديلات على كل من صافي الربح وكافة رأس المال لحساب القيمة الاقتصادية المضافة، حيث تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة تسيير، ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسينهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال من جهة، ووفق ثقافة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال الممثلين في المساهمين، ويعود سبب طرح القيمة الاقتصادية المضافة EVA إلى شمولية هذا المعيار المتغيرات الهامة التي تعكس الأداء بالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم، واستحوذت على الاهتمام في الفترة الأخيرة كشكل جديد في قياس الأداء، لكونها تؤكد على ضرورة تحميل كافة الاستثمار في صافي ربح التشغيلي الذي تم تحقيقه، وهذا ما أشار إليه تولي (Tully)، فقد وصف في مجلة الثروة بأن القيمة المضافة هي أحسن فكرة مالية لهذا اليوم وبرزت أهمية هذا المؤشر فيما يلي:¹

- يوضح المعيار التحسن المستمر لثروة المساهمين.
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري.

¹ خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، قياس وتقسيم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019، مجلة دراسات المعهد الاقتصادي، المجلد 12، العدد 1، 2021، ص 147.

- معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدرء المؤسسات.
 - مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق.
 - وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا.
 - وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدرء وحملة الأسهم.
- وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:¹

$$EVA = (ROI - CMPC) * CI$$

بحيث:

ROI: العائد على الاستثمار.

CMPC: تكلفة رأس المال.

CI: رأس المال.

2. القيمة السوقية المضافة: ويرمز لها ب(MVA) وتعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وتعطي تقييما شاملا لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروب في عدد الأسهم، ويعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين، وتعطى علاقتها كالتالي:²

$$MVA = MEV - BVE$$

حيث أن:

MVA : القيمة السوقية المضافة.

MEV: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

BVE: القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية.

ويمكن أن تكون نتيجة المعادلة السابقة موجبة أو سالبة أو صفراً، حيث تكون موجبة عندما تتجاوز القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية قيمتها الدفترية، وهذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد ازدادت خلال فترة حياتها، وتكون سالبة إذا حدث العكس وهذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد انخفضت خلال فترة حياتها، وتكون النتيجة صفراً في حالة تساوي القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية مع قيمته

¹ خالد سيف الاسلام بوخلخال، علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 149

² جرودي رنده، أثر مخاطر السوق على الأداء المالي للمصارف الإسلامية وآليات إدارتها وفق معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية ولجنة بازل دراسة قياسية 2008 2018، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2019_2020، ص167.

الدفترية، وهذا يعني ثبات عوائد الأسهم خلال فترة حياتها دون زيادة أو نقصان، وللتمييز بين مضمون القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية MVA فإن معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA يشكل نمطا ومنهجاً لتقييم الأداء الداخلي، في حين يعرض معيار القيمة السوقية المضافة لتقيماً للأداء الخارجي، وهذا يعني أن معيار القيمة السوقية المضافة لا يعكس فقط ثروة حملة الأسهم بل يعكس أيضاً تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة ككل، حيث يمكن القول إن القيمة السوقية المضافة تعد بمثابة مقياس جوهري وهام يلخص الأداء الإداري لشركة الأعمال، ويوضح مدى نجاحه في توزيع وإدارة الاستثمار لمواردها المحددة والنادرة من أجل تعظيم ثروة الملاك¹.

¹ جرودي رنّدة، مرجع سبق ذكره، ص168.

المبحث الثالث: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي

ترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى تأثيرها على المجالات المالية الأخرى، مثل الهيكل المالي وتدفق الأموال والسيولة وتكلفة الأموال كما أنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين، وهناك جدل حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة.

المطلب الأول: تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي.

مع زيادة الاختلاف حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي ونوعية العلاقة التي تجمعها انقسمت الآراء، فهناك من يرى أن لها تأثير وهناك من يعارض فكرة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي.

الفرع الأول: البراهين والأدلة بعدم وجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي

حسب نظرية العلاقة لتوزيعات الأرباح التي تم تطويرها من قبل كل من مود كيليانى وميلر (M&M) حيث برهنوا بأن قيمة الشركة تتحدد استنادا للقوة الإرادية والمخاطرة الناجمة عن استثماراتها فقط، أي تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار (قدرة الموجودات على تحقيق الأرباح)، وأن الأسلوب الذي تعتمده الشركة في توزيع أرباحها بين التوزيع وبين الاحتجاز ليس له تأثير في قيمتها، في حالة ثبات العوامل الأخرى، وخلافا لما سبق فإن العديد من الدراسات قد توصلت إلى أن تغيرات كبيرة في التوزيعات تؤثر في قيمة الشركة، حيث أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة ملحوظة في أسعار الأسهم، والعكس في حالة انخفاض الربح الموزع فإن قيمة الشركة تنخفض هي الأخرى، وقد رد ميلر ومود كيليانى على هذه النتائج بقولهم بأن التأثير المذكور لم يكن بسبب الربح الموزع ذاته، وإنما يعود السبب إلى المحتوى المعلوماتي الكامن في الربح الموزع وبالعلاقة مع الأرباح المستقبلية، وطبقا لهذه النظرية ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة توزيع الأرباح عن طريق الشركة كإشارة لتوقع الربح بواسطة إدارة الشركة، فالتوزيع الأعلى للأرباح سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تتبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون ايجابيا، بمعنى آخر أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال، والعكس صحيح لو توقع المستثمرون نسبة أقل من توزيعات الأرباح بينما قامت الشركة بدفع نسبة أعلى فإن سعر السهم سوف يرتفع.¹

¹ كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار والتوزيع على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2018_2019، ص138

بالإضافة إلى نظرية التفضيل الضريبي التي تقوم على أساس أن هناك مجموعات مختلفة من حملة الأسهم الذين يفضلون سياسات مختلفة لتوزيع الأرباح، فالأشخاص المتقاعدين وصناديق التقاعد وصناديق الجامعات، عادة يفضلون التوزيعات النقدية لذا يرغبون بالاستثمار في الشركات التي توزع نسب أعلى من أرباحها، وهؤلاء هم عادة المستثمرين الذين يخضعون لمعدل ضريبة منخفضة على التوزيعات، كما يفضلون الحصول على دخلهم في صورة أرباح رأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل من المعدل المفروض على توزيع الأرباح النقدية، من ناحية أخرى هناك مستثمرين يفضلون الشركات التي توزع نسبة أرباح نقدية منخفضة، أو لا توزع أرباحا نقدية وتحجزها للاستثمار لأنهم ليسوا بحاجة للدخل الحالي وهم ببساطة يعيدون استثمار التوزيعات المستلمة بعد دفع الضرائب عن تلك التوزيعات، وتسمى عملية جذب المستثمرين للشركات التي لها سياسات للتوزيعات تتماشى مع تفضيلات المستثمرين، وبعبارة أخرى فإن المستثمرين لن يستثمروا إلا في الشركات التي تتفق سياسة توزيع الأرباح النقدية التي تتبعها مع رغباتهم واحتياجاتهم وظروفهم الخاصة.

الفرع الثاني: البراهين والأدلة بوجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي

إن البرهان والدليل الرئيسي الذي يعزز وجهة النظر التي تقول بوجود صلة وثيقة لسياسة توزيع الأرباح بقيمة الشركة وأدائها المالي هو الذي ساهم به كل من جوردن ولينتر، حيث أثبتوا بأن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح وبين القيمة السوقية للسهم العادي والأداء المالي للمؤسسة، والأساس الذي يقوم عليه الافتراض المذكور هو الدليل الذي يطلق عليه العبارة المشهورة "العصفور في اليد"، الذي يشير إلى أن المستثمرين ينظرون إلى دفعات الأرباح الموزعة الحالية على أنها أقل خطورة من دفعات الأرباح الموزعة أو المكاسب الرأسمالية المستقبلية، وقد أشار مؤيدو هذا الافتراض على أن دفعات الأرباح الموزعة الحالية تقلل من عدم التأكد لدى المستثمر، الأمر الذي يدفعه إلى خصم أرباح الشركة بمعدل خصم منخفض نسبيا، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها مما يجعله يضع أسعار عالية على أسهم الشركة، وبالمقابل فإن انخفاض الأرباح الموزعة أو عدم التوزيع سيزيد من حالة عدم التأكد لدى المستثمر، الأمر الذي يدفعه إلى طلب معدل عائد مرتفع نسبيا وبالتالي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة.¹

¹حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، دراسة اختيارية وحديثة لمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2006-2009، رسالة ماجستير، تخصص مالية أسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011، ص99.

المطلب الثاني: العوامل التي تؤيد توزيع أرباح أكبر

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، لما لها لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمرين والمؤسسة وهذا ما سنتطرق له في هذا المطلب.

الفرع الأول: الرغبة بالدخل الجاري

يرغب بعض الأفراد بدخل مستمر مثل المتقاعدين وبعض الفئات التي تعيش على دخل ثابت مثل الأرمال والأيتام، ولذلك فإن هؤلاء الأفراد هم الذين يرفعون سعر السهم في حالة توزيعات الأرباح (بسبب زيادة طلبات الشراء)، وهم الذين يساهمون كثيرًا في تخفيض سعر السهم في حالة أن اتخذت الشركة قرار بتخفيض توزيعات الأرباح النقدية بسبب كثرة عروض البيع.

لقد ناقش كل من مود كلياني وميلر أن الفكرة السابقة ليس لها وجود على أرض الواقع، لأن الشخص الذي يرغب في أن يكون لديه سهم لإحدى الشركات يعطي توزيعات أرباح نقدية كبيرة، ولكن السهم الذي لديه الآن يعطي توزيعات أرباح نقدية قليلة، فيستطيع أن يبيع جزء من تلك الأسهم ليوفر السيولة المرغوبة وبالتالي فإن وجود هكذا مستثمر في سوق مالي يتصف بكفاءة عالية وعدم وجود تكاليف تداول أو عمولات، فإن السهم الذي يعطي توزيعات أرباح كبيرة لن يختلف سعره عن السهم ذو توزيعات الأرباح المنخفضة وليس لتلك الصفة قيمة لحملة الأسهم، ولكن في العالم الحقيقي فإن بيع الأسهم يتضمن تكاليف سمسة وتكاليف تداول أخرى، ويمكن تجنب دفع مثل هذه التكاليف من خلال الاستثمار مباشرة بشراء أسهم ذات توزيعات أرباح مرتفعة، كما أن عملية اتخاذ قرارات شراء وبيع الأسهم تحتاج إلى الكثير من الوقت والجهد والمتابعة المتواصلة، مما يدفع ببعض المستثمرين إلى شراء أسهم مباشرة ذات توزيعات أرباح مرتفعة.¹

الفرع الثاني: التمويل السلوكي

افتراض جدلاً أن تكاليف التداول والرغبة في الحصول على دخل مستمر ليس لها اعتبار، فهل هناك سبب آخر لتفضيل التوزيعات المرتفعة من قبل المستثمرين؟، إن الأفراد والمستثمرين لا يستطيعوا أن يتقيدوا باستمرار بالقواعد التي يضعونها لأنفسهم وغالباً يميلون إلى التصرفات التي تحقق لهم رضا وإشباع، فعلى سبيل المثال قد يرغب أحد المتقاعدين أن ينفق من مدخراته (20000 دينار) سنوياً، فهو

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 383.

يستطيع أن يشتري أسهم ذات توزيعات أرباح نقدية عالية وبالتالي يحصل تقريبا على توزيعات أرباح توازي المبلغ المطلوب، وبالمقابل لديه خيار آخر يعطيه تقريبا نفس النتيجة وهو شراء أسهم حيث أنه سيبيع جزء من تلك الأسهم لتغطية احتياجاته، قد يبدو للقارئ وللوهلة الأولى أن الخيارين متماثلين ولكن الحقيقة ليست كذلك والسبب أن المستثمرين لا يستطيعوا أن يتقيدوا باستمرار بالقواعد التي يضعونها لأنفسهم، ففي الخيار الثاني بينت الدراسات أن المستثمرين يبيعون عادة أسهم أكثر من التي خططوا لها، بمعنى أن قيمة مبيعات الأسهم السنوية تفوق مبلغ (20000 دينار) التي يحتاجونها والسبب كان سلوكي وهو عدم السيطرة على قرارات الفرد وتنفيذها بدقة أو السيطرة على قرارات الفرد وتنفيذها بدقة أو السيطرة الذاتية، لأن المحصلة النهائية من التحليل السابق أن هناك شركات توزع مبالغ أرباح نقدية كبيرة لأن الناس والمستثمرين لا يمتلكون القدرة دائماً وفي كل وقت للسيطرة على قراراتهم المالية، ولذلك فإن هذا الموضوع عادة يتم مناقشته تحت عنوان "التمويل السلوكي".¹

الفرع الثالث: تكاليف الوكالة والمحتوى المعلوماتي للتوزيع

سوف نتطرق في هذا الفرع إلى تكاليف الوكالة والمحتوى المعلوماتي للتوزيع كالتالي:²

1. **تكليف الوكالة:** وهي تكاليف تكون في بداية إنشاء وتكوين الشركة تتمثل في اتفاق أطراف عديدة مثل المساهمين والمقرضون وإدارة الشركة جميعاً، على إنشاء الشركة والسبب في ذلك التعاون والاتفاق و المصالح المشتركة المتوقعة من إنشاء الشركة، وفي المراحل اللاحقة نجد أن كل طرف يرغب في أن يحقق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى، وأبرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضون، ذلك أن المقرضون يرغبون دائماً أن تحتفظ المنشأة بأكبر قدر من السيولة وذلك من أجل الشعور بالاطمئنان على الأموال التي قاموا بإقراضها، وأن المنشأة تستطيع الوفاء وتسديد التزاماتها المالية اتجاههم حتى لو كانت تمر بصعوبات مالية.

2. **المحتوى المعلوماتي للتوزيعات:** لقد بات بالوقت الحاضر وفي الحكم المؤكد أن إعلان الشركة عن زيادة توزيعات الأرباح سوف يرفع سعر السهم السوقي والعكس صحيح، فقد وجدت إحدى الدراسات أن إعلان الشركة عن نيتها دفع توزيعات ودون تحديد لكمية تلك التوزيعات سوف يرفع سعر السهم بالمتوسط بنسبة 3% بعد الإعلان مباشرة، وبالمقابل وجدت دراسات أخرى أن إعلان الشركة عن نيتها في تخفيض توزيع الأرباح ودون تحديد لحجم ذلك التخفيض سوف يخفض سعر السهم بالمتوسط 7% بعد الإعلان

¹أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص384.

²نفس المرجع أعلاه، ص385

مباشرة عن التخفيض، إن السبب في ذلك يعزي إلى أن المستثمرين والمساهمين عادة يدركون أن الشركة تقرر توزيع الأرباح في فترة معينة عندما تتوقع إدارتها أن ترتفع العوائد أو التدفقات النقدية بشكل كافي، بحيث تستمر المنشأة في دفع تلك التوزيعات وهي دلالة على تحسين وضع المنشأة المالية.

خلاصة

في هذا الفصل تم البحث عن العلاقة من الناحية النظرية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، حيث تم توصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح أحد أهم سياسات التمويل وتتمثل في قرار احتجاز أو توزيع أرباح المؤسسة وكذا معرفة أهم دوافع توزيعها.

ونظرا لاهتمام الباحثين في الإدارة المالية حول ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي حيث ظهرت عدة نظريات أهمها نظرية عدم ملائمة توزيع الأرباح ونظرية عصفور في اليد ونظرية التفضيل الضريبي.

وتم التعرف على أن الأداء المالي وسيلة تمكن الشركة من الكشف عن مشاكلها المالية وتبيين وضعها المالي ومدى أهميته وأهم الأسس التي يقوم عليها، كما تم التوصل إلى أهم المؤشرات التقليدية والحديثة المستخدمة في قياس الأداء المالي.

كما توصلنا أيضا إلى تفسير العلاقة النظرية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي فمن أهم النظريات التي توصلت إلى عدم وجود علاقة نظرية ميلر ومود كيليانى ومن النظريات التي تقول أن هناك علاقة نظرية عصفور في اليد لجوردن ولينتر اللذان يريان أن هناك علاقة مباشرة بينهما.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لتأثير

سياسة توزيع الأرباح

على الأداء المالي

تمهيد

لقد اكتسبت نماذج البائل في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا خصوصا في الدراسات الاقتصادية، نظرا لأنها تأخذ في عين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء الكامن في بيانات عينة الدراسة، ويتفوق تحليل البائل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها نظرا لأنها تتضمن محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، وهي تتميز بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وتتمثل بيانات البائل لهذه الدراسة في دمج بيانات عينة مأخوذة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر.

ومنه سحاول في هذا الفصل دراسة الجانب النظري لبيانات البائل وكذا إجراء الدراسة التطبيقية لها من خلال تناول المباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل نظري لبيانات البائل**المبحث الثاني: تقديم وعرض نتائج الدراسة**

المبحث الأول: مدخل نظري لبيانات البائل

تعتمد العديد من الدراسات والبحوث على أساليب متطورة من أجل الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العاليتين، وكان للأدوات الإحصائية الأثر الكبير في تحليل البيانات من أجل اختبار ومطابقة الجانب النظري مع الواقع.

المطلب الأول: ماهية بيانات بائل

اتجه العديد من الباحثين إلى دراسة نماذج البيانات الطويلة فمنهم من اهتم بدراسة خصائص نماذج البائل، وفي هذا المطلب سوف نتعرف على مفهوم بيانات البائل وأهميته ومميزات نماذجه.

الفرع الأول: تعريف بيانات بائل

تعرف قاعدة بيانات بائل لمقطع عرضي وسلاسل زمنية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما بيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، حيث تطلق تسميات عدة على هذا النوع من البيانات فمنهم يطلق عليها البيانات المدمجة، ومنهم من يطلق عليها البيانات الطويلة.¹

ويعرف أيضا على أنه مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت.²

الفرع الثاني: أهمية استخدام معطيات بائل

إن التقدير حسب هذه البيانات له مزايا مهمة ويعطي نتائج أكثر دقة لأنها تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية وكذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، لذلك يمكن القول بأن معطيات بائل تتمتع ببعد مضاعف بعد زمني وبعد فردي، فهي تكتسي أهمية بالغة نوجزها فيما يلي:³

• الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم مثل تأثير الخصائص الاجتماعية والسياسة أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي، أي أن معطيات بائل ببعبها الثنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن.

¹ ابن عمرة عبد الرزاق، خطوات تطبيقية تقنية Panel Data Model باستخدام برنامج Eviews10، مطبوعة دروس، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2021، ص2.

² Anwar Fitrianto and Others, Panel Data Analysis for sabah Construction Industries: Choosing the Best Model, Procedia Economics and finance, No 35, 2016, p242.

³ بدرابي شهبانز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بائل، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014_2015، ص201_202.

- القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التقني واقتصاديات الحجم، وبالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم والتقدم التقني في تحليل دوال الإنتاج.
- يسمح هذا النوع من المعطيات للباحث بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين الأفراد، بحيث أن البعد المضاعف الذي تتمتع به بيانات البانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية.
- تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابيا على دقة المقدرات.

● تعتبر معطيات البانل الإطار الملائم لتطور تقنيات التقدير والنتائج النظرية في الواقع التطبيقي، فإن نماذج البانل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية، بحيث تساعد في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، فبخلاف السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي فإن نماذج البانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع ضبط انعدام التجانس بينها، لأن كل واحد من المصادر الهامة لانعدام ثبات التجانس المقطع العرضي هو حذف معلومات ثابتة نسبيا من الوحدات الفردية.

● تظهر أهمية استخدام بيانات البانل بأنها تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

● إن استخدام معطيات البانل سيجتنب لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي.

الفرع الثالث: مميزات نماذج البانل

يتفوق تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من المزايا وتتجلى فيما يلي:¹

- معطيات البانل ببعدها الثنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن.
- توفر معطيات البانل حجما كبيرا من الوحدات على فرضية تجانس الأفراد.
- توفر معطيات البانل حجما كبيرا من المشاهدات للعينة، فيمكن مشاهدة عددا كبيرا من الوحدات على فترات زمنية قد تكون كبيرة أيضا، ومن مزايا الحجم الكبير للعينة هو الحصول على مقدرات للمعاملات تملك خصائص تقاربيه مرغوبة (التقارب الاحتمالي، التوزيع التقاربي).

¹ علي رعاد، دور التعليم في تحديد مستوى الدخل دراسة قياسية لعينة من دول OCDE خلال الفترة 1981-2005 باستخدام معطيات البانل (panel)، تقنية GMM، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر،

- بالإضافة إلى ذلك فإن الخصائص الجيدة للمقدرات ودقتها تتركز على الحجم الكبير للعينة.
- فيمكن الحصول على مقدر متقارب (أي قريب من القيمة الحقيقية للمعاملات) إذا كانت الفرضيات الضرورية محققة ومن جهة أخرى فإن العدد المرتفع للملاحظات يجعل تحيز المقدرات وتباينها يؤولان إلى الصفر.
- العدد الكبير للملاحظات يجعل التحيز الكلي كبيرا وهذا ما يؤثر ايجابيا على دقة المقدرات ويجعل المعلومات المتوفرة كبيرة، كما أن القدرة على التمييز بين الفرضيات البديلة تكون كبيرة أيضا عندما نستخدم معطيات البائل.
- في الواقع التطبيقي نماذج البائل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية، مثل مشكلة الفصل بين التقدم التكنولوجي في تحليل دوال الإنتاج حيث يمكن لمعطيات البائل أن تعطي تقديرات لمعدل التقدم التكنولوجي (عبر الزمن) وبيانات عرضية في آن واحد.

المطلب الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بائل

يمكن التعبير عن نموذج البيانات الزمنية المقطعية المتكون من N وحدة و T عدد الفترات الزمنية بالصيغة الأساسية التالية:¹

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

Y_{it} قيمة المتغير التابع للوحدة i في الفترة t

α_i ثابت المعادلة

X_{it} قيمة المتغيرات المستقلة و الضابطة للوحدة i في الفترة t

β معاملات التقدير للمتغيرات المستقلة والضابطة

ε_{it} هو أحد الخطأ العشوائي للوحدة i في الفترة t

$i=1,2,3,\dots,N$ تعبر عن وحدات المفردات

$t=1,2,3,\dots,T$ تعبر عن الفترات الزمنية

وتأخذ بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو البيانات البائل ثلاثة أشكال رئيسية من النماذج والتي تختلف باختلاف الأثر الفردي β_i ، وهي نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM).

¹ Regis Bourbonnais, Econometrie cours et exercices corrigés, editio, dunod, paris, p348.

الفرع الأول: النموذج الانحدار التجميعي

يرمز له ب (PRM) ويعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطويلة حيث تكون فيه جميع المعاملات α و β ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن)، ويتم صياغة النموذج في المعادلة التالية:¹

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1,2,\dots,N \quad T=1,2,\dots,T$$

من أهم عيوب هذا النموذج افتراض ثبات قيمة معلمة الحد الثابت لجميع المقاطع المستخدمة.
الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة

يقوم نموذج التأثيرات الثابتة على معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل المعلمة α مختلفة من مجموعة الأخرى، مع بقاء معاملات الميل β ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية²، وعليه نجد النموذج يأخذ الصيغة التالية:³

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^N \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة α لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية.

¹Badi H Baltagi, **Econometric analysis panel data**, Third edition, England, 2005, p25

³ William H Green, **Econometric Analysis**, 5ème Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 2007, p 360

الفرع الثالث: نموذج الآثار العشوائية (RME)

يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الحد α_i (الآثار المقطعية والزمنية) على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة أي عكس نموذج التأثيرات الثابتة، فنماذج التأثيرات الثابتة تعتبر الأثر الفردي كانهرف معلمتين لدالة الانحدار ناتج عن اختلاف القاطع بين الوحدات فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تأخذ قاطعا مختلفا، وفي هذه الحالة يكون الأثر الفردي مرتبطا مع المتغيرات المستقلة وذلك بحسب الاختلاف داخل كل مجموعة بأخذ انحراف مشاهدات السلسلة الزمنية للوحدة i عن متوسطها ومن ثم يدرج الاختلاف لكل وحدة في النموذج، وبالتالي يدعى نموذج الأثر الفردي بالمقدرة ضمن الوحدات في حين أن منهج الآثار العشوائية يعتبر أعم وأشمل من الأثر الثابت، فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي، بحيث ينظر إلى الأثر الثابت كحالة خاصة ضمن الأثر العشوائي، لأن نموذج مكونات الخطأ يجمع بين الاختلاف داخل كل وحدة عبر الفترات الزمنية بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات، يشار إلى حالة وجود الآثار الزمنية والمقطعية معا في نموذج الآثار العشوائية بنموذج مكونات الخطأ أو مكونات التباين، ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية، يعامل الحد الثابت α في نموذج التأثيرات العشوائية كمتغير عشوائي له توقع رياضي وتباين ويأخذ الشكل التالي:¹

$$\alpha = \alpha_i + v_t$$

حيث: α_i الآثار الخاصة الفردية

v_t الآثار الخاصة الزمنية

تضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، ولذلك يصبح حد الخطأ العشوائي في النموذج كالتالي:

$$U_{it} = \alpha_i + v_t + \varepsilon_{it}$$

ويأخذ نموذج التأثيرات العشوائية الشكل التالي:²

$$Y_{it} = \alpha_i + X'_{it}B + v_t + \varepsilon_{it}$$

¹ علي عيشاوي، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017_2018، ص 149_151.

²Alain Pirotte, économétrie des données De panel : Théorie et application, Edition Economica, paris, France, 2011, p42.

المتغيرات α_i ، v_t ، ε_{it} يجب أن تتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي للأخطاء خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة، وليس هناك ارتباط مع المتغيرات المستقلة.

تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة لتقدير النموذج التأثيرات العشوائية، ويتم ذلك من خلال تحويل المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كالتالي¹:

$$Y^* = Y_t - \rho Y_{t-1}$$

$$X^* = X_t - \rho X_{t-1}$$

وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير معاملات نموذج انحدار Y^* على X^* وهو:

$$Y_{it} = \alpha_i^* + X_{it}^* B + u_{it}$$

$$\alpha_i^* = \alpha_i (1 - \rho)$$

$$u_{it} = v_t + \varepsilon_{it}$$

u_{it} : يعبر عن الخطأ المركب

ρ : معامل الارتباط الذاتي.

¹ علي عيشاوي، مرجع سبق ذكره، ص 151.

المطلب الثالث: المفاضلة بين نماذج بانل

بعد إجراء النماذج الثلاثة لبانل يتم اختيار أكثرها وملائمة وهذا من خلال المفاضلة بينها.

الفرع الأول: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

بغرض الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي والنموذج الآثار الثابتة نستخدم اختبار إحصائية

فيشر بالصيغة الآتية:¹

$$F(n-1, nT-n-k) = \frac{(ee'_{pooled} - ee'_{LSDv}) / (n-1)}{(ee'_{LSDv}) / (nT-n-k)} = \frac{(R^2_{LSDv} - R^2_{Pooled}) / (n-1)}{(1 - R^2_{LSDv}) / (nT-n-k)}$$

حيث أن K هي عدد المعلمات المقدرة و R^2_{LSDv} يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الآثار الثابتة و R^2_{pooled} يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي، إذا كانت القيمة الاحتمالية P-value لاختبار فيشر أقل من (1%، 5%، 10%) يتم رفض الفرضية العدمية أي هناك أثر ثابت وبالتالي نموذج الآثار الثابتة يكون ملائم لبيانات الدراسة.

الفرع الثاني: المفاضلة بين نموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية

يتم استخدام مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل بروش باجن من أجل المفاضلة والاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث يأخذ هذا الاختبار الصيغة التالية:²

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (T\bar{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2$$

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من (1%، 5%، 10%) فإن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من (1%، 5%، 10%) فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

¹ أسيا بلقاضي، دراسة قياسية لمحددات الطلب السياحي الدولي مقارنة بين الجزائر و تونس، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2019_2020، ص169-170.

² سراج موصو، تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد صديق بن يحي، جيجل، الجزائر، 2021_2022، ص219.

الفرع الثالث: المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية واختبار التكامل المتزامن

يتضمن هذا الفرع المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، بالإضافة إلى اختبار التكامل المتزامن ونستعرضهما كما يلي:

1. المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

يعتبر اختبار هوسمان معياراً للاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات، وذلك لمعرفة أي من التأثيرات تعتبر أكثر ملائمة لتقدير النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات ثابتة أم نماذج التأثيرات العشوائية، ومن أجل تحديد أي من النموذجين ينبغي اختياره واستعماله في الدراسة، وتبني الفرضيات على الشكل التالي:¹

$$\begin{aligned} H_0 &: E(\alpha_i/x_i) = 0 \\ H_1 &: E(\alpha_i/x_i) \neq 0 \end{aligned}$$

بحيث تمثل فرضية العدم عندما يكون النموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم، وفي حالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة، أما الفرضية البديلة عندما يكون النموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية، وبالتالي تكون صيغة الاختبار هوسمان على الشكل التالي:

$$H = (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})' [Var(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})] (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$$

بحيث :

$(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$: تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.
 $Var(\hat{\beta}_{OLS}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})$: هي الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

وتتبع H_0 تحت فرضية العدم توزيع كاي تربيع مع درجة حرية K أي عدد المتغيرات المستقلة، فإذا تبين بأن القيمة المحسومة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولية يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

¹صديقي أحمد، أثر جودة الأرباح المحاسبية على عوائد الأسهم دراسة ميدانية على شركات المساهمة المدرجة في بورصة باريس، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2019_2020، ص 94.

2. اختبار التكامل المتزامن

تصنف أدبيات التكامل المتزامن لمعطيات السلة في فئتين، بحيث تقوم الأولى على اختبارات التكامل المتزامن لأنجل وجرانجر (1987) لرتبة مصفوفة التكامل المتزامن، لأنه في حالة عدم الإستقرارية يمكن لهذه الاختبارات تحديد المتغيرات التي بإمكانها التأثير في تطور المتغير التابع، فإذا كانت العلاقة تحتوي على متغيرات غير مستقرة نقوم بالاستدلال الإحصائي على واحد أو أكثر من معلمات النموذج، لذلك لا بد من مراعاة وجود علاقة تكامل متزامن، وفي هذا المجال قام كل من بيدروني وكاو بتعريف علاقات التكامل المتزامن على أنها اختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل وهي متشابهة جدا في الجيل الأول والثاني، أما الفئة الثانية التي تعتبر أكثر تطورا من قبل جونسون أين تكون رتبة التكامل المتزامن غير معروفة فهي مقدمة في أعمال كل من لارسون وآل، جروان وكليبرجن، بريتينج، ومن هذا المنطلق سوف نقوم بعرض أهم اختبارات التكامل المتزامن الأكثر شيوعا والمتمثلة في اختبار بيدروني و اختبار جوهانسون ونستعرضهما فيما يلي:

1.2. اختبار بيدروني: يقترح عدة دراسات وأبحاث قام بها خلال سنوات 1995، 1999، 2004، سبعة اختبارات للكشف وإثبات فرضية التكامل المتزامن فهي مشابهة لاختبارات جذر الوحدة كما أنها بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي، لذلك يبدأ تطبيق هذه الاختبارات بتقدير مكان العلاقة على المدى الطويل بحيث:¹

$$y_{it} = d_{i,t} + x_{i,t}b_i + u_{i,t}$$

وتكون $d_{i,t}$ في الغالب دالة كثيرة الحدود الزمنية بدرجة 1، $x_{i,t}$ شعاع، K متغيرة تفسيرية من المفروض أن تكون متكاملة، وقد عمل بيدروني على تطوير مجموعتين من الإحصائيات على التوالي وهما:

- إحصائية التكامل لبانل.
- إحصائيات متوسط مجموعة التكامل المتزامن.

وكلتا الحالتين تقومان على أساس اختبار الفرضية العدمية لغياب علاقة التكامل المتزامن $H_0: P_1=1$ بحث يشير p_1 إلى ارتباط البواقي المقدر.

2.2. اختبار جوهانسون: يقترح كل من جوران وكليبرجن سنة 2003 استخدام مقدرات الإمكان الأعظم

¹ Pedroni P, **Panel Cointegration asymptotic and finite sampel properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis**, Econometric theory , 20(3), 2004, p597

لتطوير اختبار التكامل المتزامن في نموذج تصحيح الأخطاء لأشعة الفرديات، بحيث يفترض بأن رتبة التكامل المتزامن هي نفسها في كافة فرضيات السلة كما أنه يقوم على أساس الاختبارات المقدمة من قبل جوهانسن (1991-1995) ونفترض أن:¹

$$\overline{LR}(r/k) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n LR_i(r/k)$$

r هي رتبة التكامل المتزامن، أما الاختبار المقترح فهو اختبار الفرضية العدمية لوجود علاقات تكامل متزامن ($r=0,1,\dots,K-1$).

3.2. اختبار كاو: قدم كاو (kao) سنة 1999 اختبار عدم التكامل المتزامن انطلاقاً من اختبارات ديكي فولر الموسع adf حيث يقوم الاختبار على أساس التجانس الفردي في ظل الفرضية الصفرية وعدم التجانس الفردي كفرضية بديلة، وتتبع إحصائياته التوزيع الطبيعي المعياري.²

¹ Groen J, Kleibergen F, **Likelihood-based cointegration analysis in panel of vector error correction models**, Journal of business and economic statistics, 21(2), 2003, p295

² Christophe Hurlin Et Valérie Mignon, **une Synthèse Des Tests De Cointégration sur données de panel**, document de Recherche N2006-12, Laboratoire D'économie d'Orléans, 2006, P21

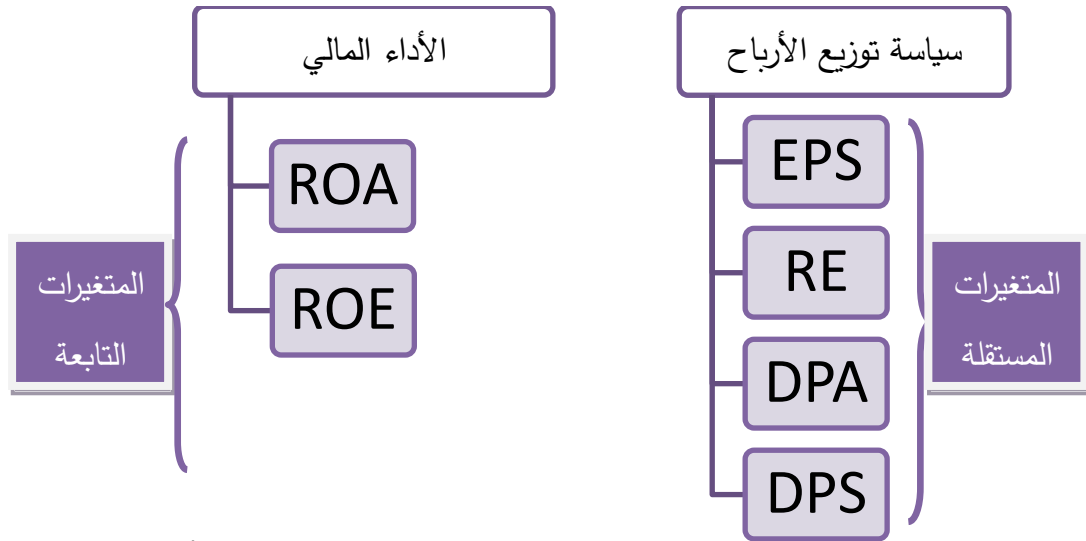
المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة وعرضها

بعد التعرف على الجانب النظري لنموذج بانل وتحديد طريقة وأدوات الدراسة نقوم في المبحث بعرض نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها، وكذا تحليلها ومناقشتها من أجل معرفة ما إذا كان لسياسة توزيع الأرباح تأثير على الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة، ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب نستعرضهم فيما يلي.

المطلب الأول: عرض متغيرات وعينة الدراسة

يتناول هذا الجزء عينة الدراسة بالإضافة إلى المتغيرات التي تركز عليها الدراسة، والتي نعتمد من خلالها على نموذج دراستنا من خلال الدراسات السابقة، وتقسم هذه المتغيرات إلى قسمين المتغيرات المستقلة وتتمثل في سياسة توزيع الأرباح والمتغيرات التابعة والمتمثلة في نسب الأداء المالي، ويمكن إبرازها في الشكل التالي:

الشكل رقم (01_02): متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة



المصدر: من إعداد الطالبتين.

الفرع الأول: المتغيرات المستقلة

وتتمثل في متغيرات سياسة توزيع الأرباح وتتمثل في:

1. ربحية السهم **EPS**: تمثل ربحية السهم نصيب السهم العادي الواحد من صافي الدخل الذي يؤول إلى

حملة الأسهم العادية إذ تشير إلى مقدار صافي الدخل المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية المصدرة للشركة بمعنى آخر أنها تؤثر مقدار الربح بعد الفائدة والضريبة، ومقسوم الأرباح للأسهم الممتازة المتحقق لكل سهم عادي يحمله المساهم من أسهم الشركة ويحسب كما يلي:¹

$$EPS = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم}} * 100$$

2. نسبة الأرباح الموزعة (DPS): يقيس هذا المؤشر مقدار التدفق النقدي الذي سيحصل عليه المساهم مقابل كل سهم يمتلكه، والذي يفضل الحصول على توزيعات عالية ومستقرة، إذ يلعب استقرار المؤشر دورا هاما في خلق مناخ استثمار جيد ويحسب كما يلي:²

$$ROE = \frac{\text{الأرباح الموزعة } N}{\text{النتيجة الصافية } (N-1)} * 100$$

3. نسبة توزيع الأرباح (RE): تمثل نصيب السهم من الأرباح الغير موزعة، وتحسب وفق العلاقة التالية:³

$$RE = \frac{\text{النتيجة الصافية للسنة } (t - 1) - \text{الأرباح الموزعة للسنة } t}{\text{عدد الأسهم}}$$

4. نصيب السهم من التوزيعات (DPA): ويعتبر هذا المتغير مقياسا أساسيا لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية، ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين العائد الموزع والقيمة السوقية له ويحسب كما يلي:⁴

$$DPA = \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{عدد الأسهم}} * 100$$

¹صايم مصطفى بوثجة عبد الناصر، الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 1، العدد 2، جامعة المسيلة، 2017، ص 8.

²خيرة مزوزي واخرون، أثر المؤشرات المالية على أسعار الساهم لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية 2007/ 2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 01، العدد 03، 2016، ص 61.

³عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 190.

⁴رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي "حالة سوق دبي المالي في الفترة 2011-2014"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 2، 2016، ص 44.

الفرع الثاني: المتغيرات التابعة

وتتمثل في متغيرات الأداء المالي وتتمثل في:

1. العائد على الأصول (ROA): يعتبر أحد المؤشرات المهمة لوصف وقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة وبالتالي سيقاس أداء الشركة فيما يتعلق بمحاولة إدارات تلك الشركات تحقيق أقصى عوائد ممكنة بأقل مخاطر ممكنة، من أجل تحقيق أقصى ربحية والتي ستعكس بالتأكيد على ثروة أصحاب المشروع (المساهمين أو المالكين) ومعادلتها كما يلي:¹

$$ROA = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}} * 100$$

2. العائد على حقوق الملكية (ROE): وتشير هذه النسبة إلى أرباح المنشأة مقارنة بالموارد التي قدمها المساهمين والملاك وكلما زادت هذه النسبة دل على زيادة ربحية المنشأة وبالتالي كان إيجابيا ويحسب

كما يلي:²

$$ROE = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} * 100$$

ويمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي:

الجدول رقم (01_02): متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

نوع المتغير	الرمز	كيفية الحساب	الدراسات السابقة
متغير تابع	ROA	$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}}$	كريمة بوكرومة 2019 متولي السيد متولي عيطة 2020
متغير تابع	ROE	$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$	وسيم سليمان مخلوف 2019
متغير مستقل	EPS	$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم}}$	أحمد لمين بوغنامة ورفيق يوسف 2022 بن سليمان سواريا و

¹ إلهام طباح، أثر كفاية رأس المال على معدل العائد على حقوق الملكية في البنوك الإسلامية: دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية، خلال الفترة الزمنية 2010_2016، مجلة الجزائر للتنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 7، العدد 2، 2019، ص 262.

² وسيم سليمان مخلوف، أثر سياسة توزيع الأرباح على الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2019، ص 42.

بوهالي رتبية 2022		
متغير مستقل	RE	النتيجة الصافية (t-1) _أرباح موزعة / عدد الأسهم
عدمان فائزة، 2017		
متغير مستقل	DPS	الأرباح الموزعة / التوزيعات النقدية
هاني محمد الطروانة و راشد محمد سلامة 2013		
متغير مستقل	DPA	100 * التوزيعات النقدية / عدد الأسهم
رشيد حفصي، 2016		

المصدر: من إعداد الطالبتين.

الفرع الثالث: عينة الدراسة القياسية

شملت عينة دراستنا على عشرة مؤسسات من بورصة قطر في الفترة ما بين 2014 إلى 2021 المأخوذة من التقارير السنوية لهاته المؤسسات، وتتكون فترة الدراسة من ثمانية سنوات وبلغت عدد المشاهدات (80) مشاهدة بغية تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي وهي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (02_02): مؤسسات عينة الدراسة

عدد المؤسسات	رمز المؤسسة	اسم المؤسسة
01	QNCD	شركة الاسمنت
02	GISS	شركة الخليج الدولية
03	MCGS	شركة الرعاية الطبية
04	SIIS	شركة السلام
05	QCFS	شركة السينما
06	MCCS	شركة المجمع الصناعي
07	MERS	شركة الميرة
08	WDAM	شركة الودام
09	ZHCD	شركة زاد القابضة
10	QFLS	شركة قطر للوقود

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع <https://www.qe.com.qa/ar/company>

المطلب الثاني: عرض نتائج الدراسة

سيتم في هذا المطلب عرض نتائج الدراسة المتوصل إليها من خلال المعلومات التي قمنا بجمعها وحسابها، والتي تشمل كل من التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة والارتباط فيما بينها، وكذا تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية لدراسة التأثير، إضافة إلى إجراء الاختبارات اللازمة عليها.

الفرع الأول: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ومعاملات الارتباط

سوف نقوم في هذا الفرع بدراسة الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة وكذا متوسطاتها، ودراسة معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة.

1. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول رقم (02_03) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ممثلة في سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، وهذا من خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2021 للبيانات السنوية.

الجدول رقم (02_03): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021.

الوحدة: ريال قطري

	ROA	EPS	ROE	DPS	RE	DPA
Mean	7.174038	1091.663	10.72088	62.22913	35.82840	1106.820
Median	7.205000	110.8900	11.21000	69.02000	12.98000	295.6150
Maximum	35.30000	13636.00	31.60000	439.3200	775.2300	7994.000
Minimum	-12.56000	-367.8500	-23.93000	-435.5000	-3.650000	0.000000
Observations	80	80	80	80	80	80

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج eviews10.

من خلال ما تم عرضه بالجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة العائد على الأصول ROA يتراوح بين أدنى قيمة والتي تمثل (-12.56000) ريال قطري وأعلى قيمة 35.30000 ريال قطري خلال فترة الدراسة، وذلك بمتوسط قدره 7.174038 ريال، كما نلاحظ أن ربحية السهم EPS يتراوح بين أدنى قيمة (-367.8500 ريال قطري، وأعلى قيمة قدرت ب 13636.00 ريال قطري خلال فترة الدراسة، وذلك بمتوسط قدره 1091.663 ريال قطري، بالإضافة إلى العائد على حقوق الملكية ROE والذي يتراوح بين أدنى قيمة له قدرها (-23.93000) ريال قطري، وأعلى قيمة قدره 31.6000 ريال قطري وبتوسط قدره 10.720880 ريال قطري، كما نلاحظ أيضا أن نسبة الأرباح الموزعة DPS تتراوح بين أدنى

قيمة (-435.5000) ريال قطري وأعلى قيمة قدرت ب 439.3200 ريال قطري ومتوسط قدر ب62.22913 ريال قطري، بالإضافة إلى نسبة الأرباح الموزعة RE حيث قدرت أدنى قيمة له ب(-3.650000) ريال قطري وأعلى قيمة 775.57489 ريال قطري ومتوسط 35.82840 ريال قطري، كما نلاحظ أن مثل السهم من التوزيعات DPA وبلغت أدنى قيمة حيث تساوي (0.00000) ريال قطري وأعلى قيمة له 7994.000 ريال قطري ويمثل أكبر متوسط بين المتغيرات قدر ب 1106.820 ريال قطري وهذا يعني أنه هناك تباين بين المؤسسات.

2. متوسط متغيرات الدراسة

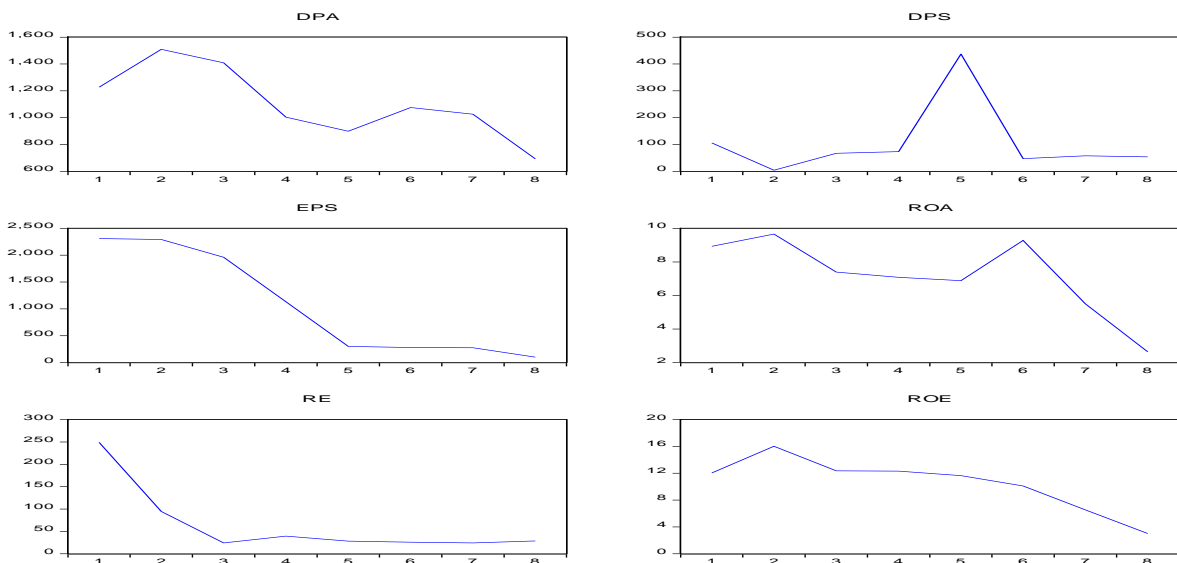
يعرض الجدول رقم (04_02) متوسطات متغيرات الدراسة، المتمثلة في سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، وهذا من خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2021 للبيانات السنوية.

الجدول رقم (04-02): متوسط متغيرات الدراسة للفترة 2014-2021

السنوات	ROA	EPS	ROE	DPS	RE	DPA
2014	8,93	2310,96	12,05	105,57	249,02	1227,45
2015	9,66	2291,82	16,02	4,21	94,45	1509,29
2016	7,39	1961,87	12,36	67,23	24,25	1409,12
2017	7,08	1132,63	12,32	73,53	39,3	1003,95
2018	6,88	300,03	11,64	436,95	28,08	898,68
2019	9,28	278,57	10,1	47,25	25,9	1075,4
2020	5,5	274,99	6,54	57,87	24,12	1025,39
2021	2,64	101,16	3,02	53,86	28,61	692,72

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المالية لعينة الدراسة.

الشكل رقم (02_02): متوسط متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن نصيب السهم من التوزيعات يرتفع من السنة الأولى إلى السنة الثانية بمعدل 0,22% ثم نلاحظ انخفاض مستمر إلى غاية السنة الخامسة (2018)، ليشهد ارتفاع طفيف سنة 2019 ثم يعود للانخفاض سنة 2020 ويواصل الانخفاض إلى غاية سنة 2021 حيث قدر بـ 692,72. أما فيما يتعلق بنسبة الأرباح المحتجزة (RE) نلاحظ انخفاض كبير من السنة الأولى (2014) إلى غاية السنة الثالثة (2016) بمعدل قدر بـ 90,26%، ثم ثبت نوعاً ما إلى غاية السنة الأخيرة 2021. كما نلاحظ أن نسبة الأرباح الموزعة (DPS) انخفضت بمعدل 96,01% من السنة الأولى إلى السنة الثانية، ثم ارتفع إلى غاية السنة الخامسة 2018 حيث قدر بـ 436,95، لتشهد انخفاض محسوس حيث قدر في السنة الأخيرة بـ 53,86.

بالنسبة للعائد على حقوق الملكية (ROE) فقد ارتفع 32,94% بمعدل من السنة الأولى إلى السنة الثانية، ثم انخفض في السنة الثالثة إلى غاية السنة الأخيرة بمعدل قدره 75,56%.

كما نلاحظ بالنسبة لنصيب السهم من التوزيعات (EPS) ثبات نسبي خلال السنوات الأربعة الأولى حيث انحصر بين (1132-1310) ثم بعد ذلك شهد انخفاض كبير خلال السنوات الأربعة الأخيرة بمعدل بلغ 66,28%.

أما فيما يتعلق بالعائد على الأصول (ROA) نلاحظ أن هناك تذبذب طول فترة الدراسة.

3. معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

بعد قيامنا بالإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة وحساب متوسطاتها، ننقل الآن لدراسة معاملات

الارتباط بينها لمعرفة مدى ارتباطها ببعض، وهذا ما سيتم عرضه في الجدول أدناه.

الجدول رقم (02_05): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة للفترة 2014 إلى 2021

Probabilit y	ROA	EPS	ROE	DPS	RE	DPA
ROA	1.000000					
EPS	0.191649	1.000000				
ROE	0.639973	0.189639	1.000000			
DPS	0.079340	0.007087	-0.070793	1.000000		
RE	0.089349	-0.001037	0.046333	-0.672060	1.000000	
DPA	0.156583	0.568067	0.189131	0.007050	-0.028792	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج 10views

يتضح من خلال معاملات الارتباط الواردة في الجدول أعلاه، أنه أخذ عدة قيم من موجب وسالب، قوي وضعيف، حيث توصلنا أن هناك علاقة ارتباط موجب بين العائد على الأصول (ROA) وربحية السهم (EPS) حيث قدر بـ 19,16%، وتوصلنا أيضاً أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين معدل العائد

على حقوق الملكية ROE وربحية السهم (EPS) وذلك بمعدل ارتباط قدره 18,96%، وهذا دليل على أن ربحية السهم لها تأثير في قرارات الاستثمارية المرتبطة بحملة الأسهم، ونلاحظ كذلك وجود ارتباط موجب بين معدل العائد على الأصول (ROA) ونسبة الأرباح الموزعة DPS حيث بلغت قيمة الارتباط 7,93% أما نسبة ارتباط هذه الأخيرة مع معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) فهو ارتباط سالب حيث قدر بـ (7,07-)%، كذلك أشارت النتائج إلى وجود ارتباط موجب بين المتغير التابع المتمثل في معدل العائد على الأصول ROA والمتغير المستقل المتمثل في الأرباح المحتجزة RE حيث بلغت قيمة الارتباط 8,93% وهذا يعني أن الأرباح المحتجزة تزيد بزيادة قيمة الأرباح المتولدة عن أصول المؤسسة، بالإضافة إلى وجود ارتباط موجب ضعيف بين الأرباح المحتجزة RE ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE قدر بـ 4,63%، ونلاحظ أيضا من خلال الجدول أنه يوجد ارتباط موجب بين نصيب السهم من التوزيعات DPA ومعدل العائد على الأصول والذي قدر بـ 15,65% أما بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية ROE فقد بلغت نسبة ارتباطه بنصيب السهم من التوزيعات 18,91% وهو ارتباط موجب.

الفرع الثاني: قياس وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي

بعد إجراء كل من التحليل الوصفي ومعرفة مدى الارتباط المتغيرات الدراسة ببعضها البعض، سنحاول في هذا الجزء دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر باستخدام نماذج السلاسل المقطعية.

1. تقدير نماذج البائل

بالاستناد إلى ما سبق وباستخدام تحليل معطيات البائل للفترة الممتدة بين 2014-2021 على عينة الدراسة تضم 10 مؤسسات خدماتية وصناعية، سنقوم فيما يلي بتقدير نموذج تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للنموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة بالإضافة إلى نموذج الآثار العشوائية.

1.1. بالنسبة للمتغير التابع العائد على الأصول ROA:

قمنا بتقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع المتمثل في العائد على الأصول وتحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول أدناه.

$$\left. \begin{array}{l} H_0: \text{الفرضية الصفرية (لا يوجد تأثير)} \\ H_1: \text{الفرضية البديلة (يوجد تأثير)} \end{array} \right\}$$

الجدول رقم (02-06): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير العائد على

الأصول ROA

Dependent Variable: ROA			
Sample: 2014 2021			
Total pool (balanced) observations: 80			
	PRM	FEM	REM
EPS	0.000354	0.000218	0.000240
	0.2605	0.4591	0.3971
DPS	0.047809	0.017754	0.016999
	0.0000	0.0735	0.0801
RE	0.043071	0.024298	0.021025
	0.0000	0.0283	0.0410
DPA	0.000633	-1.25E-05	0.000229
	0.1261	0.9906	0.6810
R-squared	0.151108	0.303233	0.079206
Adjusted R-squared	0.196547	0.165992	0.030097
F-statistic	-	2.209481	1.826792
Prob(F-statistic)	-	0.018427	0.085749

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

نلاحظ من خلال الجدول رقم (06_02) في نموذج الانحدار التجميعي أن القيمة الاحتمالية لكل من ربحية السهم (EPS) ونصيب السهم من التوزيعات (DPA) يساويان على التوالي 0.2605 و 0.1261، وهما أكبر من جميع مستويات المعنوية (10%، 5%، 1%)، ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن هذين المتغيرين لهما تأثير ليس له دلالة إحصائية على المتغير التابع العائد على الأصول (ROA)، على عكس المتغيرين نسبة الأرباح المحتجزة (RE) ونسبة الأرباح الموزعة (DPS)، حيث نلاحظ أن لهما أثر ذو دلالة إحصائية حيث أن القيمة الاحتمالية لهما تقدر بـ 0.0000 وهي أقل من جميع مستويات المعنوية (10%، 5%، 1%) أي قبول الفرضية البديلة H_1 . ومن خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared والذي يفسر لنا مدى مساهمة المتغيرات المستقلة (EPS, DPS, DPR, DPA) في النموذج لتفسير التغيرات أو التقلبات في المتغير التابع (ROA)، فإننا نلاحظ أن قيمة هذا الأخير قدرت بـ 19%، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 19% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة

و المعبر عنه هنا بمعدل العائد على الأصول و81% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج والتي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي.

في نموذج التأثيرات الثابتة نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لربحية السهم (EPS) ونصيب السهم من التوزيعات (DPA) تساوي على التوالي 0.4591 و0.9906 وهما أكبر من جميع مستويات المعنوية (10%،5%،1%) أي أن تأثيرهما على المتغير التابع العائد على الأصول (ROA) ليس دال إحصائي، ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 ، على عكس المتغيرين نسبة الأرباح المحتجزة (RE) ونسبة الأرباح الموزعة (DPS) حيث أن القيمة الاحتمالية لهما تساويان على التوالي 0.0283 و0.0735 وهما أقل من جميع مستويات المعنوية (10%،5%،1%) أي أن لهما تأثير ذو دلالة إحصائية ما يقودنا إلى قبول الفرضية البديلة H_1 .

أما بالنسبة لقيمة معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared فقد قدرت ب16% في هذا النموذج، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 16% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة والمعبر عنه هنا بمعدل العائد على الأصول، و84% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج والتي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي.

كذلك نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر (F-statistic) $0.018427 = \text{Prob}(F)$ وهي أقل من جميع مستويات المعنوية (10%،5%،1%) أي قبول الفرضية البديلة H_1 (النموذج المقدر دال إحصائي).

في المقابل نلاحظ في نموذج التأثيرات العشوائية أن القيمة الاحتمالية لربحية السهم (EPS) ونصيب السهم من التوزيعات (DPA) يساوي على التوالي 0.3971 و0.6810 وهما أكبر من جميع مستويات المعنوية (10%،5%،1%) فتأثيرهما ليس له أي دلالة إحصائية، ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 ، أما بالنسبة لمتغير نسبة الأرباح المحتجزة (RE) ونسبة الأرباح الموزعة (DPS) فقد قدرت القيمة الاحتمالية على التوالي ب0.0801 و0.0410 وهي أقل من مستوى المعنوية 10% و5% على الترتيب، كما أن تأثيرهما له دلالة إحصائية قبول الفرضية البديلة H_1 .

ومن خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared فإننا نلاحظ أن قيمة هذا الأخير في هذا النموذج قدرت ب3%، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 3% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات عينة الدراسة و المعبر عنه هنا بمعدل العائد على

الأصول و 97% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج والتي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي.

كما نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر في هذا النموذج قدرت ب $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.085749$ وهي أقل من مستوى المعنوية 10% أي قبول الفرضية البديلة H_1 (النموذج دال إحصائي).

2.1. بالنسبة للمتغير التابع العائد على حقوق الملكية ROE :

قمنا بتقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع المتمثل في العائد على حقوق الملكية وتحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول أدناه.

$$\left. \begin{array}{l} H_0: \text{الفرضية الصفرية (لا يوجد تأثير)} \\ H_1: \text{الفرضية البديلة (يوجد تأثير)} \end{array} \right\}$$

الجدول رقم (02_07): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع على حقوق

الملكية ROE

Dependent Variable: ROE			
Sample: 2014 2021			
Total pool (balanced) observations: 80			
	PRM	FEM	REM
EPS	0.000473	0.000200	0.000265
	0.3491	0.6217	0.4952
DPS	0.057164	0.008940	0.003654
	0.0000	0.5077	0.7824
RE	0.055019	0.020293	0.012982
	0.0000	0.1778	0.3540
DPA	0.001320	0.001028	0.000664
	0.0481	0.4814	0.3898
R-squared	0.374245	0.410329	0.041217
Adjusted R-squared	0.465999	0.250990	0.009918
F-statistic	-	3.036352	0.806037
Prob(F-statistic)	-	0.001497	0.525184

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

من خلال الجدول رقم (02-07) نلاحظ في النموذج انحدار التجميعي أن القيمة الاحتمالية لربحية السهم (EPS) تساوي 0,3491 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10% أي قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن هذا المتغير له تأثير ليس ذو دلالة إحصائية على المتغير التابع العائد على

حقوق الملكية (ROE)، أما بالنسبة لنصيب السهم من التوزيعات (DPA) ونسبة الأرباح المحتجزة (RE) ونسبة الأرباح الموزعة (DPS) نلاحظ أن القيم الاحتمالية لهما تقدر بـ 0,0481 و 0.0000 و 0,0000 على الترتيب وهي أقل من جميع مستويات المعنوية (5%، 10%) أي قبول الفرضية البديلة H_1 ولهم تأثير ذو دلالة إحصائية.

ومن خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared والذي يفسر لنا مدى مساهمة المتغيرات المستقلة (EPS, DPR, DPA) في النموذج لتفسير التغيرات أو التقلبات في المتغير التابع العائد على حقوق الملكية (ROE)، فإننا نلاحظ أن قيمة هذا الأخير قدرت بـ 37%، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 37% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة و المعبر عنه هنا بمعدل العائد على حقوق الملكية و 63% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج والتي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي.

في نموذج التأثيرات الثابتة نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لربحية السهم (EPS) ونصيب السهم من التوزيعات (DPA) والأرباح المحتجزة (RE) ونسبة الأرباح الموزعة (DPS) تساوي على التوالي 0,6217 و 0,4814 و 0,1778 و 0,5077 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديل H_1 .

أما بالنسبة لقيمة معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared فقد قدرت بـ 25% في هذا النموذج، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 25% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات عينة الدراسة والمعبر عنه هنا بمعدل العائد على حقوق الملكية، و 75% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج والتي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي.

كذلك نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر (F-statistic) = Prob(F) = 0.001497 وهي أقل من جميع مستويات المعنوية (1%، 5%، 10%) أي قبول الفرضية البديلة H_1 (النموذج المقدر دال إحصائي).

في المقابل نلاحظ في نموذج التأثيرات العشوائية أن القيمة الاحتمالية لربحية السهم (EPS) ونصيب السهم من التوزيعات (DPA) والأرباح المحتجزة (RE) ونسبة الأرباح الموزعة (DPS) تساوي على

الترتيب 0,4952 و 0,3898 و 0,3540 و 0,7824 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديل H_1 .

ومن خلال معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared فإننا نلاحظ أن قيمة هذا الأخير في هذا النموذج قدرت ب 0,99%، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 0,99% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات عينة الدراسة و المعبر عنه هنا بمعدل العائد على الأصول و 99,01% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج والتي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي.

كما نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر في هذا النموذج قدرت ب $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.525184$ وهي أكبر من مستوى المعنوية 10% أي قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديل H_1 .

الفرع الثالث: المفاضلة بين نماذج البائل ودراسة التكامل المتزامن

بعد تقدير نماذج بيانات البائل سوف نقوم في هذا الفرع بالمفاضلة بين هذه النماذج لاختيار النموذج الملائم لهذه الدراسة ومعرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي، وإجراء اختبار التكامل المتزامن لمعرفة مدى تأثيرها على المدى البعيد.

1. المفاضلة بين نماذج البائل

بعد تقديرنا للنماذج الثلاثة وعرض النتائج المتحصل عليها، خصصنا هذا الجزء لاختيار النموذج الأفضل حيث اعتمدنا على اختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، إضافة إلى اختبار لاغرانج لتحديد النموذج الأفضل بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية، في حين استخدمنا اختبار هوسمان لاختبار أحسن نموذج بين كل من نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

1.1. بالنسبة للمتغير التابع العائد على الأصول ROA

نقوم بإجراء الاختبارات الثلاثة السابقة (فيشر، لاغرانج، هوسمان) من أجل معرفة النموذج الملائم.

1.1.1. المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابت

لاختيار النموذج الأمثل بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار العشوائية تم إجراء اختبار فيشر حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0: \text{نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم} \\ H_1: \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم} \end{array} \right\}$$

نقوم بحساب قيمة فيشر المحسوبة من خلال البيانات السابقة وفق العلاقة التالية:

$$F(n-1 ; nt-n-k) = \frac{(R_{Lsdv}^2 - R_{Pooled}^2) / (n-1)}{(1 - R_{Lsdv}^2) / (nT - n - k)}$$

$$\begin{aligned} & (0,303233 - 0,151108) / (10 - 1) \\ & = \frac{(0,303233 - 0,151108) / (10 - 1)}{(1 - 0,303233) / (10 * 8 - 10 - 4)} \\ & = 1,60 \end{aligned}$$

من خلال جدول إحصائية فيشر عند مستوى معنوية 5% نجد قيمة (F) الجدولية تساوي 1,71، وعند مستوى حرية 10% القيمة الجدولية تساوي 2، وعند مستوى حرية 1% تساوي 2,64. نلاحظ أن قيمة F الجدولية أكبر من قيمة F المحسوبة عند جميع مستويات المعنوية، وعليه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة.

2.1.1. المفاضلة بين النموذج انحدار التجميعي و نموذج التأثيرات العشوائية

لاختيار النموذج الأمثل بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية تم إجراء اختبار (LM) حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0: \text{نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم} \\ H_1: \text{نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم} \end{array} \right\}$$

الجدول رقم (02-08): نتائج اختبار لاغرانج (LM)

Residual Cross-Section Dependence Test			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)			
Pool: COMPANIES			
Periods included: 8			
Cross-sections included: 10			
Total panel observations: 80			
Note: non-zero cross-section means detected in data			
Cross-section means were removed during computation of correlations			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	67.42453	45	0.0168

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

نلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار لاغرانج (LM) تساوي 67.42% وقيمة احتمالها يساوي (0.0168) أقل من جميع مستويات المعنوية (10%، 5%، 1%)، وعلى هذا الأساس نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 التي تدل على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

3.1.1. المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

تقوم المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية لمعرفة النموذج الأفضل بينهما من خلال تطبيق اختبار هوسمان على معطيات الدراسة حيث أن الفرضيتين تكونان بالشكل التالي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0: \text{نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم} \\ H_1: \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم} \end{array} \right\}$$

الجدول رقم (02-09): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: COMPANIES			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.738897	4	0.0132

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

من خلال نتائج الاختبار نلاحظ أن قيمة الاحتمال تقدر بـ 0,0132 وهي أقل من جميع مستويات المعنوية (10%، 5%، 1%)، وعلى هذا الأساس نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 التي تدل على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

من خلال نتائج الاختبارات الثلاثة توصلنا أن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو النموذج الملائم، وبما أن النموذج ذو معنوية إحصائية فإن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على الأداء المالي.

2.1. بالنسبة للمتغير التابع العائد على حقوق الملكية ROE

نقوم بإجراء الاختبارات الثلاثة السابقة (فيشر، لاگرانج، هوسمان) من أجل معرفة النموذج الملائم.

1.2.1 المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

لاختيار النموذج الأمثل بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذج التأثيرات العشوائية تم إجراء اختبار فيشر حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : \text{نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم} \\ H_1 : \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم} \end{array} \right\}$$

نقوم بحساب قيمة فيشر المحسوبة من خلال البيانات السابقة وفق العلاقة التالية:

$$F(n-1 ; nt-n-k) = \frac{(R_{Lsdv}^2 - R_{Pooled}^2) / (n-1)}{(1 - R_{Lsdv}^2) / (nT - n - k)}$$

$$(0,410329 - 0,374245) / (10 - 1)$$

$$= \frac{(1 - 0,410329) / (10 * 8 - 10 - 4)}$$

$$= 0,44$$

من خلال جدول إحصائية فيشر عند مستوى معنوية 5% نجد قيمة (F) الجدولية تساوي 1,71، وعند مستوى حرية 10% القيمة الجدولية تساوي 2، وعند مستوى حرية 1% تساوي 2,64. نلاحظ أن قيمة F الجدولية أكبر من قيمة F المحسوبة عند جميع مستويات المعنوية، وعليه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

2.2.1. المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية

لاختيار النموذج الأمثل بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار العشوائية تم إجراء اختبار (LM) حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : \text{نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم} \\ H_1 : \text{نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم} \end{array} \right\}$$

الجدول رقم (02-10): نتائج اختبار لاغرانج (LM)

Residual Cross-Section Dependence Test			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)			
Pool: COMPANIES			
Periods included: 8			
Cross-sections included: 10			
Total panel observations: 80			
Note: non-zero cross-section means detected in data			
Cross-section means were removed during computation of correlations			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	82.93675	45	0.0005

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

نلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار لاغرانج (LM) تساوي 82,93% وقيمة احتمالها يساوي (0.0005) أقل من جميع مستويات المعنوية (10%، 5%، 1%)، وعلى هذا الأساس نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 التي تدل على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

3.2.1. المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

تقوم المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية لمعرفة النموذج الأفضل بينهما من خلال تطبيق اختبار هوسمان على معطيات الدراسة حيث أن الفرضيتين تكونان بالشكل التالي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : \text{نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم} \\ H_1 : \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم} \end{array} \right\}$$

الجدول رقم(02-11): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: COMPANIES			
Test period random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	11.287419	4	0.0235

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

من خلال نتائج الاختبار نلاحظ أن قيمة الاحتمال تقدر ب 0.0235 وهي أقل من جميع مستويات المعنوية (10%،5%،1%)، وعلى هذا الأساس نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 التي تدل على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

من خلال نتائج الاختبارات الثلاثة توصلنا أن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو النموذج الملائم، وبما أن النموذج ذو معنوية إحصائية فإن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على الأداء المالي.

2. دراسة علاقات التكامل المتزامن

بعد إجراء المفاضلة بين نماذج واختيار النموذج الملائم نقوم الآن باختبار التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار بيدروني وكاو، وهي كما يلي:

الجدول رقم (02-12): دراسة علاقات التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار بيدروني

Pedroni Residual Cointegration Test			
Series: ROA? EPS? ROE? DPS?RE? DPA?			
Sample: 2014 2021			
Included observations: 8			
Cross-sections included: 10			
Trend assumption: Deterministic intercept and trend			
Automatic lag length selection based on SIC with lags from -1 to 0			
Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)			
Weighted			
	Statistic	Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-	1.669816	0.0475
	2.114714		
Panel rho-Statistic	4.645464	4.267639	1.0000
Panel PP-Statistic	-	-14.64062	0.0000
	13.34655		
Panel ADF-Statistic	-	-4.034463	0.0000
	3.288206		
Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)			
	Statistic	Prob.	
Group rho-Statistic	5.507467	1.0000	
Group PP-Statistic	-	0.0000	
	20.95058		
Group ADF-	-		
Statistic	10.12574	0.0000	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

تشير نتائج أغلب الإحصائيات الموضحة في الجدول أعلاه لاختبار بيدروني إلى رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات على المدى البعيد، حيث قدرت القيمة الاحتمالية

لهذه الاختبارات ب(0,0000، 0,0000، 0,0475) وهي ذات دلالة إحصائية، ويمكن تأكيد هذا من خلال إحصائية المجموع التي توضح وجود علاقة تكامل على المدى البعيد.

الجدول رقم(02-13): دراسة علاقات التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار كاو

Kao Residual Cointegration Test		
Series: ROA ROE EPS DPS DPA RE		
Date: 05/28/23		
Sample: 2014 2021		
Included observations: 80		
Null Hypothesis: No cointegration		
Trend assumption: No deterministic trend		
User-specified lag length: 1		
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel		
	t-Statistic	Prob.
ADF	-2.166618	0.0151

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج eviews10

يتضح من خلال نتائج اختبار كاو أن القيمة الاحتمالية له تساوي 0,0151 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي وجود علاقة تكامل متزامن على المدى الطويل بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي، وهذا ما يؤكد صحة النتائج المتوصل إليها من خلال اختبار بيدروني.

3. مناقشة النتائج

سنقوم بالتطرق إلى أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراستنا:

تأثير ربحية السهم على الأداء المالي: ربحية السهم هو نصيب السهم العادي الواحد من صافي الدخل لحملة الأسهم العادية حيث أظهرت نتائج الدراسة أن هناك أثر موجب لربحية السهم على العائد على الأصول وكذا على العائد على حقوق الملكية، حيث قدر هذا الأثر ب0,0002 لكل منهما ما يعني أن ارتفاع ربحية السهم بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب0,0002، إلا أن هذا الأثر ليس له أي دلالة إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له قدرت ب0,45 وهي أكبر من جميع مستويات المعنوية (1%، 5%، 10%)، أي قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود أثر معنوي.

تأثير نسبة الأرباح الموزعة على الأداء المالي: نسبة الأرباح الموزعة تقيس مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه كل مساهم مقابل كل سهم وقد توصلنا من خلال نتائج الدراسة إلى أن هناك أثر موجب لنسبة الأرباح الموزعة على العائد على الأصول حيث قدر هذا الأثر ب0,017 ما يعني أن ارتفاع نسبة

الأرباح الموزعة بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب0,017، كما أن هذا الأثر له دلالة إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له قدرت ب0,07 وهي أقل من 10% أي قبول الفرضية H_1 عند مجال الثقة 90%، أما بالنسبة للمتغير العائد على حقوق الملكية فله أثر موجب مع نسبة الأرباح الموزعة حيث قدر هذا الأثر ب0,008 ما يعني أن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب0,008، كما أن هذا الأثر له دلالة إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له تقدر ب0.5 أكبر من جميع مستويات المعنوية (1%، 5%، 10%)، أي قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود أثر معنوي.

تأثير نسبة الأرباح المحتجزة على الأداء المالي: تمثل نسبة الأرباح التي تم احتجازها من قبل المؤسسة وقد تم التوصل خلال نتائج الدراسة أن هناك أثر موجب لنسبة الأرباح المحتجزة على العائد على الأصول حيث قدر هذا الأثر ب0,02 ما يعني أن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب0,02، كما أن هذا الأثر له دلالة إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له قدرت ب0,02 وهي أقل من 5% و10% أي قبول الفرضية H_1 عند مجال الثقة 90%، أما بالنسبة للمتغير العائد على حقوق الملكية فله أثر موجب مع نسبة الأرباح المحتجزة حيث قدر هذا الأثر ب0,02 ما يعني أن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على حقوق الملكية ب0,02، كما أن هذا الأثر له دلالة إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له تقدر ب0.17 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، أي قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود أثر معنوي.

تأثير نصيب السهم من التوزيعات على الأداء المالي: هو مقدار ما يحصل عليه كل سهم من توزيع الأرباح حيث أظهره نتائج الدراسة أن هناك أثر سالب لنصيب السهم من التوزيعات على العائد على الأصول حيث قدر هذا الأثر ب(-1,25) ما يعني أن ارتفاع نصيب السهم من التوزيعات بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب(-1,25) إلا أن هذا الأثر ليس له اي دلالة إحصائية لأن قيمته الاحتمالية قدرة ب0.99 وهي أكبر من جميع المستويات العنوية اي قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود اثر معنوي، أما بالنسبة للمتغير العائد على حقوق الملكية فله أثر موجب مع نصيب السهم من التوزيعات حيث قدر هذا الأثر ب0,001 ما يعني أن ارتفاع نصيب السهم من التوزيعات بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب0,001، كما أن هذا الأثر له دلالة

إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له تقدر بـ 0.48 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، أي قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود أثر معنوي.

تبين لنا من نتائج التقدير نموذج التأثيرات الثابتة أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر ذات معنوية إحصائية حيث قدرة بـ 0.018 وهي اصغر من مستوى المعنوية 0.05 أي أن النموذج ذو معنوية إحصائية وبالتالي فإن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة.

تبين لنا من نتائج التقدير نموذج التأثيرات الثابتة أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر ذات معنوية إحصائية حيث قدرة بـ 0.0014 وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05 أي أن النموذج ذو معنوية إحصائية وبالتالي فإن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة.

خلاصة

تعتبر بورصة قطر من أقوى البورصات في الشرق الأوسط ومن أهمها على المستوى العربي ككل، وهذا راجع لأدائها الجيد، وتتضمن عدة مؤسسات في مختلف القطاعات، ونظرا لما تكتسبه هذه البورصة من أهمية قمنا بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة فيها، ومن أجل تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة قمنا بالاستعانة ببيانات السلاسل المقطعية (panel Data) لما تكتسبه من أهميته في التحليل القياسي الإحصائي وكذا التعرف على أهم النماذج الأساسية المتمثلة في نموذج الانحدار التجميعي، التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية حيث تم التوصل إلى النتائج التالية:

_ من خلال اختبار فيشر، لاغرانج وهوسمان قمنا بالمفاضلة بين النماذج لاختيار النموذج الملائم، حيث توصلنا إلى أن النموذج الثابت هو النموذج الملائم وبما أنه ذو معنوية إحصائية فإن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على مؤشرات الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة.

_ المتغيرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والمتمثلة في نصيب السهم من التوزيعات (DPA)، ربحية السهم (EPS)، نسبة الأرباح الموزعة (DPS) لها تأثير موجب على مؤشرات الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة غير أن أغلبها ليس له اثر معنوي، أما نسبة الأرباح المحتجزة (RE) فلها اثر سالب على العائد على الأصول (ROA) و أثر موجب على العائد على حقوق الملكية (ROE) وليس لها اثر معنوي.

من خلال دراسة التكامل المتزامن بواسطة اختبار بيدروني وكاو توصلنا إلى أن هناك علاقة تكامل مشتركة في الأجل الطويل بين سياسة توزيع الأرباح و مؤشرات الأداء المالي لعينة الدراسة.

الخاتمة العامة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي لعينة من المؤسسات في بورصة قطر للفترة الممتدة من 2014-2021 حيث تندرج سياسة توزيع الأرباح ضمن السياسات التمويلية للمؤسسات وتؤثر على العلاقة بين المساهمين والمالكين وكذا أدائها المالي وفي محاولتنا للإجابة على إشكالية الدراسة والمطروحة كما يلي: "هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة 2014-2021؟"، قمنا بمعالجة هذه الإشكالية من خلال فصلين بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي واستخدام نماذج بيانات البانل من خلال برنامج Eviews10 اختبار فرضيات الدراسة ولتعبير عن متغيرات الدراسة قمنا بأخذ متغير ربحية السهم، نسبة الأرباح الموزعة، نسبة الأرباح المحتجزة، نصيب السهم من التوزيعات كمتغيرات مستقلة وتعتبر عن سياسة توزيع الأرباح، بينما تم أخذ متغيرا العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمتغيرات تابعة تمثل الأداء المالي وسعيا منا للإجابة على إشكالية الرئيسية توصلنا إلى مجموعة من النتائج نبينها كما يلي:

1. نتائج الدراسة

يعتبر نموذج بانل من أهم الأدوات الإحصائية في تحليل البيانات، حيث توصلنا من خلال معامل الارتباط أنه هناك علاقة ارتباط موجب بين مؤشرات سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي.

أثبتت دراستنا أن النموذج الملائم هو النموذج التأثيرات الثابتة، حيث أنه نموذج ذو دلالة إحصائية، حيث أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح مع بعضها البعض لها تأثير على مؤشرات الأداء المالي.

من خلال دراسة التكامل المتزامن بواسطة اختبار بيدروني وكاوا أثبتنا أنه سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على مؤشرات الأداء المالي لمؤسسات محل الدراسة في المدى البعيد.

2. اختبار فرضيات الدراسة

بعد دراستنا لموضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة ما بين 2014 إلى 2021 في الجانب النظري والتطبيقي توصلنا إلى صحة الفرضيات التي تم صياغتها في المقدمة مسبقا كما يلي:

فرضية الأولى: تنص على "متغيرات سياسة توزيع الأرباح تؤثر على معدل العائد على الأصول لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2014-2021"، أظهرت نتائج التقدير أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على معدل العائد على الأصول أي قبول الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: تنص على "متغيرات سياسة الأرباح على تؤثر على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2014-2021"، أظهرت نتائج التقدير أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على معدل العائد على حقوق الملكية أي قبول الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: تنص على "أن هناك علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي" من خلال نتائج دراسة علاقة التكامل المتزامن إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي على المدى البعيد حيث إحصائياتها المعنوية اقل من جميع المستويات المعنوية (1%، 5%، 10%) أي قبول الفرضية الثالثة.

3. توصيات الدراسة:

- من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التي نوجزها فيما يلي:
- يجب أن يكون مجلس الإدارة للمؤسسات محل الدراسة رشيدا في إعلان الأرباح التي يتم توزيعها.
- من الضروري على المؤسسات محل الدراسة إجراء دراسات للتأكد من العوامل التي تحد من قدرتها على توزيع الأرباح.
- يجب على مؤسسات الدمجة في بورصة قطر والتي ترغب بتعظيم قيمة أرباحها أن تقوم بشكل مستمر باحتجاز نسبة أعلى من الأرباح.
- على مسؤولي المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة وضع وصياغة سياسات تضمن كفاءة استغلال أصولها بشكل أمثل لتحقيق ربحية أكبر.
- يتعين على المؤسسات المدرجة في بورصة قطر والتي ترغب في تعظيم قيمة أرباحها أن تقوم بشكل مستمر باحتجاز نسبة أعلى من الأرباح حيث يعتبر بمثابة إشارة على أن المؤسسة لديها آفاق استثمارية مستقبلية وتتمتع بصحة مالية جيدة مما ينعكس بشكل ايجابي على أداءها المالي.

4. آفاق الدراسة:

بعدما تم تناول وعرض النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة قمنا باقتراح جملة من الآفاق للدراسة نذكر أهمها:

محاولة دراسة نفس الموضوع مع إحداث بعض التغييرات فيما يتعلق بمتغيرات سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي.

_دراسة الموضوع على أحد أسواق المالية لدول المغرب العربي.

_دراسة محددات سياسة توزيع الأرباح و أثرها على مؤشرات الحديثة للأداء المالي.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية

1.1. الكتب

_ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

_ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

_ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركة المتقدمة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

_ عبد الغفار حنفي رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.

_ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

_ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

_ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

_ وائل محمد صبحي ادريس وظاهر محسن منصور الغالبي، أساسيات الأداء، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

2.1. الأطروحات والمذكرات

_ آسيا بلقاضي، دراسة قياسية لمحددات الطلب السياحي الدولي_مقارنة بين الجزائر و تونس، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2019_2020.

_ بدرابي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بانل، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014_2015.

_ بوبكر ملياني، تأثير الاتصال الرسمي على أداء الموارد البشرية، رسالة ماجستير، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009_2010.

- _بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالفشل المالي دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة مالية وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف01، الجزائر، 2018.
- _جرودي رنده، أثر مخاطر السوق على الأداء المالي للمصارف الإسلامية وآليات إدارتها وفق معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية ولجنة بازل دراسة قياسية 2008_2018، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2019_2020.
- _حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي دراسة اختبارية وحديثة لمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2006-2009، رسالة ماجستير، تخصص مالية أسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.
- _سراح موصو، تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد صديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2021_2022.
- _صديقي أحمد، أثر جودة الأرباح المحاسبية على عوائد الأسهم دراسة ميدانية على شركات المساهمة المدرجة في بورصة باريس، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2019_2020.
- _عبد الكريم بوحدارة، أثر اختيار الهيكل المالي على المؤسسة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة"، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.
- _علي رعاد، دور التعليم في تحديد مستوى الدخل دراسة قياسية لعينة من دول OCDE خلال الفترة 1981_2005 باستخدام معطيات البانيل (panel) وتقنية GMM، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010_2011.
- _علي عيشاوي، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017_2018.

_فائق سعيد العلمي، سلوك الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وأثره على القرارات المستثمرين، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2017.

_كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار والتوزيع على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000_2018)، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2018_2019.

_محمد العربي غزي، ثقافة المؤسسة وتأثيرها على أدائها العام، رسالة ماجستير، تخصص علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوالصياغ، المسيلة، الجزائر، 2006.

_وسيم سليمان مخلوف، أثر سياسة توزيع الأرباح على الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2019.

_ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2008_2011، رسالة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012_2013.

3.1. المجالات والمقالات

_أيهم الحميد، قياس الكفاءة والفعالية في المصارف الإسلامية في سوريا باستخدام التحليل التطبيقي للبيانات DEA، مجلة جامعة البحث، جامعة البحث السورية، العدد1، 2017.

_أحمد رعد ناظم، بحث تطبيقي على عينة من شركات التأمين العامة والخاصة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بالمؤتمر العلمي لقسم العلوم المحاسبية متاح على الموقع الإلكتروني، 2020، www.iasj.net.

_أحمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد02، 2022.

_إسماعيل سبتي وآخرون، استخدام مؤشرات التسيير المالي والمحاسبي في ترشيد قرارات المؤسسة الإعلامية الرياضية مجموعة bein media group القطرية أنموذجا، مجلة حوليات جامعة الجزائر1، المجلد35، العدد4، 2021.

- _إلهام طباح، أثر كفاية رأس المال على معدل العائد على حقوق الملكية في البنوك الإسلامية"دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية"، خلال الفترة الزمنية 2010_2016"، مجلة الجزائر للتممية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد7، العدد2، 2019.
- _إلهام يحيوي، ليلي بوحديد، الحوكمة ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية، مجلة أداء المؤسسة الجزائرية، المجلد20، العدد5، 2021.
- _حاكم محسن محمد الربيعي، مهند حميد ياسر العطوي، نظرية توقيت السوق وتأثيرها في هيكل رأس المال دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المصرية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 10، العدد3، 2014.
- _خالد سيف الاسلام بوخلخال، علال بن ثابت، قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009_2019، مجلة دراسات المعهد الاقتصادي، المجلد12، العدد1، 2021.
- _خيرة مزوزي واخرون، أثر المؤشرات المالية على أسعار الساهم لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية2007 -2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد01، العدد 03، 2016.
- _دنيا عبد العليم كريمة، أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المحاسبة البيئية على الأداء المالي والسوقي دراسة ميدانية وتطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد25، العدد3، 2021.
- _رشا محمد زغول السيد، أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد8، العدد3، 2017.
- _رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي حالة سوق دبي المالي في الفترة 2011-2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد2، 2016.
- _ريمة يونس، مقارنة نتائج التحليل المالي بين تطبيق الأساليب التقليدية و الأساليب الحديثة دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 20، العدد2، 2016.
- _زرزون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية السعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد5، العدد8، 2010.

- _سمرود زبيدة، سحنون جمال الدين، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن دراسة حالة المؤسسة الوطنية للسكك الحديدية ANESRIF للفترة 2017-2018، مجلة الريادة الاقتصادية في الأعمال، المجلد6، العدد، 3، 2020
- _صايم مصطفى بوثيجة عبد الناصر، الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد1، العدد2، جامعة المسيلة، 2017.
- _صحراوي سعيد، بن حمودة يوسف، اختبار التكامل المتزامن كأسلوب لقياس العلاقات الاقتصادية دراسة حالة للنموذج النقدي الأساسي لتحديد سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة(1977-2010)، مجلة دفاتر بواذكس، العدد4، 2015.
- _عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية (مفهوم وتقييم)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد1، 2018.
- _محمد رزرقون وشركائه، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر الفترة 2015_2010، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 02، العدد 03، 2018.
- _موصو سراح، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد8، العدد3، 2022.
- _نور الدين بهلول، تحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية للدهن (ENAP) وحدة سوق أهراس، مجلة الجزائر للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد7، العدد3، 2016.
2. المراجع باللغة الأجنبية

- _Alain Pirotte, **économétrie des données De panel :Théorie et application**, Edition Economica, paris, France, 2011
- _Anwar Fitrianto and Others, **Panel Data Analysis for sabah Construction Industries** :Choosing the Best Model, Procedia Economics and finance, No 35, 2016
- _Badih Baltagi, **Econometric analysis panel data**, Third edition, England, 2005.
- _Brigham E, Ehrhardt M, **Financial Managment theory and pratice**, 13th Ed, south western college Pub, USA, 2013.
- _Christophe Hurlin Et Valérie Mignon, **une Synthèse Des Tests De Cointégration sur données de panel**, document de Recherche N2006-12, Laboratoire D'économie d'Orléans, 2006.
- _Groen J, Kleibergen F, **Likelihood-based cointegration analysis in panel of vector error correction models**, Journal of business and economic statistics, 21(2), 2003.
- _Pedroni P, **Panel Cointegration asymptotic and finite sampel properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis**, Econometric theory , 20(3), 2004.
- _Regis Bourbonnais, **Econometrie cours et exercices corriges**, editio, dunod, paris
- _William H Green, **Econometric Analysis**, 5éme Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 2007

3. مواقع الإنترنت

<https://www.qe.com.qa/ar/company>

قائمة الملاحق

الملحق رقم(01): معلومات أساسية حول المؤسسة المختارة

الموقع الالكتروني	اسم المؤسسة	الرقم
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة الاسمنت	01
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة الخليج الدولية	02
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة الرعاية الطبية	03
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة السلام	04
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة السينما	05
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة المجمع الصناعي	06
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة الميرة	07
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة الودام	08
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة زاد القابضة	09
https://www.qe.com.qa/ar/company	شركة قطر للوقود	10

المصدر: من إعداد الطالبتين

الملحق رقم(02): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021

	ROA	EPS	ROE	DPS	RE	DPA
Mean	7.174038	1091.663	10.72088	62.22913	35.82840	1106.820
Median	7.205000	110.8900	11.21000	69.02000	12.98000	295.6150
Maximum	35.30000	13636.00	31.60000	439.3200	775.2300	7994.000
Minimum	-12.56000	-367.8500	-23.93000	-435.5000	-3.650000	0.000000
Observations	80	80	80	80	80	80

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج views10

الملحق رقم (03): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة للفترة 2014_2021

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 03/29/23 Time: 17:41

Sample: 2014

2021

Included observations: 79

Balanced sample (listwise missing value deletion)

	Correlation						
	t-Statistic						
Probability							
ROA	1.000000						
EPS	0.191649	1.000000					
ROE	0.639973	0.189639	1.000000				
DPS	0.079340	0.007087	-0.070793	1.000000			
RE	0.089349	-0.001037	0.046333	-0.672060	1.000000		
DPA	0.156583	0.568067	0.189131	0.007050	-0.028792	1.000000	
EAT	0.164315	0.798474	0.151141	0.013569	0.016789	0.574458	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (04): نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغير ROA

Dependent Variable: ROA?

Method: Pooled Least Squares

Date: 03/31/23 Time: 12:58

Sample: 2014 2021

Included observations: 8

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 80

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS?	0.000354	0.000313	1.133624	0.2605
DPS?	0.047809	0.007459	6.409621	0.0000
RE?	0.043071	0.007915	5.441647	0.0000
DPA?	0.000633	0.000409	1.546626	0.1261
R-squared	0.151108	Mean dependent var		7.174038
Adjusted R-squared	0.196547	S.D. dependent var		5.859924
S.E. of regression	6.409982	Akaike info criterion		6.602297
Sum squared resid	3122.678	Schwarz criterion		6.721398
Log likelihood	-260.0919	Hannan-Quinn criter.		6.650048
Durbin-Watson stat	1.307693			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (05): نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغير ROE العائد على حقوق الملكية

Dependent Variable: ROE?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 03/31/23 Time: 13:04
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 10
 Total pool (balanced) observations: 80

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EPS?	0.000473	0.000502	0.942158	0.3491
DPS?	0.057164	0.011980	4.771797	0.0000
RE?	0.055019	0.012712	4.328087	0.0000
DPA?	0.001320	0.000657	2.008884	0.0481
R-squared	0.374245	Mean dependent var		10.72088
Adjusted R-squared	0.465999	S.D. dependent var		8.502589
S.E. of regression	10.29480	Akaike info criterion		7.549862
Sum squared resid	8054.707	Schwarz criterion		7.668964
Log likelihood	-297.9945	Hannan-Quinn criter.		7.597613
Durbin-Watson stat	0.755682			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (06): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابتة للمتغير ROA

Dependent Variable: ROA?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 03/31/23 Time: 13:08
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 10
 Total pool (balanced) observations: 80

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.974146	1.542883	3.223929	0.0020
EPS?	0.000218	0.000293	0.744631	0.4591
DPS?	0.017754	0.009762	1.818692	0.0735
RE?	0.024298	0.010836	2.242345	0.0283
DPA?	-1.25E-05	0.001055	-0.011797	0.9906
Fixed Effects (Cross)				
WDAM--C	4.282416			
QFLS--C	1.721953			
ZHCD--C	1.056711			
MERS--C	1.897788			
MCCS--C	-1.405538			
QCFS--C	1.612367			
SIIS--C	-5.092485			
MCGS--C	-2.880336			
GISS--C	-3.690148			
QNCD--C	2.497272			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (07): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابتة للمتغير ROE العائد على حقوق الملكية

Dependent Variable: ROE?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 03/31/23 Time: 13:17
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 10
 Total pool (balanced) observations: 80

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.081901	2.121538	3.809454	0.0003
EPS?	0.000200	0.000403	0.495816	0.6217
DPS?	0.008940	0.013423	0.666044	0.5077
RE?	0.020293	0.014900	1.361952	0.1778
DPA?	0.001028	0.001451	0.708086	0.4814
Fixed Effects (Cross)				
WDAM--C	9.768492			
QFLS--C	-2.965336			
ZHCD--C	1.085681			
MERS--C	2.897845			
MCCS--C	6.457948			
QCFS--C	-3.705419			
SIIS--C	-2.949472			
MCGS--C	-4.205871			
GISS--C	-7.749119			
QNCD--C	1.365252			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.410329	Mean dependent var	10.72088
Adjusted R-squared	0.250990	S.D. dependent var	8.502589
S.E. of regression	7.358596	Akaike info criterion	6.987243
Sum squared resid	3573.829	Schwarz criterion	7.404098
Log likelihood	-265.4897	Hannan-Quinn criter.	7.154372
F-statistic	3.036352	Durbin-Watson stat	1.017764
Prob(F-statistic)	0.001497		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (08): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائية للمتغير ROA

Dependent Variable: ROA?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 03/31/23 Time: 13:13
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 10
 Total pool (balanced) observations: 80
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.847420	1.550073	3.127221	0.0025
EPS?	0.000240	0.000282	0.851651	0.3971
DPS?	0.016999	0.009582	1.774064	0.0801
RE?	0.021025	0.010113	2.078897	0.0410
DPA?	0.000229	0.000556	0.412728	0.6810
Random Effects (Cross)				
WDAM--C	3.225249			
QFLS--C	0.178884			
ZHCD--C	0.538625			
MERS--C	1.387135			
MCCS--C	-0.966902			
QCFS--C	1.300564			
SIIS--C	-3.448476			
MCGS--C	-1.621924			
GISS--C	-2.600156			
QNCD--C	2.007001			

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	3.087343	0.2497
Idiosyncratic random	5.351520	0.7503

Weighted Statistics			
R-squared	0.079206	Mean dependent var	3.748600
Adjusted R-squared	0.030097	S.D. dependent var	5.325789
S.E. of regression	5.245030	Sum squared resid	2063.276
F-statistic	1.826792	Durbin-Watson stat	1.547034
Prob(F-statistic)	0.085749		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.074775	Mean dependent var	7.174038
Sum squared resid	2509.912	Durbin-Watson stat	1.271741

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (09): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائية للمتغير ROE العائد على حقوق الملكية

Dependent Variable: ROE?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 03/31/23 Time: 13:15
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 10
 Total pool (balanced) observations: 80
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.003432	2.142326	4.202642	0.0001
EPS?	0.000265	0.000387	0.685484	0.4952
DPS?	0.003654	0.013179	0.277229	0.7824
RE?	0.012982	0.013920	0.932633	0.3540
DPA?	0.000664	0.000768	0.865078	0.3898
Random Effects (Cross)				
WDAM--C	6.848806			
QFLS--C	-0.850409			
ZHCD--C	0.777839			
MERS--C	2.047147			
MCCS--C	4.267797			
QCFS--C	-2.965006			
SIIS--C	-2.331921			
MCGS--C	-2.680870			
GISS--C	-5.845146			
QNCD--C	0.731763			

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	4.290491	0.2537
Idiosyncratic random	7.358596	0.7463

Weighted Statistics			
R-squared	0.041217	Mean dependent var	5.558771
Adjusted R-squared	-0.009918	S.D. dependent var	7.358141
S.E. of regression	7.394541	Sum squared resid	4100.943
F-statistic	0.806037	Durbin-Watson stat	0.874537
Prob(F-statistic)	0.525184		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.039111	Mean dependent var	10.72088
Sum squared resid	5487.857	Durbin-Watson stat	0.653521

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم(10): نتائج اختبار لاغرانج LM للمتغير ROA

Residual Cross-Section Dependence Test
 Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)
 Pool: COMPANIES
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 10
 Total panel observations: 80
 Note: non-zero cross-section means detected in data
 Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	67.42453	45	0.0168

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم(11): نتائج اختبار LM للمتغير ROE العائد على حقوق الملكية

Residual Cross-Section Dependence Test
 Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)
 Pool: COMPANIES
 Periods included: 8
 Cross-sections included: 10
 Total panel observations: 80
 Note: non-zero cross-section means detected in data
 Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	82.93675	45	0.0005

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم(12): نتائج اختبار هوسمان للمتغير ROA العائد على الأصول

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Pool: COMPANIES

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.738897	4	0.0132

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم(13): نتائج اختبار هوسمان للمتغير ROE العائد على حقوق الملكية

Correlated Random Effects - Hausman Test
 Pool: COMPANIES

Test period random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	11.287419	4	0.0235

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (14): نتائج اختبار التكامل المتزامن لاختبار بيدروني

Pedroni Residual Cointegration Test
 Series: ROA? EPS? ROE? DPS?RE? DPA?
 Date: 03/31/23 Time: 12:36
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 8
 Cross-sections included: 10
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: Deterministic intercept and trend
 Automatic lag length selection based on SIC with lags from -1 to 0
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-2.114714	0.9828	1.669816	0.0475
Panel rho-Statistic	4.645464	1.0000	4.267639	1.0000
Panel PP-Statistic	-13.34655	0.0000	-14.64062	0.0000
Panel ADF-Statistic	-3.288206	0.0005	-4.034463	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	5.507467	1.0000
Group PP-Statistic	-20.95058	0.0000
Group ADF-Statistic	-10.12574	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم (15): نتائج اختبار التكامل المتزامن لاختبار كاو

Kao Residual Cointegration Test
 Series: ROA ROE EPS DPS DPA RE
 Date: 05/28/23 Time: 13:27
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 80
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: No deterministic trend
 User-specified lag length: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

	t-Statistic	Prob.
ADF	-2.166618	0.0151

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

الملحق رقم(16): جدول فيشر عند درجة حرية $\alpha = 5\%$ F Values for $\alpha = 0.05$

d_2	d_1								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.3	19.33	19.35	19.37	19.38
3	10.13	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81
4	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00
5	6.61	5.79	5.41	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77
6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.21	4.15	4.10
7	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68
8	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39
9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.37	3.29	3.23	3.18
10	4.96	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02
11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90
12	4.75	3.89	3.49	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80
13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71
14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65
15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59
16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54
17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49
18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46
19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42
20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39
21	4.32	3.47	3.07	2.84	2.68	2.57	2.49	2.42	2.37
22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34
23	4.28	3.42	3.03	2.80	2.64	2.53	2.44	2.37	2.32
24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30
25	4.24	3.39	2.99	2.76	2.60	2.49	2.40	2.34	2.28
26	4.23	3.37	2.98	2.74	2.59	2.47	2.39	2.32	2.27
27	4.21	3.35	2.96	2.73	2.57	2.46	2.37	2.31	2.25
28	4.20	3.34	2.95	2.71	2.56	2.45	2.36	2.29	2.24
29	4.18	3.33	2.93	2.70	2.55	2.43	2.35	2.28	2.22
30	4.17	3.32	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21
40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12
60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04
120	3.92	3.07	2.68	2.45	2.29	2.17	2.09	2.02	1.96
inf	3.84	3.00	2.60	2.37	2.21	2.10	2.01	1.94	1.88

الملحق رقم(17): جدول فيشر عند درجة حرية $\alpha = 1\%$

F Values for $\alpha = 0.01$

d_2	d_1								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	4052	4999.5	5403	5625	5764	5859	5928	5982	6022
2	98.50	99.00	99.17	99.25	99.30	99.33	99.36	99.37	99.39
3	34.12	30.82	29.46	28.71	28.24	27.91	27.67	27.49	27.35
4	21.20	18.00	16.69	15.98	15.52	15.21	14.98	14.80	14.66
5	16.26	13.27	12.06	11.39	10.97	10.67	10.46	10.29	10.16
6	13.75	10.92	9.78	9.15	8.75	8.47	8.26	8.10	7.98
7	12.25	9.55	8.45	7.85	7.46	7.19	6.99	6.84	6.72
8	11.26	8.65	7.59	7.01	6.63	6.37	6.18	6.03	5.91
9	10.56	8.02	6.99	6.42	6.06	5.80	5.61	5.47	5.35
10	10.04	7.56	6.55	5.99	5.64	5.39	5.2	5.06	4.94
11	9.65	7.21	6.22	5.67	5.32	5.07	4.89	4.74	4.63
12	9.33	6.93	5.95	5.41	5.06	4.82	4.64	4.50	4.39
13	9.07	6.70	5.74	5.21	4.86	4.62	4.44	4.30	4.14
14	8.86	6.51	5.56	5.04	4.69	4.46	4.28	4.14	4.03
15	8.68	6.36	5.42	4.89	4.56	4.32	4.14	4.00	3.89
16	8.53	6.23	5.29	4.77	4.44	4.20	4.03	3.89	3.78
17	8.40	6.11	5.18	4.67	4.34	4.10	3.93	3.79	3.68
18	8.29	6.01	5.09	4.58	4.25	4.01	3.84	3.71	3.60
19	8.18	5.93	5.01	4.50	4.17	3.94	3.77	3.63	3.52
20	8.10	5.85	4.94	4.43	4.10	3.87	3.70	3.56	3.46
21	8.02	5.78	4.87	4.37	4.04	3.81	3.64	3.51	3.40
22	7.95	5.72	4.82	4.31	3.99	3.76	3.59	3.45	3.35
23	7.88	5.66	4.76	4.26	3.94	3.71	3.54	3.41	3.30
24	7.82	5.61	4.72	4.22	3.90	3.67	3.50	3.36	3.26
25	7.77	5.57	4.68	4.18	3.85	3.63	3.46	3.32	3.22
26	7.72	5.53	4.64	4.14	3.82	3.59	3.42	3.29	3.18
27	7.68	5.49	4.60	4.11	3.78	3.56	3.39	3.26	3.15
28	7.64	5.45	4.57	4.07	3.75	3.53	3.36	3.23	3.12
29	7.60	5.42	4.54	4.04	3.73	3.50	3.33	3.20	3.09
30	7.56	5.39	4.51	4.02	3.70	3.47	3.30	3.17	3.07
40	7.31	5.18	4.31	3.83	3.51	3.29	3.12	2.99	2.89
60	7.08	4.98	4.13	3.65	3.34	3.12	2.95	2.82	2.72
120	6.85	4.79	3.95	3.48	3.17	2.96	2.79	2.66	2.56
inf	6.63	4.61	3.78	3.32	3.02	2.80	2.64	2.51	2.41

الملحق رقم(18): جدول فيشر عند درجة حرية $\alpha = 10\%$

F Values for $\alpha = 0.01$

d_2	d_1								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	4052	4999.5	5403	5625	5764	5859	5928	5982	6022
2	98.50	99.00	99.17	99.25	99.30	99.33	99.36	99.37	99.39
3	34.12	30.82	29.46	28.71	28.24	27.91	27.67	27.49	27.35
4	21.20	18.00	16.69	15.98	15.52	15.21	14.98	14.80	14.66
5	16.26	13.27	12.06	11.39	10.97	10.67	10.46	10.29	10.16
6	13.75	10.92	9.78	9.15	8.75	8.47	8.26	8.10	7.98
7	12.25	9.55	8.45	7.85	7.46	7.19	6.99	6.84	6.72
8	11.26	8.65	7.59	7.01	6.63	6.37	6.18	6.03	5.91
9	10.56	8.02	6.99	6.42	6.06	5.80	5.61	5.47	5.35
10	10.04	7.56	6.55	5.99	5.64	5.39	5.2	5.06	4.94
11	9.65	7.21	6.22	5.67	5.32	5.07	4.89	4.74	4.63
12	9.33	6.93	5.95	5.41	5.06	4.82	4.64	4.50	4.39
13	9.07	6.70	5.74	5.21	4.86	4.62	4.44	4.30	4.14
14	8.86	6.51	5.56	5.04	4.69	4.46	4.28	4.14	4.03
15	8.68	6.36	5.42	4.89	4.56	4.32	4.14	4.00	3.89
16	8.53	6.23	5.29	4.77	4.44	4.20	4.03	3.89	3.78
17	8.40	6.11	5.18	4.67	4.34	4.10	3.93	3.79	3.68
18	8.29	6.01	5.09	4.58	4.25	4.01	3.84	3.71	3.60
19	8.18	5.93	5.01	4.50	4.17	3.94	3.77	3.63	3.52
20	8.10	5.85	4.94	4.43	4.10	3.87	3.70	3.56	3.46
21	8.02	5.78	4.87	4.37	4.04	3.81	3.64	3.51	3.40
22	7.95	5.72	4.82	4.31	3.99	3.76	3.59	3.45	3.35
23	7.88	5.66	4.76	4.26	3.94	3.71	3.54	3.41	3.30
24	7.82	5.61	4.72	4.22	3.90	3.67	3.50	3.36	3.26
25	7.77	5.57	4.68	4.18	3.85	3.63	3.46	3.32	3.22
26	7.72	5.53	4.64	4.14	3.82	3.59	3.42	3.29	3.18
27	7.68	5.49	4.60	4.11	3.78	3.56	3.39	3.26	3.15
28	7.64	5.45	4.57	4.07	3.75	3.53	3.36	3.23	3.12
29	7.60	5.42	4.54	4.04	3.73	3.50	3.33	3.20	3.09
30	7.56	5.39	4.51	4.02	3.70	3.47	3.30	3.17	3.07
40	7.31	5.18	4.31	3.83	3.51	3.29	3.12	2.99	2.89
60	7.08	4.98	4.13	3.65	3.34	3.12	2.95	2.82	2.72
120	6.85	4.79	3.95	3.48	3.17	2.96	2.79	2.66	2.56
inf	6.63	4.61	3.78	3.32	3.02	2.80	2.64	2.51	2.41