



جامعة خرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

بغنوان:

سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019

من إعداد الطالبة: بلعور فاطمة الزهرة

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رقم	الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
1	رواني بوحفص	أستاذ محاضر أ	جامعة خرداية	رئيسا
2	بن سانية عبد الرحمان	أستاذ	جامعة خرداية	مشرفا، مقرا
3	بن نوي مصطفى	أستاذ محاضر ب	جامعة خرداية	مساعدنا مشرف،
4	قطيب عبد القادر	أستاذ محاضر ب	جامعة خرداية	ممتحنا

السنة الجامعية: 2020/2019



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

بغنوان:

سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019

من إعداد الطالبة: بلعور فاطمة الزهرة

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رقم	الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
1	رواني بوحفص	أستاذ محاضر أ	جامعة غرداية	رئيسا
2	بن سانية عبد الرحمان	أستاذ	جامعة غرداية	مشرفا، مقرا
3	بن نوي مصطفى	أستاذ محاضر ب	جامعة غرداية	مساعدنا مشرف،
4	قطيب عبد القادر	أستاذ محاضر ب	جامعة غرداية	ممتحنا

السنة الجامعية: 2020/2019

الإهداء

أهدي هذه الورقة البحثية إلى والديّ حفظهما الله وراعاهما، إلى عائلتي وأصدقائي الذين كان لهم دور كبير في إتمامي هذه الدراسة من خلال دعمهم وتشجيعهم الكبير لي.

الشكر

الحمد والشكر لله الذي أنعم علينا بنعمه، وعلى منحه لنا القوة العقلية والصحية لإتمام هذه الدراسة.

كل الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور بن سانية عبد الرحمن على إشرافه لهذا العمل، وعلى النقد الإيجابي، النصائح والتوجيهات التي أمدني بها لإنجاز هذه الدراسة، وإلى الدكتور المشرف المساعد بن نوي مصطفى على مساعدته لي في إتمام هذا البحث.

كما أتقدم بجزيل الشكر للدكتور نعاس صلاح الدين على كل ما قدمه لي لإتمام هذه الدراسة، أيضاً أود أن أشكر الدكتور بن شاعة وليد على ما قدمه من دعم معنوي.

شكر خاص لزملائي خريجي جامعة غرداية تخصص مالية مؤسسة دُفعة 2020/2019.

أخيراً، شكرًا لعائلتي ولصديقتي على دعمهم الكبير لي.

ملخص

تعتبر العلاقة التي تجمع سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي من أكثر المواضيع التي تمت مناقشتها بين الباحثين في الإدارة المالية، حيث أنه لم يتم التوصل إلى نقطة معينة تبين طبيعة هذه العلاقة، تسعى هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي لـ 21 مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة الكويت للفترة 2013-2019، تم جمع البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من التقارير والقوائم المالية المتوفرة في الموقع الإلكتروني لبورصة الكويت، من أجل تحليل هذه البيانات تم استخدام الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط كما قمنا بتطبيق أسلوب Panel Data Analysis وذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews10.

كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح (ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية) ومعدل العائد على حقوق الملكية، إضافة إلى وجود علاقة تأثير بين الربح المحتجز للسهم والعائد على الأصول عند مستوى معنوية 5%، وخلصت الدراسة أيضا إلى أن متغير ربحية السهم كان أكثر المتغيرات تأثيرا على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الكويت.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، مؤشرات الأداء المالي، بورصة الكويت، الربح المحتجز للسهم.

Abstract

The relationship that combines the dividend policy with financial performance is one of the most discussed topics amongst researchers in Financial Management, as no specific point was reached to show the nature of this relationship. This study aims at identifying to what extent the influence of the dividend policy over the financial performance indicators for 21 economic institutions listed on the Kuwait Stock Exchange during the period 2013-2019, the data used in this study were collected from the reports and financial statements available on the Kuwait Stock Exchange website, in order to analyse these data, the descriptive statistics and the correlation matrix were used as we applied the Panel Data Analysis method in the statistical program Eviews10.

The results of the study revealed the existence of a statistically significant impact relationship between the rate of return on equity and dividend policy (earnings per share and share of cash dividends), in addition to the existence of an impact relationship between the return on assets and the retained earnings per share at the level of 5% significance, we also found that the earnings per share variable was the most independent variable affecting the financial performance indicators of listed institutions on the Kuwait Stock Exchange.

Keywords: Dividend Policy, Financial performance indicators, Kuwait Stock Exchange, Retained earnings per share.

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال البيانية
VII	قائمة الملاحق
VIII	قائمة الاختصارات والرموز
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية
21	المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي
37	خلاصة الفصل
38	الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة
39	تمهيد
40	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
54	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
67	خلاصة الفصل
68	خاتمة
72	قائمة المصادر والمراجع
79	الملاحق
94	فهرس المحتويات

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
31	مقارنة الدراسات العربية	1-1
32	مقارنة الدراسات الأجنبية	2-1
44	معلومات عن مؤشر بورصة الكويت	1-2
48	توزيع الحالة المدروسة على القطاعات المختارة	2-2
54	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2013-2019	3-2
56	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2013-2019	4-2
58	نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير ROE	5-2
59	نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير ROA	6-2
60	نتائج Chow test للمتغير ROE	7-2
61	نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROE	8-2
61	نتائج Hausman test للمتغير ROE	9-2
63	نتائج Chow test للمتغير ROA	10-2
63	نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROA	11-2
64	نتائج Hausman test للمتغير ROA	12-2

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
8	السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح	1-1
10	معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية والمنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973-2005	2-1
16	طرق قياس الأداء المالي للمؤسسة	3-1
43	هيكل مجلس إدارة بورصة الكويت	1-2
47	تطور نشاط التداول خلال الفترة 2013-2019	2-2
47	تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق خلال الفترة 2013-2019	3-2
48	التوزيع النسبي للحالة المدروسة على القطاعات المختارة	4-2
50	متغيرات الدراسة	5-2

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	معلومات أساسية حول المؤسسات المختارة
02	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2013-2019
03	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2013-2019
04	نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغير ROE
05	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت للمتغير ROE
06	نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي للمتغير ROE
07	نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغير ROA
08	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت للمتغير ROA
09	نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي للمتغير ROA
10	نتائج Chow test للمتغير ROE
11	نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROE
12	نتائج Hausman test للمتغير ROE
13	نتائج Chow test للمتغير ROA
14	نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROA
15	نتائج Hausman test للمتغير ROA

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
	الرموز
β	درجة الحساسية
ΔC	التغير في النقد
A	
ADTV	متوسط القيمة اليومية المتداولة
ASE	سوق عمان للأوراق المالية
B	
BFRG	الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي
BKM50	مؤشر بورصة الكويت الرئيسي
BNR	الربح المحتجز للسهم
BPA/EPS	ربحية السهم الواحد
C	
CACC	مستحقات التشغيل الحالية
CFROI	عائد التدفق النقدي على الاستثمار
D	
DJIA	مؤشر داو جونز
Distr	الأرباح الموزعة على حملة الأسهم

نسبة توزيعات الأرباح	DIV/DPR
نصيب السهم من التوزيعات النقدية	DPA
نسبة توزيع الأرباح	DPS
E	
القيمة الاقتصادية المضافة	EVA
F	
نموذج الأثر الثابت	FEM
رأس المال العامل الإجمالي	FRNG
G	
المربعات الصغرى المعممة	GLS
السوق المالي الغاني	GSE
مؤشر النمو	Growth
I	
معدل الفائدة	I
نسبة صافي الاستثمار إلى الأصول الثابتة	Invst
المؤشر السعري	IXP
J	
بورصة جوهانسبرغ	JSE
L	
الرافعة المالية	LEV

مضاعف لاگرانج

LM

M

مدجلياني وميلر

M&M

القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

MTB

القيمة السوقية المضافة

MVA

N

صافي الأصول التشغيلية غير المتداولة

NCACC

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

NOPAT

صافي الربح

NP/NI

صافي هامش الربح

NPM

بورصة نيروبي/السوق المالي النيجيري

NSE

P

مؤشر السعر إلى القيمة الدفترية

PB

مؤشر السعر إلى العائد

P/E

النموذج التجميعي

PRM

R

الأرباح المحتجزة

RE

نموذج الأثر العشوائي

REM

معدل العائد على الأصول

ROA

معدل العائد على حقوق الملكية

ROE

نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى حقوق الملكية

ROEBIT

معدل العائد على الاستثمار

ROI

S

حجم المؤسسة

SIZE

T

الخزينة الصافية

Tn



أ. توطئة:

عرفت الإدارة المالية في العقود الأخيرة تطورًا بالغ الأهمية، فبعد أن كان اهتمامها منصبًا على الاندماج والاتحاد ما بين المؤسسات، أصبح اليوم واسع الاهتمام ليتجاوز دوره التقليدي إلى الاهتمام بالوسائل والطرق التي من خلالها يتم تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

سعى الباحثون الماليون منذ ظهور الفكر المعاصر للإدارة المالية إلى البحث في العلاقة التي تجمع بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة وأدائها، فالطريقة المثلى لقياس جودة أي قرار مالي تكون من خلال معرفة أثره على أداء المؤسسة، باعتباره مرآة تعكس الوضعية المالية لها.

تُعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القضايا التي نالت اهتمامًا كبيرًا من قبل الباحثين في الإدارة المالية، لما لها من أثر مباشر على المستثمر وكذا المؤسسة، فتنبع لهذه السياسة المؤسسة تكون أمام قرارين اثنين إما توزيع الأرباح المحققة على المساهمين أو احتجازها بغية إعادة استثمارها مستقبلاً، إذ تقوم سياسة التوزيعات بإعطاء المساهمين الحاليين والمستقبليين الراغبين في تعظيم ثروتهم صورة عن وضعية المؤسسة وأدائها، فالأداء المالي الجيد للمؤسسة يرتبط بإمكانيتها على تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل الداخلية والخارجية بشكل يضمن أفضل استخدام لها بهدف تعظيم العائد الذي يتطلع المساهمون لتحقيقه، ومن هنا تبرز العلاقة الجوهرية التي تجمع الأداء المالي للمؤسسة والسياسة المنتهجة لتوزيع الأرباح.

وعليه، يكمن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في محاولتنا للتعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت للفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019.

ب. إشكالية الدراسة:

يعالج هذا البحث تأثير سياسة توزيع الأرباح بمختلف أشكالها كنصيب السهم من التوزيعات النقدية، الربح المحتجز للسهم وربحية السهم على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة، وذلك من خلال طرح السؤال المحوري التالي:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019؟

يندرج تحت هذه الإشكالية العامة مجموعة من الأسئلة الفرعية تتمثل في:

- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبين العائد على حقوق المساهمين للمؤسسة المسعرة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة؟؛
- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبين العائد على الأصول للمؤسسة المسعرة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة؟؛
- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم وبين العائد على حقوق المساهمين للمؤسسة المسعرة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة؟؛
- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم وبين العائد على الأصول للمؤسسة المسعرة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة؟؛
- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وبين العائد على حقوق المساهمين للمؤسسة المسعرة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة؟؛
- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وبين العائد على الأصول للمؤسسة المسعرة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة؟.

ت. فرضيات الدراسة:

بغرض الإجابة على التساؤلات سابقة الذكر، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبين العائد على حقوق المساهمين للمؤسسات محل الدراسة؛
- الفرضية الثانية: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبين العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- الفرضية الثالثة: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم وبين العائد على حقوق المساهمين للمؤسسات محل الدراسة؛
- الفرضية الرابعة: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم وبين العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- الفرضية الخامسة: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وبين العائد على حقوق المساهمين للمؤسسات محل الدراسة؛
- الفرضية السادسة: توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وبين العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة.

1- أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، وفيما يلي مجموعة من الأهداف التي تسعى الدراسة لتحقيقها:

- التعرف على مختلف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسات الاقتصادية المدروسة؛
- تحديد العلاقة التي تربط كل من سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت؛
- البحث عن أهم أشكال توزيع الأرباح التي كان لها التأثير الأكبر في الحالة المدروسة.

2- مبررات اختيار الموضوع:

من أهم الدوافع التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع ما يلي:

- الاهتمام الكبير الذي حظي به موضوع الدراسة من قبل الباحثين والاقتصاديين؛
- إبراز أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح التي من شأنها مساعدة المؤسسة في اختيار السياسة المثلى التي تساهم في تحسين أدائها؛
- الرغبة الشخصية لتناول هذا الموضوع.

3- أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في:

- ارتباط الموضوع بالهدف الحديث للنظرية المالية ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة؛
- لسياسة توزيع الأرباح أهمية خاصة باعتبارها أحد القرارات الاستثمارية الهامة التي تهم المستثمر وأيضا كونها تؤثر بشكل مباشر على أداء المؤسسة؛
- إمكانية مساعدة الأشخاص الراغبين في استثمار أموالهم في المؤسسات محل الدراسة، عن طريق تحديد السياسة التي تتواءم وأهدافهم.

4- حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019؛

- الحدود المكانية: اعتمدنا في هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت موزعة على مختلف القطاعات.

5- المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

قصد الإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحقيق الأهداف المُسطرة، اعتمدنا في الجانب النظري على المنهج الوصفي للإحاطة بمختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسة.

أما في ما يخص الجانب التطبيقي اعتمدنا على منهج دراسة الحالة، حيث طبقنا أسلوب Panel Data Analysis، إضافة إلى الأساليب الإحصائية التي ستساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة وذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews10.

6- صعوبات البحث:

من أصعب ما واجهناه في هذه الدراسة ما يلي:

- صعوبة الحصول على البيانات المالية المتعلقة بالحالة المدروسة للفترة 2013-2019.

7- هيكل البحث:

قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين، الأول للجانب النظري والفصل الثاني للجانب التطبيقي، مسبوقين بمقدمة تليهما خاتمة عامة متبوعة بمجموعة من الاقتراحات المهمة، ويمكن تقديم هيكل البحث كما يلي:

الفصل الأول والذي جاء تحت عنوان **الأدبيات النظرية والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي**، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، الأول تم فيه التطرق للإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي وذلك بإعطاء لمحة فيما يتعلق بكل منهما وهذا بتقديم بعض المفاهيم الأساسية ومختلف العوامل المؤثرة فيهما، إضافة إلى تبيان العلاقة التي تجمعهما، في حين خصصنا المبحث الثاني والذي يحمل عنوان الإطار التطبيقي لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، لعرض الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية خاصة التي تناولت موضوع دراستنا بشكل مباشر.

أما فيما يخص **الفصل الثاني** والمعنون بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي، فقد حُصص لدراسة الحالة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين هو الآخر، الأول تم فيه عرض مجتمع وعينة الدراسة، ومن ثم عرض الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة في تحليل البيانات التي تم جمعها، بينما تم اختبار الفرضيات وعرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها في المبحث الثاني.

**الفصل الأول: الأدبيات النظرية
والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح
والأداء المالي**

تمهيد:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم وأصعب القرارات التي تواجه المؤسسة، لارتباطها المباشر بحملة الأسهم، فبعد أن كان تعظيم ربح المؤسسة الهدف الرئيسي للإدارة المالية، أصبح اليوم موجه لتعظيم ثروة الملاك دون أن يعارض مصالح كل من المسيرين والمساهمين، وهو ما يجعل المؤسسة ملزمة بانتهاج سياسة مثلى للتوزيعات التي تتوافق وظروفها باعتبارها تعطي للمساهمين صورة شاملة عن أدائها المالي.

ومن هذا المنطلق سنتطرق إلى سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث قمنا بتقسيم الفصل إلى مبحثين، تناول المبحث الأول الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، بينما خصص المبحث الثاني للإطار التطبيقي لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

اهتمت الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين توزيع جزء منها للمساهمين، وبين احتجاز جزء من الأرباح لإعادة استثمارها بغية التوسع مستقبلاً، بهدف تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تحسين الأداء المالي للمؤسسة وتعظيم قيمتها السوقية.

يحتوي هذا المبحث على ثلاثة مطالب، خُصص المطلب الأول لبعض المفاهيم الأساسية حول سياسة توزيع الأرباح، أما الثاني نتطرق فيه إلى الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وبعدها نعرض العلاقة بين كل من سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المطلب الثالث.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح واحدة من أهم القضايا في مجال الإدارة المالية، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين من جهة، والأداء المالي للمؤسسة وقيمتها من جهة أخرى. لذا سنحاول في هذا المطلب تقديم بعض مفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح مع إبراز أهميتها، كما سنتطرق لأنواع، طرق وأهم محددات توزيع الأرباح.

الفرع الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأهميتها

قدمت لسياسة توزيع الأرباح العديد من المفاهيم والتعاريف، نوجز بعضها في النقاط التالية:

يرى (عاطف جابر طه، 2010، صفحة 390) "أن سياسة توزيع الأرباح تتعلق بالقرار الذي تتخذه المؤسسة فيما يخص الأرباح التي حققتها خلال السنة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها، أو توزيعها على حملة الأسهم سواءً كان ذلك في شكل نقدي أو عن طريق أسهم".

في حين عرفها (زررقون، 2010، صفحة 85) نقلاً عن (حنفي، 2007، صفحة 210) أنها "همزة وصل بين كل من التوزيعات والنمو، ما يدل على تأثيرها الكبير عليهما، إذ يعد النمو جزء لا يتجزأ من التوزيعات باعتباره عنصر من عناصره، وبذلك فإن المؤسسة تقف أمام اختيارين أحدهما القيام بتوزيعات نقدية حالية على المساهمين، والآخر احتجازها بهدف النمو والتوسع المستقبلي".

نستشف من التعاريف السابقة، أن سياسة توزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تنتهجها المؤسسة فيما يخص توزيعها للأرباح المحققة على المساهمين إما في شكل نقدي أو عيني، أو احتجازها لإعادة استثمارها مستقبلاً، وأن سياسة التوزيعات المتلى هي تلك التي تقوم بالموازنة بين الأرباح الحالية والمستقبلية.

إن سياسة توزيع الأرباح لها أهمية بالغة داخل المؤسسة، كونها تؤثر على بعض القرارات أهمها (بوحادة، 2012، صفحة 108):

- ترتبط سياسة التوزيعات بشكل مباشر بالمساهمين كونها تؤثر على قراراتهم، حيث تقوم بانتهاج السياسة التي تتماشى مع رغباتهم، وخلق فرص استثمارية ذات عوائد مغرية، وهو ما يدفعهم للاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها إضافة إلى ذلك تقوم بتحفيزهم على شراء المزيد من الأسهم في حال ما إذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة؛
- تؤثر سياسة توزيع الأرباح على تكلفة رأس المال، مما يعني تأثيرها في الهيكل المالي للمؤسسة؛
- تحتاج التوزيعات لعنصري السيولة والتدفقات النقدية؛
- تساهم التوزيعات في معدل النمو وذلك في حال ما إذا قررت المؤسسة احتجاز جزء من أرباحها المحققة بغية النمو والتوسع مستقبلاً، مُحاولَةً بذلك تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، مما يعني تعظيم ثروة المساهمين.

الفرع الثاني: أنواع سياسات توزيع الأرباح وأشكالها

وجب على المؤسسة عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح التركيز على هدفين أساسيين، هما توفير الأموال الكافية لدفع توزيعات الأرباح، وتعظيم ثروة الملاك في المؤسسة.

1. أنواع توزيع الأرباح

هناك العديد من السياسات التي تتبناها المؤسسة في توزيع الأرباح، والتي تختلف من مؤسسة لأخرى، تتمثل في ما يلي:

➤ سياسة توزيع الأرباح المتبقية Residual dividend policy

سميت بسياسة توزيع الأرباح المتبقية نتيجة لأن المؤسسة التي تتبناها تعتمد في دفع توزيعاتها على الربح المتبقي لذلك يطلق عليها بما يسمى بالفائض، إذ تفضل تمويلها الداخلي في ما يخص استثماراتها الحالية والمستقبلية، عادة ما تتجنب المؤسسة عند انتهاجها لهذه السياسة طرح وبيع أسهم جديدة في السوق نظراً لتحليها بالقدرة الكافية على مجابهة التقلبات التي تطرأ على أرباحها خلال السنة المالية، مع الالتزام لدفع أرباح المساهمين الأمر الذي يؤدي إلى تعزيز ثقتها لديهم (بوحادة، 2012، صفحة 109).

➤ سياسة التوزيع المستقرة Stables dividend policy

تقوم المؤسسة في هذه الحالة بتحديد مستوى معين للأرباح الموزعة والذي يكون مستقراً، حيث أنها لا تسمح للتقلبات في أرباحها بالتأثير على معدل توزيعاتها سواءً كان ذلك بارتفاعها أو انخفاضها، مما يجعلها

ملزمة بالحفاظ على مستوى معين لمقدار الأرباح الموزعة على المساهمين (نادر و محمد حيدر، 2015، صفحة 152).

حيث يمكن للاستقرار أن يأخذ أحد الأشكال المتمثلة في (بن الضب، 2009، صفحة 132):

- استقرار توزيعات السهم الواحد DPA: يعني بذلك استقرار في معدل نصيب السهم الواحد من سنة لأخرى؛
- استقرار نسبة الأرباح الموزعة: يعني ثبات الأرباح التي تم توزيعها؛ حيث تبقى النسبة من الأرباح التي تم توزيعها ثابتة مما يعني أن توزيعات السهم الواحد تكون متغيرة نتيجة لتغير الأرباح؛
- استقرار توزيعات السهم الواحد DPA مع دفع توزيعات إضافية: يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات النقدية، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها أرباح مرتفعة.

➤ سياسة التوزيعات ذات النسبة الثابتة Constant payout ratio dividend policy

ترتبط توزيعات الأرباح في هذه السياسة بالتقلبات التي تواجه المؤسسة، حيث تعتمد على نسبة دفع ثابتة، ترتفع بارتفاع الأرباح وتخفض بانخفاضها، الأمر الذي قد يؤثر في أسعار أسهمها، وتعد هذه السياسة من أبسط أنواع سياسات التوزيع (تايه النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 483).

➤ سياسة عدم توزيع أرباح حاليا The policy of not distributing profits currently

هذه السياسة تنتهجها في الغالب المؤسسات حديثة النشأة وكذلك سريعة النمو، لمواجهة بعض العراقيل والصعوبات في الاقتراض كأن تكون تكاليفها عالية كونها لا تزال في بداية نشاطها، كما يلجأ إليها المستثمرون الذين لا يرغبون بالتوزيعات النقدية بل يفضلون الأرباح الرأسمالية عليها (الكحلوت، 2014، صفحة 29).

2. أشكال توزيع الأرباح

وتختلف أشكال التوزيعات المنتهجة حسب ما تمليه ظروف المؤسسة، وتتمثل في:

✓ التوزيعات النقدية Cash dividend

تعد التوزيعات النقدية من أكثر الأشكال المتبعة في المؤسسات، وهي عبارة عن دفعات نقدية من صافي الربح تدفع مباشرة للمساهمين وبشكل منظم إما بصفة شهرية أو فصلية أو مرتين سنويا حسب ما تتبعه المؤسسة، غالبا ما تكون بصورة فصلية فيما يخص مؤسسات المساهمة (بوحدارة، 2012، صفحة 114).

✓ الأسهم المجانية Free dividend

تقوم المؤسسة أحيانا بإصدار أسهم جديدة وتوزيعها مجانا على حملة الأسهم عوض توزيعات نقدية، ذلك كل حسب حصته في رأس مالها، رغبة منها في احتجاز الأرباح المحققة لاستثمارها مستقبلا في مشاريع

تمكنها من التوسع، وتلجأ المؤسسة لهذا النوع من التوزيعات خوفاً من عدم إقبال المستثمرين لشراء أسهمها نتيجة ارتفاع القيمة السوقية بشكل كبير، كما ويتميز بالإعفاء الضريبي، ونجد أن هناك نوعين من التوزيعات في شكل أسهم هما (حفصي، 2016، صفحة 41):

- **توزيعات في شكل أسهم عادية Extra ordinary:** من خلال رسملة جزء من الأرباح المتراكمة للسنة الماضية، أي يمكن أي يعبر عنها في شكل أسهم إضافية؛
- **توزيعات في شكل أسهم دورية Periodic:** يمكن أن تعرف بأنها رسملة جزء من أرباح السنة الجارية، وبالتالي فإن هذه الأرباح نسبياً تكون بأقل قدر وهي تسمى بالدورية لأن كل التوزيعات تعاد في بداية كل سنة وفقاً للسياسة المعتمدة من قبل المؤسسة.

✓ اشتقاق الأسهم Stock splits

لا يختلف هذا الشكل من التوزيعات عن سابقه، إذ يهدف إلى جعل أسعار الأسهم في متناول المستثمرين ما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وذلك من خلال تخفيض القيمة الإسمية للسهم وبالتالي الزيادة في عدد أسهم المؤسسة، حيث ينتج عن كل سهم قديم أسهم أخرى جديدة (حفصي، 2016، صفحة 41).

✓ معكوس الاشتقاق Reverse stock splits

يعتبر هذا الشكل من التوزيعات عملية عكسية لاشتقاق الأسهم، حيث تقوم المؤسسة بتخفيض في عدد أسهمها وبالتالي الزيادة في القيمة الإسمية لها، إذ يصبح المستثمر مستفيداً من سهم واحد جديد بدل الأسهم التي كان يملكها سابقاً مع عدم وجود أي تأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، عدا التغيير الذي طرأ على عدد الأسهم (قصي و آخرون، 2019، صفحة 78).

✓ إعادة شراء الأسهم Stock repurchase:

غالباً ما تواجه المؤسسة ظروف تلزمها بضرورة إعادة شراء جزء من أسهمها التي قامت بإصدارها، الأمر الذي يؤدي إلى خلق ما يسمى بأسهم الحزينة Treasury stocks، ما يوفر لها تمويلاً إضافياً مستقبلاً عن طريق إعادة بيع هذه الأسهم في حال ما احتاجت لذلك، تلزم المؤسسة في حال رغبتها بإعادة شراء أسهمها بإبلاغ حملة أسهمها بقرارها، من خلال ما يسمى بالسوق المفتوحة Open market وذلك بالشراء مباشرة من السوق كونها كون أي مستثمر آخر، أو عن طريق ما يسمى بعروض المناقصات Tender offer حيث تقوم المؤسسة بالإعلان عن رغبتها في إعادة شراء عدد من أسهمها بسعر محدد، وغالباً ما يكون هذا الأخير أكبر من القيمة السوقية للسهم (بوحادة، 2012، الصفحات 116-117)، كما يمكنها الاعتماد على أسلوب إعادة شراء الأسهم المستهدفة Duch oucation حيث تقوم بإجراء مفاوضات مباشرة مع حملة الأسهم المميزة مُحاولاً إغرائهم بعروض مميزة، تلجأ المؤسسة لهذا الأسلوب لتخوفها من سيطرة بعض المساهمين عليها (مرهج و قلاب، 2019، صفحة 104) نقلاً عن (حفصي، 2016، صفحة 41).

في الآونة الأخيرة، طبقت العديد من المؤسسات الأوروبية سياسة إعادة شراء الأسهم، ففي سنة 2007 قامت مؤسسات CAC40 بإعادة شراء أسهم بلغ سعرها 19 مليار أورو بنسبة 1,4% من رسملتها البورصية، مقابل توزيعات نقدية قدرت بـ 3 مليار أورو أي ما يعادل 2,7% من رسملتها البورصية، لتصل بذلك نسبة التوزيعات المدفوعة إلى 4,1% من الرسملة البورصية (بن الضب، 2009، صفحة 135).

الفرع الثالث: طرق سياسة توزيع الأرباح ومحدداتها

1. طرق توزيع الأرباح

يقوم مجلس الإدارة في المؤسسة بتحديد نسبة التوزيعات للمساهمين، هذا بعد إجراء دراسات مختلفة عن ما إذا كانت المؤسسة تمتلك القدر المالي الكافي لإنجاز مشاريع تمكنها من الوصول إلى مبتغاها مستقبلا، إضافة إلى ذلك الأخذ بالحسبان رغبة المساهم المتعلقة بالتوزيعات والتي تعتبر من أهم محددات نسبة التوزيع (بوحادة، 2012، الصفحات 110-111).

✓ **مقدار التوزيعات Amount of dividend**: رغم أن المؤسسة تسعى للمحافظة على مستوى معين في أرباحها، إلا أنها قد تواجه بعض الظروف التي قد تؤثر فيها إما بالزيادة أو النقصان، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على مقدار التوزيعات، ما يجعل مجلس الإدارة يحدد نسبة دفع موائمة لهذه الظروف وذلك من خلال رفعها أو تخفيضها.

غالبا ما يتم الاعتماد على معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المدفوعة للمستثمرين، ويتمثلان في (بوحادة، 2012، صفحة 111):

$$\text{مردودية السهم} = \text{القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم} \div \text{سعر السهم}$$

تعتبر مردودية السهم كوسيلة لحملة الأسهم لمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة، وبطبيعة الحال فإن المستثمر يميل للمؤسسة التي تحقق درجة عالية في مردودية أسهمها.

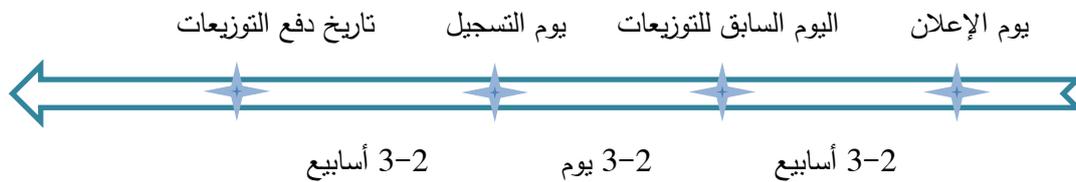
أما المعدل الثاني فيتمثل في:

$$\text{نسبة التوزيعات} = \text{توزيعات الأرباح} \div \text{الأرباح}$$

يعتمد المحللين عند تحليلهم لسياسة التوزيعات على هذه النسبة أكثر من سابقتها، باعتبارها وسيلة للتنبؤ بمقدار التوزيعات المستقبلية، إضافة إلى ذلك يتم من خلالها تحديد نسبة الأرباح المحتجزة المراد استثمارها في المؤسسة، وكلما ارتفعت نسبة التوزيعات كلما ارتفع معدل نمو الأرباح والعكس.

- ✓ السلم الزمني لدفع التوزيعات: يعد الإجراء المعتمد في التوزيعات من أبرز الأمور التي تهتم بها الإدارة المالية، وعادة ما تكون هذه الإجراءات مرتبطة بالتواريخ التالية:
- **تاريخ الإعلان Declaration date:** هو اليوم الذي يقوم فيه مجلس الإدارة بالإعلان عن وجود توزيع للأرباح (Puspitaningtyas, 2019, p. 29)، إذ يتم توثيقه على مستوى السوق المالي كما يُعلن عنه في مختلف الوسائل المعنية بذلك لما له من أهمية، حيث يتم تحديد نسبة التوزيعات سواءً كان ذلك بارتفاعها أو انخفاضها (بوحادة، 2012، صفحة 111).
 - **تاريخ التوزيعات السابق Ex-dividend date:** يفقد حامل السهم في هذا التاريخ الحق في المطالبة بالأرباح، عادة ما تقوم البورصة بإعطائه ضمان حصوله عليها إذا ما قام بتسجيل اسمه قبل ثلاثة أيام من تاريخ التسجيل (الزبيدي، 2008، صفحة 615).
 - **تاريخ التسجيل Date of record:** بعد أيام من تاريخ التوزيعات السابق تغلق المؤسسة سجلاتها المتعلقة بتحويل الأسهم التي ستحصل على توزيعات، بحيث يضمن كل المستثمرين الذين قاموا بإدراج أسمائهم في السجلات قبل فوات الأوان حصولهم على توزيعات، أما بعد ذلك فلا يحق لهم المطالبة بأي توزيعات كونهم لم يقوموا بالتسجيل في الوقت المحدد وبالتالي يحرمون منها (بوحادة، 2012، صفحة 112).
 - **تاريخ الدفع Payment date:** وهو اليوم الذي يحصل فيه المستثمرين المدرجة أسماؤهم في سجل التسجيل على أرباحهم بعد أن يقوم مجلس الإدارة بتحديد، تقوم فيه المؤسسة بتوزيع الأرباح عليهم كل حسب حصته (حسين، 2008، صفحة 216). وفيما يلي شكل تمثيلي للتواريخ سابقة الذكر:

الشكل رقم (1-1): السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح



المصدر: (بوحادة، 2012، صفحة 112) نقلا عن (DAMODARAN, 2006)

2. محددات سياسة توزيع الأرباح

تتأثر المؤسسة بمجموعة من العوامل المحيطة بها عند رسم سياسة توزيع الأرباح الأكثر ملائمة وهو الأمر الذي يلزم إدارتها أن تأخذه بالحسبان، وفيما يلي أهم المحددات:

1-2 محددات قانونية Legal constraints

تتأثر سياسة التوزيعات بمجموعة من القواعد القانونية التي تختلف من دولة لأخرى ومن زمن لآخر (نائلة و مرعي، 2013، صفحة 289)، حيث نجد الكثير من القوانين والتشريعات التي تمنع أي توزيعات لأرباح ناتجة عن بيع أصول رغبة منها في حماية المستثمرين، باعتباره توزيع للأموال المستثمرة في المؤسسة وليس مجرد توزيع أرباح (الكحلوت، 2014، صفحة 44)، وعادة ما تركز هذه القوانين على أربع قواعد رئيسية وهي:

- قاعدة صافي الأرباح **The net profit rule**: تنص هذه القاعدة على ضرورة وجود أرباح محتجزة يمكن توزيعها على المساهمين، ما لم يكن هناك أرباح حُقت فعلاً (غزالي، 2017، صفحة 294)؛
- قاعدة إضعاف قيمة رأس المال **The capital impairment rule**: هناك جملة من التشريعات تحدد مستوى معين لمقدار المبالغ الممكن توزيعها بشكل نقدي حسب رصيد الأرباح المحتجزة حفاظاً منها على حقوق الدائنين (محمد حيدر، 2015، صفحة 31)؛
- قاعدة الإعسار المالي **The insolvency rule**: يُقصد بها عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخها نتيجة لعدم توفر نقد يُمكنها من ذلك (غني جهاد، 2015، صفحة 191).

2-2 محددات تعاقدية

عادة ما تُوضع بعض الشروط المتعلقة بتوزيعات الأرباح لحماية الدائنين ما يضمن لهم قدرة المؤسسة على تسديد الدين، إذ ينص عقد السند أو اتفاقية القرض على ضرورة توزيع الأرباح من خلال الأرباح المحققة بعد توقيع العقد سالف الذكر، وليس من الأرباح المحتجزة (نائلة و مرعي، 2013، صفحة 289).

2-3 محددات اقتصادية

و تتضمن ما يلي:

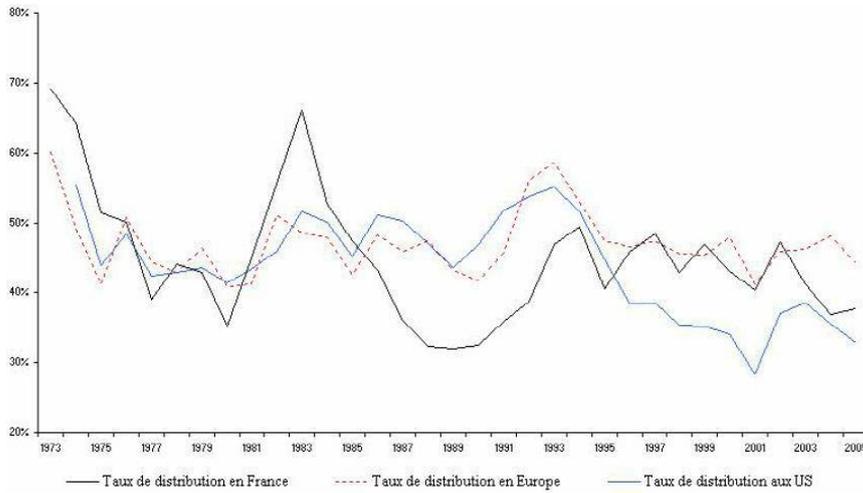
- ✓ **النمو والتوسع**: في بعض الأحيان نجد أن المؤسسات الراغبة في التوسع والنمو تفضل مصادرها التمويلية الداخلية عن الخارجية، وذلك راجع لارتفاع تكاليف الاقتراض ومخاطره، مما يدفعها للجوء إلى احتجاز أرباحها بدل توزيعها لاسيما إذا ما كانت تتمكن من تحقيق مبتغاها (بن الضب، 2009، صفحة 124)؛
- ✓ **توافر السيولة النقدية**: والذي يُصنف ضمن أهم المؤشرات فكما كانت السيولة النقدية للمؤسسة أكبر كلما كان مقدار مدفوعاتها أكبر (المومني، 2016، صفحة 44)؛
- ✓ **الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة**: إذا ما كانت المؤسسة حديثة النشأة فإنها تحتاج إلى إعادة استثماراتها، وبذلك تقوم باتخاذ قرار احتجاز الأرباح بدل توزيعها مما يشكل قيوداً كبيراً على سياسة التوزيع (حنفي، 2000، صفحة 402)؛
- ✓ **استقرار الأرباح**: تتميز المؤسسات ذات الربح المستقر بتوزيع مقدار كبير من الأرباح على المستثمرين عكس المؤسسات ذات الربح المتقلب، حيث أن هذه الأخيرة تكون ملزمة بالاحتفاظ بالقسم الأكبر من أرباحها المحققة كاحتياط منها لمواجهة التزاماتها (Puspitaningtyas, 2019, p. 29).
- ✓ **الرغبة في السيطرة والرقابة على المؤسسة**: في حال ما إذا كانت الإدارة مُتخوفة من فقدان سيطرتها على المؤسسة فإنها ستتجنب طرح أسهم جديدة، وكذا احتجاز الجزء الأكبر من أرباحها، أما إذا ما كانت مسيطرة على الوضع فإنها ستقوم باستعمال التوزيعات كوسيلة للحفاظ على هذه الميزة، وذلك من خلال دفع توزيعات في شكل عيني لحصتها، وفي شكل نقدي لحملة الأسهم وبذلك تكون هناك زيادة في حصة مجلس الإدارة (محمد حيدر، 2015، الصفحات 32-33)؛
- ✓ **تفضيلات المساهمين الحاليين**: تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين دوراً مهماً في تحديد سياسة التوزيعات، إذ نجد أن المؤسسات التي لها مجموعة صغيرة من الأشخاص تقوم باحتجاز القسم الأكبر من

أرباحها وتوزيع القسم الأصغر على المستثمرين، حيث يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية بواسطة ما تم احتجازه من أرباح تجنباً منهم للاقتراض وفوائده، إضافة إلى ذلك الامتناع عن إصدار أسهم جديدة تدفعهم لفقدان سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جُدد (تغليسية و وهابي، 2018، صفحة 7)؛

✓ السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة: غالباً ما نجد بعض المؤسسات ترغب في معرفة معدل توزيع القطاع الذي تنتمي إليه أو حتى معرفة معدل نمو هذه المعدلات، وذلك باعتبار أن اتباع سياسة مُماثلة للقطاع يحمل في جُعبته سبب الاختيار من جهة ومعدلات توزيع السوق المالي من جهة أخرى، فمثلاً إذا ما قمنا بالاطلاع على كل من الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية نجد أن هناك ارتباط كبير في المعدلات وهو ما يبرزه الشكل التالي (بن الضب، 2009، صفحة 126):

الشكل رقم (1-2): معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية والمنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973 -

2005



المصدر: (بن الضب، 2009، صفحة 126)

من خلال ما تم التطرق إليه سابقاً، تبين لنا أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دوراً هاماً داخل المؤسسة، نظراً لتأثيرها على اتجاهات المستثمرين، وهو ما يلزم بانتهاج السياسة التي تلائم رغباتهم مع الأخذ بالحسبان مختلف العوامل المحيطة والمؤثرة فيها.

المطلب الثاني: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

حظي الأداء المالي للمؤسسة باهتمام بالغ لكل من المديرين والمستثمرين، حيث يعكس الصورة الحقيقية لوضعية المؤسسة، فكلما كان أداؤها جيد كلما كان هناك إقبال كبير من المستثمرين عليها نتيجة للتسيير الجيد الموجود فيها.

فيما يلي سنتطرق إلى ثلاثة عناصر أساسية المتمثلة في كل من مفهوم الأداء المالي وكيفية قياسه مع الإحاطة بمختلف العوامل المؤثرة فيه.

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

لم يتم التوصل إلى اتفاق موحد حول تعريف الأداء المالي، فقد تعددت تعاريفه ومفاهيمه بتعدد أبعاد نظر الباحثين له، ومن جملة التعاريف نجد:

يرى كل من Venkatraman & Vasudevan (1986) أن الأداء المالي "يعد مفهوما ضيقا كونه يعتمد على نسب بسيطة بالاستناد إلى مؤشرات مالية من المفترض أن تعكس انجاز الأهداف الاقتصادية للمؤسسة" (N. Venkatraman & Vasudevan, 1986, p. 803).

في حين يرى الخطيب (2010) أن الأداء المالي يعتبر: "وسيلة تمكن الإدارة من معرفة الثغرات والمشاكل الموجودة داخل المؤسسة، سواء كانت إدارية أو مالية، التي قد تؤدي بها للوقوع في ما يسمى بالعجز المالي الأمر الذي سيؤثر سلبا على نشاطها، مما يدفعها للبحث عن حلول تخلصها من هذه المعوقات" (الخطيب، 2010، صفحة 45).

الفرع الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي

تعد مؤشرات الأداء المالي من أهم الأدوات التي يتم الاستعانة بها من قبل الإدارة في تقييم الوضع المالي للمؤسسة، حيث تقسم حسب ظهورها إلى مؤشرات تقليدية وأخرى حديثة الظهور ظهرت مع التطور العلمي والتكنولوجي.

1. مؤشرات قياس الأداء المالي التقليدية

1-1 مؤشرات التوازن المالي:

- رأس المال العامل الصافي: هو ذلك الفائض من الموارد الدائمة على الاستثمار في الأصول طويلة الأجل المستخدم أثناء دورة الاستغلال، ويمكن الوصول إليه من (بن سانية، 2018، صفحة 39):
- أعلى الميزانية: رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول غير الجارية
- أسفل الميزانية: رأس المال العامل الصافي = الأصول الجارية - الخصوم الجارية
- الاحتياج في رأس المال العامل: يشير هذا المفهوم إلى ذلك الجزء غير المُغطى بالموارد الدورية من الاحتياجات الضرورية للاستغلال، ويحسب كما يلي (بن سانية، 2018، الصفحات 41-42):

الاحتياج في رأس المال العامل = الاحتياجات الدورية للتمويل - موارد التمويل الدورية

1-2 نسب السيولة: تقيس هذه النسب قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في مواعيدها (خنفر و المطارنة، 2006، صفحة 129)، وفي ما يلي بعض من هذه النسب:

- **نسبة التداول Current Ratio:** تحدد هذه النسبة قدرة أصول المؤسسة المتداولة في تغطية خصومها المتداولة، وبالتالي فهي أداة لمعرفة ما إذا كانت المؤسسة تتمتع بالتوازن المالي أم لا (محمد، اسماعيل، و نور، 2000، صفحة 72)، وتحسب كالتالي:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

- **نسبة التداول السريع Quick Ratio:** تعد هذه النسبة أضيق من سابقتها، إذ يتم فيها إبراز السيولة الحقيقية التي تتمتع فيها المؤسسة وذلك بإبعاد عنصر المخزون السلعي، أي تقيس مدى قدرة المؤسسة على سداد الديون قصيرة الأجل من خلال أصولها المتداولة دون اللجوء إلى بيع المخزونات (محمد، اسماعيل، و نور، 2000، صفحة 73)، تحسب من خلال:

$$\text{نسبة التداول السريع} = \frac{\text{(الأصول المتداولة - المخزون السلعي)}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

1-3 نسب التدفقات النقدية: تقوم هذه النسب بتقييم أداء المؤسسات من خلال الحكم على سيولتها واستمرارية نشاطها، كما يمكنها التنبؤ بإفلاس المؤسسات (خنفر و المطارنة، 2006، صفحة 213)، وفي ما يلي بعض النسب:

- **نسبة التدفقات النقدية التشغيلية:** تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة في توليد التدفقات النقدية الكافية لتغطية التزاماتها قصيرة الأجل، وتحسب كما يلي (خنفر و المطارنة، 2006، صفحة 214):

$$\text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية} = \frac{\text{صافي تدفقات النشاط التشغيلي}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

- **نسبة تغطية توزيعات الأرباح:** تعطي هذه النسبة صورة أوضح عن قدرة المؤسسة من تسديد توزيعات الأرباح النقدية، ويتم التوصل إليها من خلال (فهيم، 2008، صفحة 38):

$$\text{نسبة تغطية توزيعات الأرباح} = \frac{\text{التدفق النقدي للأنشطة التشغيلية}}{\text{توزيعات الأرباح النقدية}}$$

- **الخزينة:** تكون المؤسسة متوازنة ماليا إذا ما حققت FRNG موجبا وبالقدر الذي يمكنه من تغطية ال-BFRG، والقدر الذي يفوق ذلك هو ما يعطينا صافي الخزينة Tn، وتحسب كما يلي (بن سانية، 2018، صفحة 44):

$$Tn = FRNG - BFRG$$

1-4 نسب النشاط: تقيس هذه النسب مدى قدرة المؤسسة على استغلال أصولها في توليد المبيعات بشكل جيد وفعال (الزبيدي، 2000، صفحة 66)، ومن أهم هذه النسب ما يلي:

- **معدل دوران الأصول Total Assets Turnover:** تقيس هذه النسبة إمكانية المؤسسة من استغلال أصولها في توليد المبيعات (محمد، اسماعيل، و نور، 2000، صفحة 79)، وهذا من خلال ما يلي:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط مجموع الأصول}}$$

- معدل دوران رأس المال المستثمر: يشير هذا المعدل لمدى مساهمة كل دينار مستثمر في توليد المبيعات، (محمد، اسماعيل، و نور، 2000، صفحة 76):

$$\text{معدل دوران رأس المال المستثمر} = \text{صافي المبيعات} \div \text{متوسط رأس المال المستثمر}$$

1-5 **نسب الربحية:** تستخدم نسب الربحية لمعرفة ما إذا كانت المؤسسة تستخدم مواردها بأكثر فاعلية، إضافة إلى ذلك فهي تقيس قدرتها على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية (الزبيدي، 2000، صفحة 67)، وفيما يلي أهم هذه النسب:

- **معدل العائد على الأصول ROA:** تحدد هذه النسبة ما إذا كانت أصول المؤسسة تتمتع بالكفاءة اللازمة في توليد الأرباح، وتحسب كما يلي (فهيم، 2008، صفحة 44):

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{صافي الربح} \div \text{إجمالي الأصول}$$

- **معدل العائد على حقوق الملكية ROE:** تعبر هذه النسبة عن العائد المحقق من أموال المستثمرين، كما تدل على كفاءة المؤسسة في استخدام هذه الأموال، تحسب كما يلي (فهيم، 2008، صفحة 46):

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح} \div \text{حقوق الملكية}$$

2. بعض المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي

1-2 **القيمة الاقتصادية المضافة EVA:** ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث سنة 1991 للتغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات المحاسبية التقليدية نتيجة تأثرها بالأرباح المحاسبية، ويعتبر بديلاً لمؤشر الربح المتبقي الذي يعتبر مؤشر داخلي للأداء، حيث قام الباحثين Stewart & Stern بتقديم هذا النموذج، وتعرف على أنها "القيمة المضافة من قبل المؤسسة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها، أي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال" (زرقون، حجاج، و حجاج، 2018، صفحة 218). ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة} - (\text{تكلفة رأس المال} \times \text{رأس المال المستثمر})$$

2-2 **القيمة السوقية المضافة MVA:** تمثل القيمة السوقية المضافة مقياساً خارجياً للأداء يمكن تعظيمه بالاعتماد على المقياس الداخلي المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتبر إلى جانب ذلك أسلوباً يرتبط بشكل مباشر مع عملية خلق القيمة للمساهمين مع مرور الوقت، وهي ثاني مؤشر قدمته شركة Stewart لتقييم الأداء، كما أنها تعتبر أفضل مقياس لأداء المؤسسة (صيفي، 2016، صفحة 14). ويمكن حسابها كالتالي:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}$$

2-3 مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI: يعتبر من أهم المؤشرات الحديثة، حيث يستخدم في تقييم المؤسسة ككل، أو اختيار وتقييم المشروع المراد تمويله، ويتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال، فإذا كان هذا المؤشر أكبر من تكلفة التمويل فهناك إنشاء للقيمة، أما إذا كان عكس ذلك فنقول هناك تدمير للقيمة، ويحسب من خلال قسمة فائض التدفق النقدي التشغيلي على الأصل الإجمالي (شنين و زرقون، 2015، صفحة 245).

2-4 نسبة Tobin's Q: تستخدم هذه النسبة في التنبؤ بأداء وربحية المؤسسة، حيث تعتبر من المقاييس الحديثة التي ثبتت كفاءتها في قياس قيمة المؤسسة والمتمثلة في قياس قيمتها السوقية (سماح، 2018، صفحة 33)، كما تمثل نسبة المقارنة بين القيمة السوقية لأصول المؤسسة وقيمتها الاستبدالية، وتستجيب هذه النسبة للتغير في الأسعار، كما تغلبت على الكثير من المشاكل المرتبطة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وذلك باستخدامها القيمة الاستبدالية للأصول لقياس القيمة المتولدة لدى المؤسسة، بحيث لو استطاعت هذه الأخيرة تحقيق معدل عائد على استثمارها مساويا لمعدل تكلفة رأس المال، فإن نسبة Tobin's Q يجب أن تساوي الواحد الصحيح نظريا (نادر ن.، 2016، صفحة 40). وقد تمت صياغة هذه النسبة كما يلي (صيفي، 2016، صفحة 16):

$$\text{نسبة Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{قيمة استبدال الأصول}}$$

انتشر استخدام نسبة Tobin's Q كمقياس للأداء نظرا لقدرته على تجاوز بعض المشاكل التي تواجهها المقاييس المحاسبية كالاختلاف في المخاطر، قوانين الضرائب، والاتفاقيات المحاسبية المتعلقة بشأن البحث والتطوير والإعلان (صيفي، 2016، صفحة 17)، غير أنها تتميز بالتعقيد في حسابها احتياجها لمجموعة كبيرة من المعلومات، إضافة إلى أن وجود عدة طرق لقياسها خلف مشكلة حقيقة في استعمالها، لذا قام بعض الباحثين بتطوير مجموعة من النماذج لتقدير هذا المؤشر بغير التغلب على هذه المشاكل، أهمها (محمد حيدر، 2015، صفحة 59):

• نموذج Lind enberg and ross 1981: قدم الباحثان نموذج لوغاريتمي في حساب نسبة Tobin's Q ويحتاج هذه النموذج إلى حجم كبير من البيانات التفصيلية التي يصعب توافرها ويتصف بعملية حسابية معقدة وفقا للآتي (محمد حيدر، 2015، الصفحات 59-60):

$$L-Rq = \text{prefst} + \text{vcoms} + \text{ltdebt} + \text{stdbt} - \text{adg} / \text{totasst} - \text{bkcap} + \text{netcap}$$

Prefst: القيمة النقدية للأسهم المختارة القائمة للمؤسسة

Vcoms: سعر الأسهم العادية للمؤسسة × عدد الأسهم المكتسب بها

Ltdebt: قيمة الديون طويلة الأجل معدلة بهيكل آجالها

Stdbt: القيمة الدفترية لخصوم المؤسسة قصيرة الأجل

Adg: صافي قيمة الأصول قصيرة الأجل

Totasst: القيمة الدفترية لإجمالي أصول المؤسسة

Bkcap: القيمة الدفترية لصافي المخزون الرأسمالي

Netcap: القيمة الدفترية لصافي المخزون الرأسمالي للمؤسسة معدلة بنسبة التضخم

• **نموذج Lewllen and Badrinath 1997**: قدم الباحثان نموذجا متقدما وشاملا لحساب نسبة Tobin'sQ حيث عدلا النموذج السابق الذكر في حساب القيمة الاستبدالية لأصول المؤسسة (محمد حيدر، 2015، صفحة 60).

• **نموذج Chung and Pruitt 1994**: قدم الباحثان نموذجا يمتاز ببساطة عملياته الحسابية مقارنة بالنماذج سألفة الذكر حيث لا تتطلب عملية لحساب تقدير القيمة السوقية للديون والأسهم الممتازة إنما يعتمد على معلومات مالية محاسبية محدودة يمكن توافرها في القوائم المالية حيث اعتمد تقرير القيمة الاستبدالية للأصول على القيمة الدفترية على افتراض أن لهما نفس القيمة وتأتي معادلة النموذج على الشكل التالي (محمد حيدر، 2015، صفحة 60):

$$\text{ApproximateQ} = \text{CMVE} + \text{PS} + (\text{BEPT}) / \text{TA}$$

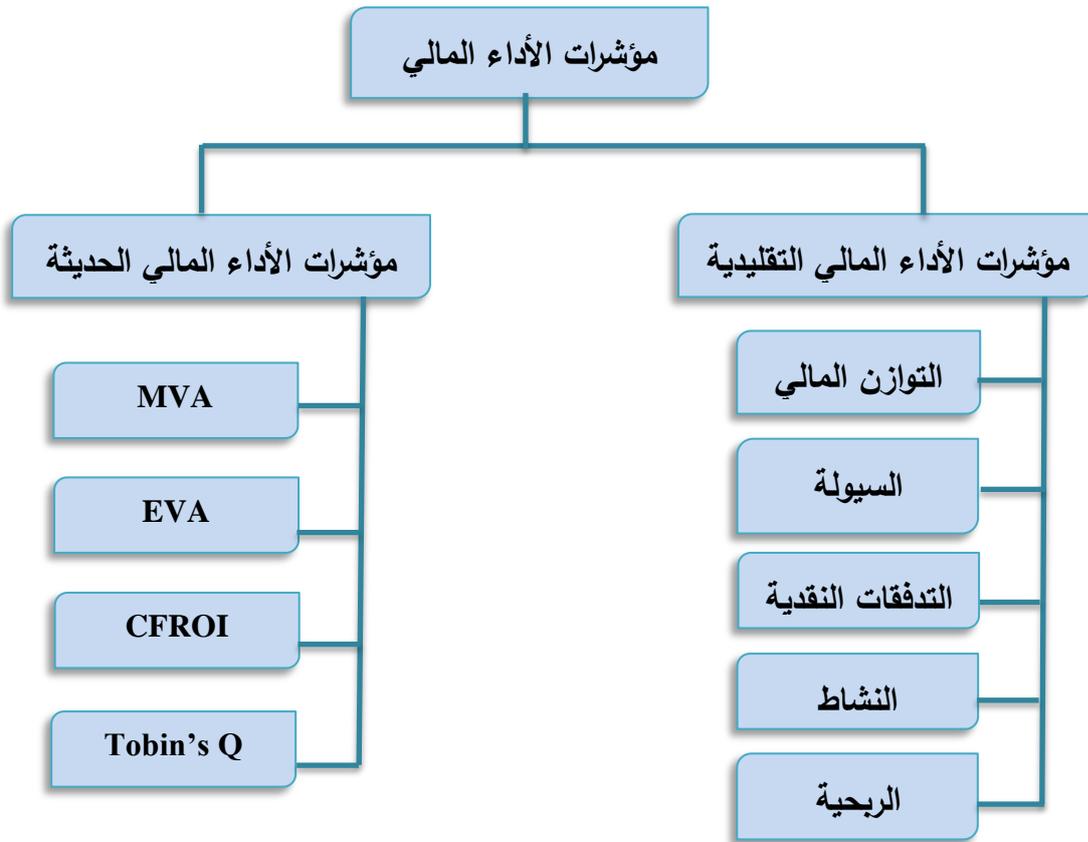
MVE: سعر السهم × عدد الأسهم

PS: القيمة النقدية للأسهم الممتازة القائمة للمؤسسة

BEPT: قيمة الخصوم قصيرة الأجل - الأصول قصيرة الأجل + القيمة الدفترية للخصوم طويلة الأجل

TA: القيمة الدفترية لإجمالي أصول المؤسسة

الشكل رقم (1-3): طرق قياس الأداء المالي للمؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

يتأثر الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بعوامل مختلفة، قد تكون داخلية قد تكون عوامل خارجية غير خاضعة لتحكم المؤسسة.

1. عوامل داخلية

تشمل العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي كل من الهيكل التنظيمي، المناخ التنظيمي، الحجم والتكنولوجيا (الخطيب، 2010، الصفحات 48-51):

✓ **الهيكل التنظيمي:** يعد من العوامل الداخلية التي تؤثر على أداء المؤسسة وذلك من خلال مساهمته في تنفيذ الأهداف المسطرة وتوفير الموارد اللازمة لذلك، كونه بمثابة المحيط الذي يتحمل فيه الأفراد مسؤولياتهم، ففيه يُحدد دور كل فرد مما يؤدي إلى التزامهم بأعمالهم ونشاطاتهم الأمر الذي يؤدي إلى تسهيل عملية اتخاذ القرار.

✓ **المناخ التنظيمي:** يلعب المناخ التنظيمي دور في تحسين الأداء المالي للمؤسسة من خلال توفير مسؤولين يقومون باتخاذ القرارات المتعلقة بمدى تطبيق الأشخاص لمعايير الأداء، كما ويقوم بإعطاء صورة

أوضح عن التنظيم داخل المؤسسة عبر تزويد الأفراد بالمعلومات الكاملة حول مهامها، أهدافها، عملياتها وأنشطتها المرتبطة بالأداء.

✓ **حجم المؤسسة:** قد يكون لحجم المؤسسة تأثير سلبي وإيجابي في نفس الوقت على الأداء المالي، في حال ما إذا كان التأثير سلبي فهذا نتيجة الزيادة في حجم المؤسسة الأمر الذي يجعل الإدارة تواجه مجموعة من التعقيدات وبالتالي تدهور وضعها المالي، كما وقد يكون لهذه الزيادة أثر إيجابي إذ أنه كلما كانت هناك زيادة في حجم المؤسسة كلما ازداد عدد المحللين الماليين داخلها مما يوفر لها نشر المعلومات التي تخص بياناتها المالية بأقل سعر.

✓ **التكنولوجيا:** في الآونة الأخيرة عرفت التكنولوجيا انتشاراً واسعاً في دنيا الأعمال، كتكنولوجيا التحسن المستمر وتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب، إذ تحرص المؤسسة على الاستفادة من هذه التقنيات الحديثة بُغية تحقيق أهدافها، والتي بدورها تقوم بتخفيض التكاليف والمخاطر وكذا زيادة أرباحها الأمر الذي ينعكس إيجاباً على أدائها.

2. عوامل خارجية

تتلخص أهم العوامل الخارجية المؤثرة في الأداء المالي كما يلي (نوبلي، 2015، الصفحات 152-153):

➤ **السوق:** يعد السوق من العوامل الخارجية التي لها تأثير على الأداء المالي من ناحية قانون العرض والطلب، فكلما عرف السوق زيادة في الطلب كلما كان هناك ارتفاع في إيرادات المؤسسة وهو ما ينعكس إيجاباً على أدائها، والعكس صحيح، لذا فاستمرار نشاطها وبقائها في الوسط العملي يعتمد على الاستقرار والثبات في الطلب بحيث تكون قادرة على تحقيق أداء كافي يُمكنها من الوصول إلى مُبتغاها.

➤ **المنافسة:** إن المؤسسات التي تتمتع بالإمكانيات الكافية التي تجعلها أهلاً للصمود أمام المواجهات التنافسية تسعى جاهدة لتحسين صورتها ووضعها المالي من خلال تقديم الأفضل والعمل المجد والمستمر لتتماشى والظروف التنافسية وهو ما ينعكس إيجاباً على أدائها المالي، أما إذا كانت المؤسسة تفتقر للإمكانيات المطلوبة لمجابهة هذه التحديات فسيؤدي هذا لتدهور وضعها المالي وبالتالي يكون للمنافسة تأثير سلبي عليها.

➤ **الأوضاع الاقتصادية:** قد يكون للأوضاع الاقتصادية تأثيرات إيجابية وسلبية على الأداء المالي، ففي حال ما إذا شهد الاقتصاد أزمات أو حالات تضخم فلن يكون الأداء عن المستوى المطلوب، أما إذا ما كان هناك ارتفاع في الطلب الكلي أو دعم دولي للإنتاج فإن الأداء المالي سيكون في أفضل حالاته.

مما سبق، تبين لنا أن المؤسسة تعمل جاهدة لاستمرارية نشاطها وذلك بتحقيقها لمستوى جيد في أدائها رغم الظروف والمعوقات التي قد تواجهها، وهو الأمر الذي يدفع الأفراد على استثمار أموالهم فيها، قد تختلف المؤسسات في طريقة قياسها للأداء بعضها قد يعتمد على الأسلوب التقليدي، والبعض الآخر يفضل الطرق الحديثة لذلك.

المطلب الثالث: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم المواضيع التي كانت ولا تزال محور اهتمام الباحثين في مجال التمويل، حيث نجد أن هناك العديد من النظريات المفسرة لها، لعل أبرزها نظرية حيادية توزيع الأرباح، نظرية عصفور في اليد ونظرية الوكالة، وهو ما سنتطرق له في هذا المطلب.

الفرع الأول: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح Dividend Irrelevance Theory

وضعت هذه النظرية من قبل Miller & Modigliani سنة 1961 (جايد مشكور، 2018، صفحة 226)، والتي نصت على أن سعر سهم المؤسسة وتكلفة رأس مالها لا يتأثران بسياسة توزيع الأرباح، لاعتبار أن الأسلوب المتبع في استخدام الربح المحقق ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة إذ تتحدد هذه الأخيرة بإمكانية المؤسسة على توليد الربح من أصولها فقط (محمد حيدر، 2015، صفحة 62)، وتبعاً لهذه النظرية فإن حملة الأسهم لا يهتمون بالسياسة المنتهجة في المؤسسة عند رغبتهم بالاستثمار في أسهمها نتيجة لقدرتهم على تكوين سياسة توزيع عوائد ذاتية (قشطة، 2017، صفحة 21).

وعلى ضوء ما تقدم نستطيع القول أن نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح تحظى بالقبول في ظل ظروف التأكد التام والكفاءة الكاملة للأسواق المالية هذا قبل ظهور نظريات جديدة لسياسة التوزيعات التي تأخذ بعين الاعتبار الظروف المتاحة في الواقع العملي (جهاد، 2015، صفحة 187).

الفرع الثاني: نظرية عصفور في اليد Bird in the Hand Theory

تعرضت نظرية (M&M) للعديد من الانتقادات أبرزها الانتقاد الذي وجه للافتراض الذي قامت عليه النظرية (البراجنة، 2009، صفحة 31)، حيث يرى Myron Gordon أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بسياسة التوزيعات في ظروف التأكد التام (وصاف، 2016، صفحة 406)، كما يفترض أنه مع انخفاض أرباح الأسهم الموزعة يرتفع معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم باعتبارهم غير متأكدين من حصولهم على أرباح رأسمالية ناتجة عن الأرباح المحتجزة (باكرية و حفيظ شبايكي، 2018، صفحة 112)، مما يجعلهم يرغبون في الحصول على توزيعات نقدية بدلاً من أرباح رأس المال (Akif shah & Boreen, 2016, p. 463).

بالرغم من تضارب وجهات نظر Gordon و (M&M) إلا أنهما يتفقان في أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم في حالة واحدة فقط ألا وهي عند تساوي كل من معدل العائد المتوقع علا الاستثمار ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار، إذ يمثل سعر السهم في السوق حاصل قسمة ربحية السهم على العائد المطلوب، والذي يعكس المخاطرة التي تتعرض لها هذه الربحية، وبالتالي فإن القيمة السوقية

للسهم تعد محصلة للقرارات الاستثمارية وليس التمويلية وهو الأمر الذي يتفق مع فكرة (M&M) (ابراهيم نور، 2003، صفحة 46).

الفرع الثالث: نظرية الوكالة Agency Theory

طورت نظرية الوكالة من قبل (Jensen & Meckling (1976) (EBIRE, MUKHTAR, & ONMONYA, 2018, p. 291)، حيث نشأت علاقة الوكالة نتيجة فصل الملكية عن التسيير، نتيجة لاتساع نطاق المؤسسات وزيادة حجمها، إذ تعتبر الوكالة بمثابة عقد مبروم بين المالك الأصلي والمفوض له إذ يكلف بالقيام بتسيير المؤسسة عوضاً عنه، يركز هذا العقد على ضرورة قيام الوكيل بواجباته بما يتماشى ومصحة المالك مقابل حصوله على أجر مناسب، باعتبار أن المسيرين لهم القدرة الكافية للحصول على المعلومات المتعلقة بوضعية المؤسسة أكثر من المستثمرين مما يجعلهم قادرين على السعي وراء أهدافهم الشخصية بدل أهداف المستثمرين، وبهذا يصدر ما يسمى بتكلفة الوكالة التي يتحملها المستثمر لضمان تحقيق أهدافه (بريش و بدروني، 2013، صفحة 15).

تبعاً لنظرية الوكالة فإن المستثمرون يفضلون توزيعات الأرباح الحاضرة على عدم توزيعها وذلك لاعتقادهم بأنها قد تُحوّل إلى المصلحة الشخصية للمسيرين (Budagaga, 2017, p. 371).

الفرع الرابع: نظرية التفضيل الضريبي

طبقاً لنظرية التفضيل الضريبي يفضل المستثمرون استثمار أموالهم في تلك المؤسسات التي تلجأ لاحتجاز القسم الأكبر من أرباحها بدل توزيعها عليهم، والتي تقوم بتوزيع أرباح بمعدل أقل مقارنة بالتوزيع في شكل نقدي، حيث يقومون بدفع أعلى سعر للأسهم الصادرة عن هذا النوع من التوزيعات، نسبة لأن الضريبة على الأرباح الموزعة تكون أعلى من الأرباح الرأسمالية، وبذلك فإن إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في مشاريع استثمارية يؤدي لارتفاع معدل النمو، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم باعتبار أن الضريبة على توزيعات الأرباح تدفع بشكل فوري في حين لا يدفع المساهمون ضرائب على المكاسب الرأسمالية إلا في حال ما إذا قرر المساهم بيع السهم (بوكرومة، 2019، صفحة 136).

الفرع الخامس: نظرية تكاليف الصفقات

نصت هذه النظرية على إمكانية تحمل المؤسسة بعض التكاليف عند قيامها بتوزيعات، كما يمكن للمستثمر أيضاً تحمل تكاليف استثماره للأموال في المؤسسة والتي يحصل عليها في شكل توزيعات مستقبلاً، لذا فإن هذه النظرية ترى أنه باستطاعة المؤسسة تمويل استثماراتها من خلال أرباحها وأنه لا ضرورة للجوء

إلى التوزيعات إلا في حال مالم تُتاح لها فرصة استثمارية ملائمة، باعتبار أن المؤسسة التي تميل للتمويل الخارجي تسعى لتعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل عن طريق ما تم احتجازه من أرباح (بريش و بدروني، 2013، الصفحات 15-16).

الفرع السادس: نظرية الإشارة

ترى هذه النظرية بأن المعلومات التي بحوزة أصحاب الفائض وأصحاب العجز غير متطابقة، إذ أن أصحاب العجز يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، باعتبار أن هذه الفئة الأخيرة تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، بينما يبحث أصحاب العجز عن مصادر تمويل مثلى الأمر الذي يدفعهم لإرسال إشارات نوعية وكذلك كمية تثبت إمكانيتهم على التسديد مستقبلا (محمد حيدر، 2015، صفحة 68).

حاولنا من خلال هذا المبحث إعطاء لمحة عن سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، وذلك بالتطرق إلى المفاهيم الأساسية حول كل منهما، حيث قمنا بعرض بعض أنواع وطرق توزيع الأرباح المحققة من قبل المؤسسة في حال ما إذا قررت توزيعها، وقد تطرقنا كذلك إلى أهم محدداتها القانونية، التعاقدية والاقتصادية. تناولنا أيضا بعض المؤشرات الحديثة منها والتقليدية التي تساعد المؤسسة في قياس أدائها المالي، فكلما كان أداءها جيد كلما كان إقبال المستثمرين عليها كبير، كما بينا أهم العوامل المؤثرة فيه سواء كان ذلك داخل نطاق المؤسسة أو خارجها.

المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي

بعدما تم التطرق للإطار النظري لموضوع دراستنا، وُجِب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع، قصد مقارنتها مع دراستنا الحالية، من خلال إبراز أوجه التشابه والاختلاف فيما بينهم، حيث لقي موضوع سياسة توزيع الأرباح باهتمام كبير من الباحثين في مجال الإدارة المالية، وفي هذا الإطار قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب، ضم الأول الدراسات العربية، بينما خُصص الثاني للدراسات الأجنبية، أما المطلب الثالث والأخير أبرزنا فيه ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

حاولنا في هذا المطلب تقديم بعض الدراسات السابقة العربية التي تناولت موضوع سياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على الأداء المالي للمؤسسات، سنقتصر في السياق التالي على بعض مما تم تناوله:

الدراسة رقم 01: دراسة (قنون و دادان، 2019) بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية"، وهي عبارة عن مقال في "مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية"، العدد الرابع، المجلد رقم 5، ص 27.

سعت للكشف عن تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة، إضافة إلى التعرف على أكثر الأشكال تأثيراً عليها، ولتحديد هذا التأثير اعتمد الباحثين على 26 مؤسسة مسعرة في البورصة القطرية موزعة على مجموعة من القطاعات ما عدا القطاع المالي للفترة الممتدة من 2013 إلى 2016، حيث تم الاعتماد على برنامج Eviews8.0 لتقدير معاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط من أجل معالجة المعطيات التي تم التحصل عليها، تم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة التوزيع وقيمة المؤسسة، كما تبين لهما أن سياسة التوزيعات النقدية أكثر الأشكال تأثيراً في هذه القيمة.

الدراسة رقم 02: دراسة (قدام و ترفاس، 2019) بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة"، وهي عبارة عن مقال في "مجلة البشائر الاقتصادية"، العدد الثاني، المجلد رقم 5، ص 46.

هدفت إلى معرفة مدى تأثير القيمة السوقية للأسهم بسياسة توزيع الأرباح، مع اختبار محددات هذه الأخيرة وذلك على 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر داو جونز DJIA للفترة الزمنية 2007-2017، سعياً

منهما لتحقيق هذا الهدف تم استخدام تقنية البيانات المقطعية بانل ونموذج الأثر الثابتة (Fixed effect) والذي تم تقديره بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، خلصت الدراسة إلى أن كل من المتغيرات التالية DPS، EPS، الرفع المالي، حجم المؤسسة والربحية العملياتية لها تأثير إيجابي ذو معنوية على قيمة الأسهم السوقية، بينما كان للعائد على حقوق الملكية تأثير سلبي، إضافة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لكل المتغيرات المفسرة ما عدا معدل نمو الأصول وذلك راجع لعدم قدرته على تفسير التغيرات التي تطرأ على سعر السهم السوقية.

الدراسة رقم 03: دراسة (بوكرومة، 2019) بعنوان "أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، وهي "أطروحة دكتوراه"، بجامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي-الجزائر.

هدفت إلى معرفة أثر قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الصناعية المسعرة في سوق عمان للأوراق المالية (ASE)، وهذا من خلال إجراء دراسة على 62 مؤسسة مسعرة في ASE خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2018، استخدمت الباحثة برنامج STATA11 لتقدير معاملات الانحدار المتعدد كما استعانت بأسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Analysis لتفسير العلاقة بين المتغيرات، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القرار الاستثماري، سياسة توزيع الأرباح، حجم المؤسسة وفرص نموها والأداء المالي للمؤسسات، وعلاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والمخاطر وبين الأداء المالي للمؤسسات عينة الدراسة.

الدراسة رقم 04: دراسة (رشا، 2017) تحت عنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية"، وهي عبارة عن مقال في "المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية"، العدد الثالث، المجلد رقم 8، ص 310.

اختبرت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكل من الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالسوق المصري للأوراق المالية، وقد شملت عينة الدراسة 7 صناديق من صناديق الاستثمار المفتوحة المدرجة في السوق المصري للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 2006-2015، ومن أجل معالجة الموضوع تم الاعتماد على بيانات عوائد صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية حيث تم تحليلها إحصائياً باستخدام نموذج الانحدار البسيط، وبينت نتائج الدراسة وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية.

الدراسة رقم 05: دراسة (دادان و بديدة، 2012) بعنوان " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة"، عبارة عن مقال في "مجلة الباحث"، العدد العاشر، ص225.

استكشفت مدى تأثير أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 بسياسة توزيع الأرباح، واختبرت كذلك دراسة تأثير المحتوى المعلوماتي هذه السياسة على قيمة المؤسسات، شملت العينة 33 مؤسسة خلال الفترة ما بين 2007 و 2009 ولإثبات مدى صحة فرضيات الدراسة اعتمد الباحثين على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات، ومن أجل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 4، حيث توصلنا إلى عدم وجود تأثير كل من سياسة الأرباح المحتجزة (ربحية السهم) وإعادة شراء الأسهم، وأن التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح، كما تبين للباحثين بأنه لا وجود لأي تأثير للمحتوى المعلوماتي بهذه السياسة على قيمة المؤسسات.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

في هذا المطلب قمنا بتقديم بعض الدراسات السابقة الأجنبية التي كان موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات من أبرز اهتماماتها.

الدراسة رقم 06: دراسة (Lenny & Robert, 2019) بعنوان « The Relationship between Dividend Payout and Financial Performance: Evidence from Top 40 JSE Firms » مقال في « Journal of Accounting and Management »، العدد الثاني، المجلد رقم 9، ص5.

بحثت 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 E-views وكذا نموذج الأثر الثابت بناءً على اختبار Hausman، إضافة إلى ذلك استخدم الباحثان المربعات الصغرى المعممة (GLS) وذلك للحد من مشكلة التعدد الخطي والارتباط الذاتي، وخلصت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيعات الأرباح مع كل من الربحية والسيولة، كما تبين أن هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح مع صافي هامش الربح (NPM) وكل من الرافعة المالية، النمو وحجم المؤسسات.

الدراسة رقم 07: دراسة (E. Idewele & A. Murad, 2019) تحت عنوان « **Dividend Policy and Financial performance: a study of selected deposit money banks in NIGERIA** » عبارة عن مقال في « African Journal of Business Management », العدد السابع، المجلد رقم 13، ص 239. تمت 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 نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح والأداء المالي مع وجود علاقة سلبية بين ربحية السهم والأداء المالي.

الدراسة رقم 08: دراسة (Janan, A, 2019) تحت عنوان « **Financial Performance and Dividend Pay-out of Energy companies in Chittagong Stock Exchange of BANGLADESH** » عبارة عن مقال في « International Journal of Business Society », العدد رقم 12، المجلد رقم 3، ص 45.

تناولت العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لمؤسسات الطاقة المسعرة في بورصة CHITTAGONG لبنغلادش، شملت العينة خمس مؤسسات في قطاع الطاقة والبتترول للفترة الممتدة من 2009 إلى 2018، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات، وقد خلصت الدراسة إلى أن نسبة توزيع الأرباح تؤثر بشكل كبير على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة، كما كان للرافعة المالية علاقة إيجابية على الأداء المالي.

الدراسة رقم 09: دراسة (Kolawole & all, 2018) بعنوان « **Effect of dividend policy on the performance of listed oil and gas firms in NIGERIA** » عبارة عن مقال في « International Journal of Scientific and Research publications », العدد السادس، المجلد رقم 8، ص 289.

حاولت البحث عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح في أداء مؤسسات النفط والغاز المدرجة في السوق المالي النيجيري، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على تسع مؤسسات خلال الفترة 2007-2016، حيث استعان الباحثون ببرنامج STATA13 ونموذج الارتباط والانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، وأثبتت النتائج عن وجود أثر إيجابي لنسبة توزيع أرباح الأسهم والأرباح المحتجزة على ربحية السهم لمؤسسات النفط والغاز المدرجة في السوق المالي النيجيري.

« **الدراسة رقم 10: دراسة (Justus, 2018) بعنوان Effect of dividend policy on financial performance of commercial Banks listed at the NAIROBI Securities Exchange** عبارة مذكرة ماستر، في جامعة نيروبي.

هدفت إلى البحث عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للبنوك التجارية المسعرة في بورصة نيروبي لمدة خمس سنوات وذلك من 2013 إلى 2017، واعتمدت على نموذج الانحدار والارتباط لتحليل العلاقة التي تربط المتغيرات، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الأداء المالي للبنوك التجارية، إضافة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح والأداء المالي.

« **الدراسة رقم 11: دراسة (Abdur, 2018) بعنوان Effect of dividend policy in firm's performance: a case study of cement sector of PAKISTAN** عبارة عن مقال في SEISENSE « Journal of Management، العدد الخامس، المجلد رقم 1، ص 6.

تحققت مما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء المؤسسات قطاع الإسمنت في سوق باكستان للأوراق المالية، تم جمع البيانات المالية من التقارير السنوية لـ 19 مؤسسة من قطاع الإسمنت، تم استخدام ارتباط Pearson's لمعرفة العلاقة بين المتغيرات، أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين العائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة توزيع الأرباح (DPS)، ما يعني أنه من خلال الزيادة في توزيعات الأرباح لكل سهم يزداد العائد على حقوق الملكية للمؤسسات المدرجة، كما توصل الباحث إلى أنه توجد علاقة موجبة بين ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية.

« **الدراسة رقم 12: دراسة (Kanwal, M & Hameed, S, 2017) بعنوان The relationship between dividend and firm financial performance** عبارة عن مقال في « Research in Business and Management، العدد الأول، المجلد رقم 4، ص 5.

بحثت عن العلاقة بين توزيعات الأرباح النقدية والأداء المالي للمؤسسات الباكستانية، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من التقارير السنوية لعشرين مؤسسة في سوق باكستان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام 2008 إلى عام 2012، تم الاعتماد على برنامج STATA ونموذج الانحدار والارتباط لتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، أثبتت نتائج الدراسة أن لتوزيعات الأرباح النقدية أثر إيجابي على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة، كما تم التوصل إلى أن هناك ارتباط موجب بين كل من نسبة العائد وصافي الربح بعد الضريبة، إضافة إلى أن الارتباط بين عائد الأرباح والعائد على حقوق الملكية (ROE) كان ارتباط موجب وقوي، في حين كان ارتباطها مع العائد على الأصول (ROA) ارتباط موجب ضعيف قدر بـ 1,3.

الدراسة رقم 13: دراسة (Mwangi & all, 2017) بعنوان « **Financial performance and dividend policy** » عبارة عن مقال في « European Scientific Journal »، العدد رقم 28، المجلد رقم 13، ص 138.

هدفت إلى تحديد العلاقة بين الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح للمؤسسات المسعرة في بورصة NAIROBI، شملت الدراسة 31 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2015، تم الاعتماد على برنامج STAT13 للتحليل الإحصائي بالاستعانة بنماذج تحليل الانحدار الهرمي لتحديد هذه العلاقة، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إحصائية موجبة بين العائد على حقوق الملكية (ROA) وسياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى علاقة إيجابية أخرى بين كل من التدفقات النقدية التشغيلية ونسبة الأرباح النقدية الموزعة.

الدراسة رقم 14: دراسة (Issa, 2017) بعنوان « **Effect of dividend policy on financial performance of agricultural firms listed at the NAIROBI Securities Exchange** » مذكرة ماستر، في جامعة نيروبي.

سعت إلى تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الزراعية المدرجة في بورصة NAIROBI، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على سبع مؤسسات مدرجة للفترة الممتدة من 2007 إلى 2016، ومن أجل معالجة البيانات التي تم التحصل عليها تم استخدام برنامج SPSS2.0، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: وجود ارتباط قوي موجب بين نسبة توزيع الأرباح والأداء المالي، مع وجود علاقة إيجابية بين شكل دفع الأرباح وأداء المؤسسات، إضافة إلى وجود ارتباط عكسي بين كل من الرافعة المالية وحجم المؤسسات وبين الأداء المالي لها، علاوة على ذلك أثبتت النتائج عن وجود ارتباط قوي بين هيكل الأصول والأداء المالي.

الدراسة رقم 15: دراسة (Biza & Themba, 2016) بعنوان « **The relationship between dividend payout and firm financial performance: a study of Botswana listed companies** » عبارة عن مقال في « Archives of Business Research »، العدد الرابع، المجلد رقم 3، ص 33.

بحثت عن العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لـ 24 مؤسسة مدرجة في سوق بوتسوانا للأوراق المالية، اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من خلال التقارير السنوية لتلك المؤسسات، حيث تم استخدام نموذج الارتباط والانحدار المتعدد لتحديد هذه العلاقة، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT وتوزيعات الأرباح.

« الدراسة رقم 16: دراسة (CAROLINE, 2016) تحت عنوان **The effect of dividend policy on financial performance of firms listed on the NAIROBI Securities Exchange** » عبارة عن مذكرة ماستر، في جامعة نيروبي.

هدفت للتأكد من مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لـ 42 مؤسسة مدرجة في بورصة نيروبي NSE خلال الفترة 2006-2015، تم استخدام برنامج SPSS21.0 ونموذج الارتباط Karl Pearson's من أجل تحديد الارتباط بين متغيرات الدراسة، وتم التوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين أداء المؤسسة ونسبة توزيع الأرباح، إضافة إلى أن الارتباط بين الأداء المالي وشكل دفع أرباح الأسهم ارتبط موجب كونه يشير إلى أن الشكل الذي يتم به دفع الأرباح له تأثير إيجابي على الأداء المالي، كما توصلت الباحثة إلى أن العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للمؤسسة علاقة سلبية حيث ترتبط الزيادة في نسبة الرافعة المالية بالانخفاض في الأداء المالي.

« الدراسة رقم 17: دراسة (Yusuf, 2015) بعنوان **Dividend payout ratio and performance of deposit money banks in NIGERIA** » على شكل مقال في **International Journal of Advances in Management and Economics** العدد السادس، المجلد الرابع، ص 98.

سعت إلى اختبار مدى تأثير الأداء المالي على نسبة توزيع الأرباح لأربع بنوك مدرجة في السوق النيجيري للأوراق المالية خلال الفترة 2004-2013، تم الاعتماد على برنامج STATA11.2 ونموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحليل البيانات المتعلقة بالمتغيرات ذات الصلة للرافعة المالية والربحية، وأثبتت الدراسة أن نسبة توزيع أرباح الأسهم مرتبطة ارتباطاً سلبياً بين كل من رافعة البنوك وربحياتها، كما توصلت إلى أن نسبة توزيع الأرباح ترتبط بشكل عكسي بأداء البنوك عينة الدراسة.

« الدراسة رقم 18: دراسة (Tunde & Ayankunle, 2015) تحمل عنوان **Dividend policy on financial performance : a case study of selected registered firm in NIGERIA** » عبارة عن مقال في **Research Journal of Finance and Accounting**، العدد رقم 20، المجلد السادس، ص 1.

تمت على مستوى السوق المالي النيجيري، بهدف التحقق من العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وربحية المؤسسات وعائد السهم، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من التقارير السنوية لـ 25 مؤسسة مدرجة في السوق المالي النيجيري لسنة 2010، ولتحليل هذه البيانات استخدمت برنامج Eview ونموذج تحليل الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتوصلت إلى أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح للمؤسسات عينة الدراسة.

« **The effect of dividend policy on** عنوان دراسة (PETER, 2014) رقم 19: « **future financial performance of firms listed at the NAIROBI Securities Exchange** » وهي مذكرة ماستر، في جامعة نيروبي.

هدفت إلى قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي المستقبلي للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي النيجيري NSE خلال الفترة 2009-2013، شملت عينة الدراسة 43 مؤسسة واعتمدت على كل من نموذج Pearson ونموذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات التي تم جمعها، وخلصت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح الحالية ونمو الأرباح المستقبلية.

« **The relationship between dividend** بعنوان دراسة (TERESIAH, 2014) رقم 20: « **payout and financial performance: a study of listed companies in KENYA** » وهي عبارة عن مذكرة ماستر، في جامعة نيروبي.

حاولت تحديد العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على 30 مؤسسة مدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية (باستثناء القطاع البنكي و التأميني) وذلك خلال الفترة 2008-2012، وللكشف عن هذه العلاقة تم استخدام نموذج الانحدار الخطي، وقد بينت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين توزيع الأرباح وكل من ربحية وسيولة المؤسسة، كما أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية بين توزيعات الأرباح ونمو المبيعات والقيمة السوقية.

« **Dividend policy** تحمل عنوان دراسة (Priya & Nimalathasan, 2013) رقم 21: « **ratios and firm performance : a case study of selected hotels & restaurants in SRILANKA** » عبارة عن مقال في « **Global Journal of Commerce & Management** »، العدد السادس، المجلد الثاني، ص16.

سعت إلى محاولة تحديد العلاقة بين توزيع الأرباح وأداء المؤسسة، وذلك على عينة من الفنادق والمطاعم في سريلانكا للفترة الممتدة من عام 2008 إلى عام 2012، حيث تم الاعتماد على برنامج SPSS ونموذج الارتباط والانحدار المتعدد لتحليل البيانات المستخرجة من القوائم المالية الخاصة بهذه الفنادق والمطاعم، توصل الباحثان إلى أن لنسب سياسة توزيع الأرباح أثر كبير على جميع نسب الأداء المستخدمة باستثناء نسب العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، كما أثبتت الدراسة عن وجود ارتباط بين EPS و P/E و PB بشكل كبير مع عائد الاستثمار (ROI) عند مستوى 5%، مع وجود ارتباط بين P/E مع العائد على حقوق المساهمين (ROE) بشكل كبير عند مستوى 5%.

الدراسة رقم 22: دراسة (Uwuigbe & all, 2012) بعنوان **Dividend policy and firm performance: a study of listed firms in NIGERIA** والتي جاءت كمقال في **Dividend policy and firm performance: a study of listed firms in NIGERIA** and Management Information Systems، العدد الثالث، المجلد رقم 11، ص 442.

استهدفت اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح والأداء المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي النيجيري، كما هدفت إلى إيجاد العلاقة بين كل من هيكل الملكية وحجم المؤسسات وبين توزيعات الأرباح، شملت الدراسة 50 مؤسسة مدرجة خلال الفترة ما بين 2006 و 2010، ولتحقيق أهداف الدراسة استعان الباحثون بتحليل الانحدار والمربعات الصغرى العادية كأسلوب إحصائي لتحليل البيانات، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين أداء المؤسسات وبين توزيعات أرباحها، كما خلصت إلى وجود تأثير كبير لهيكل ملكية وحجم المؤسسات على توزيعات أرباحها.

الدراسة رقم 23: دراسة (Timothy & Ochuodho, 2012) تحمل عنوان **The relationship between dividend policy and firm performance: a study of listed companies in KENYA** عبارة عن مقال في « European Scientific Journal »، العدد التاسع، المجلد الثامن، ص 199.

بحثت عن العلاقة بين توزيع الأرباح والأداء المالي لـ 41 مؤسسة مسعرة في سوق نيروبي للأوراق المالية، اعتمد الباحثان على البيانات المستخرجة من التقارير السنوية لهذه المؤسسات لمدة تسع سنوات وذلك خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2010، كما استعانا بنموذج الانحدار لتحديد العلاقة بين توزيع الأرباح وأداء المؤسسات، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسات، وأوضحت أن توزيع الأرباح كان له تأثير كبير على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة NAIROBI.

الدراسة رقم 24: دراسة (Samuel & Edward, 2011) بعنوان **Dividend policy and bank performance in GHANA** عبارة عن مقال في **International Journal of Economics and Finance**، العدد الرابع، المجلد الثالث، ص 202.

هدفت إلى استكشاف العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأداء البنوك في السوق المالي الغاني، ولتحقيق ذلك تم استخدام البيانات المستخرجة من القوائم المالية لـ 16 بنك تجاري في غانا لمدة خمس سنوات من 1999 إلى 2003، حيث استعانت الدراسة ببرنامج STATA بناء على اختبار مواصفات Hausman لتحليل البيانات المتحصل عليها من إدارة الرقابة المصرفية لبنك غانا، وقد توصلت إلى أن متوسط الأرباح الموزعة

من البنوك بلغ 24.65% خلال فترة الدراسة، وبالتالي تُبَيِّنُ أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء البنوك المدرجة.

الدراسة 25: دراسة (Mohammed, 2007) بعنوان « How does dividend policy affect firm performance? a GHANAIN case » عبارة عن مقال في « Innovations العدد الثاني، المجلد الرابع، ص 103.

بحثت 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، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول (ROA) من جهة، وبين سياسة توزيع الأرباح ونمو المبيعات من جهة أخرى، كما تم التوصل إلى وجود ارتباط سلبي بين نسبة توزيع الأرباح والرافعة المالية للمؤسسات المختارة.

المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

بعدما تم التطرق لبعض الأدبيات السابقة باللغة العربية والأجنبية والتي اهتمت بدراسة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي، سنحاول في النقطة الموالية إبراز نقاط التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

بعد اطلاعنا على الأدبيات السابقة اتضح لنا أن هناك أوجه تشابه واختلاف بين دراستنا هذه والدراسات سألفة الذكر، حيث أنها تسعى لمعرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات، وتحديد العلاقة بينهما، وذلك باعتماد أن كل دراسة لطريقة خاصة في كيفية معالجة الموضوع، إضافة إلى وجود تشابه في طرق وأدوات تحليل البيانات المعتمدة والمتعلقة بالمؤسسات المدرجة في البورصة كما هو الحال بالنسبة لدراستنا، هذا وقد لاحظنا أن أغلب الدراسات جرت على مستوى السوق النيجيري والنيروبي للأوراق المالية.

بالرغم من وجود نقاط تشابه إلا أنه توجد اختلافات وفروق جوهرية أيضا فيما يتعلق بالبيئة التي تمت فيها دراستنا الحالية مقارنة بالدراسات السابقة، وكذا متغيرات الدراسة والفترة الزمنية، إذ نجد أن معظم الدراسات بحثت حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة، بينما تبحث هذه الدراسة عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات، قد نجد بعض الدراسات (العربية

خاصة) اعتمدت على أسلوب الاستبانة فيما يتعلق بالعلاقة بين كل من سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، بينما ستحاول هذه الدراسة الاعتماد على أسلوب Panel Data وهذا لتوضيح أكثر شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيرا على الأداء المالي للمؤسسات وهو الأمر الذي ميزها عن سابقها.

الجدول رقم (1-1): مقارنة الدراسات العربية

الدراسة	الحدود المكانية والزمنية للدراسة	المتغير المستقل	المتغير التابع	الأسلوب والنموذج الإحصائي	أهم النتائج
(قنون و دادان، 2019)	26 مؤسسة مدرجة في البورصة القطرية خلال الفترة 2013 - 2016	التوزيعات النقدية، التوزيعات في شكل أسهم، الأرباح المحتجزة	القيمة السوقية للمؤسسة	نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، برنامج Eviews8.0	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة
(قدام و ترفاس، 2019)	30 مؤسسة مدرجة في مؤشر داوجونز DJIA خلال الفترة 2007-2017	الربح الموزع للسهم، ربحية السهم	السعر السوقي للسهم	نموذج Fixed effect والذي تم تقديره بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى	وجود دلالة إحصائية لكل المتغيرات ما عدا متغير معدل نمو الأصول
(بوكرومة، 2019)	62 مؤسسة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2000 إلى 2018	LEV، Invst، DIV	ROA، ROE، MTB	نماذج الانحدار المتعدد، Panel Data Analysis، برنامج Stata11	وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي وكل من القرار الاستثماري، سياسة توزيع الأرباح، حجم المؤسسة وفرص نموها

وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على كل من الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار	نموذج الانحدار البسيط	القيمة السوقية لوثائق الاستثمار	نسبة إجمالي العوائد إلى القيمة الإسمية	7 صناديق استثمار بالبورصة المصرية خلال الفترة 2006-2015	(رشا، 2017)
وجود تأثير سلبي لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة؛ عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، برنامج Eviews4	قيمة المؤسسة	BPA، DPA، إعادة شراء الأسهم	33 مؤسسة منتمية لمؤشر CAC40 لبورصة باريس خلال الفترة 2007-2009	(دادان و بديدة، 2012)

الجدول رقم (1-2): مقارنة الدراسات الأجنبية

أهم النتائج	الأسلوب والنموذج الإحصائي	المتغير التابع	المتغير المستقل	الحدود المكانية والزمانية	الدراسة
وجود علاقة موجبة بين DPR وكل من هامش الربح الصافي، الرافعة المالية، نمو وحجم المؤسسات	نموذج المربعات الصغرى المعممة، برنامج E-views	DPR	الرافعة المالية، نمو المؤسسة، الحجم، هامش الربح الصافي والسيولة	40 مؤسسة مدرجة في بورصة JSE خلال الفترة 2010-2015	(Lenny & Robert, 2019)
وجود علاقة موجبة بين سياسة توزيع	نموذج المربعات الصغرى المتجمعة،	DPR، ربحية	ROE	15 بنك مدرج في بورصة نيجيريا للفترة	(E. Idewele & A. Murad, 2019)

الأرباح والأداء المالي	نموذج Panal Data	السهم		2014-2009	
لسياسة توزيع الأرباح تأثير كبير على الأداء المالي للمؤسسات	نموذج الانحدار المتعدد	ROA	DPR ،SIZE و الرافعة المالية	5 مؤسسات مدرجة في بورصة Chittagong للفترة 2009- 2018	(Janan, A, 2019)
تأثر كل من نسبة توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة للمؤسسة تأثير إيجابي على ربحية السهم	نموذج الارتباط والانحدار المجمع، برنامج STATA13	EPS	DPR، ربحية السهم والأرباح المحتجزة	9 مؤسسات مدرجة في البورصة النيجيرية للفترة 2016-2007	(Kolawole & all, 2018)
يتأثر الأداء المالي للبنوك التجارية بسياسة توزيع الأرباح	نموذج الانحدار والارتباط	ROA	DPR، سعر الفائدة والرافعة المالية	البنوك التجارية المدرجة في NSE للفترة 2017-2013	(Justus, 2018)
وجود علاقة موجبة بين ROE و DPS؛ وجود علاقة موجبة بين ربحية السهم و ROE	نموذج Pearson's	ROE	،DPS ،EPS SIZE والرافعة المالية	19 مؤسسة مدرجة في البورصة الباكستانية للفترة 2016-2012	(Abdur, 2018)
وجود أثر موجب لتوزيعات الأرباح النقدية على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة	نموذج الارتباط والانحدار، Panel data ،approach برنامج STATA	،ROA NP ،ROE	DPR	20 مؤسسة مدرجة في بورصة Karachi للفترة 2012-2008	(Kanwal, M & Hameed, S, 2017)
وجود ارتباط مباشر	نموذج الانحدار	،DPR	،ROE	31 مؤسسة	(Mwangi & all,

ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والـ ROE	الهرمي، برنامج STATA13	PES	التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للمؤسسة	مدرجة في السوق النيروبي للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2005 إلى 2015	(2017)
وجود ارتباط قوي موجب بين الأداء المالي للمؤسسات والـ DPR	برنامج SPSS2.0	ROA	DPR، شكل توزيع الأرباح	7 مؤسسات مدرجة في السوق النيروبي للأوراق المالية للفترة 2007-2016	(Issa, 2017)
وجود علاقة موجبة بين صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة وتوزيعات أرباح المؤسسة	نموذج الارتباط والانحدار المتعدد	DPR	NOPAI	24 مؤسسة مدرجة في سوق بوتسوانا للأوراق المالية لمدة 5 سنوات	(Biza & Themba, 2016)
وجود علاقة موجبة بين الأداء المالي للمؤسسات و نسبة توزيع الأرباح DPR	نموذج الارتباط الخطي، نموذج Pearson's، برنامج SPSS21.0	ROA	DPR، DPS، SIZE، الرافعة المالية، تاريخ وشكل توزيع الأرباح	42 مؤسسة مدرجة في السوق النيروبي للأوراق المالية للفترة 2006-2015	(CAROLINE, 2016)
وجود ارتباط عكسي بين نسبة توزيع الأرباح وأداء البنوك	نموذج الارتباط والانحدار المتعدد، برنامج STATA11.2	ROE والرافعة المالية	DPR	4 بنوك مدرجة في السوق النيجيري للأوراق المالية للفترة 2004-2013	(Yusuf, 2015)

وجود ارتباط موجب بين الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح للمؤسسات عينة الدراسة	نموذج تحليل الانحدار المتعدد	الأصول الثابتة والعائد على رأس المال العامل	EPS، توزيعات الأرباح	25 مؤسسة مدرجة في السوق النيجيري للأوراق المالية لسنة 2010	(Tunde & Ayankunle, 2015)
وجود علاقة موجبة بين توزيعات الأرباح الحالية ونمو الأرباح المستقبلية	نموذج الانحدار المتعدد، نموذج Pearson	Distr و RE	؛CACC ؛NI NCACC و ΔC	43 مؤسسة مدرجة في السوق النيجيري للأوراق المالية للفترة 2009-2013	(PETER, 2014)
وجود علاقة موجبة بين نسبة توزيع الأرباح وكل من ربحية وسيولة المؤسسات	نموذج الانحدار الخطي	DPR Growth	القيمة السوقية، التدفقات النقدية والربحية	30 مؤسسة مدرجة في بورصة NSE للفترة 2008-2012	(TERESI AH, 2014)
تؤثر نسب سياسة توزيع الأرباح تأثير كبير على نسب الأداء المالي	نموذج الارتباط والانحدار المتعدد، برنامج SPSS	EPS، EPR، DPR والقيمة السعرية	ROE، ROA	مجموعة من المطاعم والفنادق في سريلانكا للفترة 2012-2008	(Priya & Nimalathasan, 2013)
وجود علاقة موجبة بين توزيعات أرباح المؤسسة وأرباحها؛ وجود تأثير كبير لكل من هيكل الملكية وحجم المؤسسة على توزيعاتها	نموذج المربعات الصغرى العادية	DPR	SIZE، ROE وهيكل الملكية	50 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة 2010-2006	(Uwui gbe & all, 2012)
وجود علاقة موجبة	نموذج الانحدار	صافي	الأرباح	41 مؤسسة	(Timothy &

بين كل من سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي		الربح بعد الضريبة	الموزعة فعليا، إجمالي الأصول والإيرادات	مدرجة في بورصة نيروبي للفترة 2002-2010	Ochuodho , 2012)
لسياسة التوزيعات تأثير على البنوك	برنامج STATA بناء على اختبار مواصفات Hausman	ROEEBIT	DPR	16 بنك تجاري في غانا للفترة 2009-2014	(Samuel & Edward, 2011)
وجود علاقة موجبة بين العائد على الأصول وبين سياسة توزيعات الأرباح والنمو	نموذج المربعات الصغرى العادية	قيمة المؤسسة	ROE، ROA، Tobin's Q	25 مؤسسة مدرجة في بورصة GSE للفترة 1997-2004	(Mohammed, 2007)

بعد تطرقنا بشكل موجز إلى أهم ما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، خصصنا هذا المبحث لعرض أحدث وأهم الدراسات العربية منها والأجنبية التي تناولت موضوع دراستنا، خاصة فيما يتعلق بالدراسات الأجنبية وركزنا أكثر على الدراسات الأجنبية والتي كان لمعظمها هدف مشترك مع الدراسة الحالية، قصد إبراز أهم نقاط التشابه والاختلاف بينهم.

خلاصة الفصل:

بحث هذا الفصل عن العلاقة النظرية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، حيث تم التوصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر أحد أهم السياسات التمويلية نظراً لعلاقتها المباشرة بحملة الأسهم، حيث تتمثل هذه السياسة في ذلك القرار الذي تتخذه المؤسسة بتقسيم الأرباح المحققة ما بين أرباح موزعة على المساهمين، وبين أرباح محتجزة بغرض إعادة استثمارها، وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي. كما تبين لنا من خلال هذا الفصل أن المساهمين يفضلون احتجاز المؤسسة لأرباحها عوض توزيعها عليهم.

نظراً للاهتمام الكبير للباحثين في الإدارة المالية حول ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الأداء المالي، ظهرت مجموعة من النظريات التي جاءت بهدف تفسير هذه العلاقة، لعل أبرزها نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح لكل من M&M التي خلصت أنه لا وجود لأي علاقة بين كل من سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، وهو ما جعلها تتعرض للعديد من الانتقادات، من أهمها نظرية عصفور في اليد لـ Myron Gordon الذي يرى أنه هناك علاقة مباشرة بينهما، كما تناولنا بعض الدراسات المهمة التي درست العلاقة التي تجمع بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي العربية منها والأجنبية، حيث قمنا بتلخيصها وبيان أوجه تشابهها واختلافها مع الدراسة الحالية.

بعدما تناولنا الجانب النظري للدراسة، وُجب علينا التطرق للجانب التطبيقي والذي يدرس ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على مؤشرات الأداء المالي، وهذا ما سنوضحه في الفصل التالي.

**الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع
الأرباح على مؤشرات الأداء المالي
للمؤسسات محل الدراسة**

تمهيد :

تم التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية المتعلقة بكل من سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وكذا الأدبيات التطبيقية التي تناولت بشكل مباشر موضوع الدراسة، نحاول في هذا الفصل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة الكويت، والتي حلت محل سوق الكويت للأوراق المالية، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة، سنقوم باختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي للمؤسسة، وذلك بالاستعانة بنماذج بيانات السلال المقطعية Panel data.

نهدف من خلال هذا الفصل تقديم لمحة عن بورصة الكويت، المؤشر الخاص بها، وعرض ملخص لأداء البورصة خلال فترة الدراسة في المبحث الأول، بينما سنتناول في المبحث الثاني اختبار وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بتقديم بورصة الكويت والحالة المدروسة، وكذا متغيراتها مع إبراز الأدوات الإحصائية التي تم الاعتماد عليها لقياسها وتحديد العلاقة بين كل منها، وهذا ما جعلنا نقسم المبحث إلى مطلبين.

المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة

قسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة فروع، يضم الأول تقديم لبورصة الكويت وهذا لإعطاء نبذة عن البورصة، أما الفرع الثاني فتطرقنا فيه للحالة المدروسة، في حين خصصنا الفرع الثالث والأخير لتحديد متغيرات الدراسة وإبراز طرق قياسها.

الفرع الأول: تقديم بورصة الكويت

تضم بورصة الكويت مجموعة من المؤسسات بمختلف أنواعها وقطاعاتها، وعليه سنقوم فيما يلي بتقديم نبذة حول البورصة.

1. نبذة حول بورصة الكويت (بورصة الكويت):

تأسست بورصة الكويت في 21 أبريل من عام 2014م بموجب قرار مفوضي هيئة أسواق المال رقم 37/2013 المؤرخ 20 نوفمبر 2013، وقد حلت بورصة الكويت محل سوق الكويت للأوراق المالية وأصبحت البورصة الرسمية لدولة الكويت اعتباراً من 25 أبريل 2016. وضعت بورصة الكويت منذ إنشائها استراتيجية لتحقيق المهام المنوطة بها من أجل تطوير وضع السوق بشكل عام بما يتفق مع المعايير الدولية، وقد تعاملت بجدية مع احتياجات السوق، وعملت على توفير الأدوات الاستثمارية وإعادة هيكلة السوق لرفع قدرته التنافسية وزيادة السيولة، وتعزيز الشفافية والإدارة، وتدعيم ثقة المستثمرين وجذب الاستثمارات ورؤوس الأموال.

ولهذا، ونتيجة لإصلاحات السوق العديدة طويلة الأمد التي تم تنفيذها على مدار الأعوام السابقة، فقد حققت بورصة الكويت مجموعة من الإنجازات الكبيرة التي تفتخر بها، والتي خلقت مكانة متميزة للسوق الكويتي بين أسواق المنطقة، وكان أحدثها وأبرزها ذلك الإنجاز الذي تحقق بإعادة تصنيف سوق رأس المال

الكويتي "كسوق ناشئة" في أكبر مرجع لمؤشرات الأسهم، وذلك بناء على قرار مؤسسة ستانلي للأسواق الناشئة الذي أعلنته في جوان 2019، ويأتي ذلك بعد إدراج الكويت في مؤشرات الأسهم العالمية اس اند بي داو جونز ضمن تصنيف الأسواق الناشئة في ديسمبر 2018، وفي مرجع مؤشر فوتسي راسل للأسواق الناشئة في سبتمبر 2017.

علاوة على ذلك، فإن إصلاحات البورصة الكويتية المستمرة مهدت الطريق أمام إجراء عدد كبير من التحسينات التنظيمية والتشغيلية في سوق الأسهم الكويتية. وبناء على ذلك، قدمت بورصة الكويت العديد من المنتجات والخدمات للمتعاملين والمصدرين والمستثمرين على حد سواء، بما في ذلك إصدار كتاب القواعد الجديد، الذي ساعد المؤسسة على تقسيم السوق إلى ثلاثة أسواق تتمثل في: السوق الأول، السوق الرئيسي وسوق المزادات.

ويعد نجاح خصخصة بورصة الكويت والذي تم في فيفري 2019 نتوجا لكافة المجهودات التي بذلتها البورصة خلال الفترة الماضية، ومن المتوقع أن تعزز هذه الخطوة موقع الدولة كمركز مالي إقليمي بالتوازي مع استراتيجية تطوير دولة الكويت 2035 الجديدة.

❖ مهام والتزامات البورصة

تجتهد بورصة الكويت لتفعيل منصة فعالة ونزيهة للتداول المالي، منصة تتمتع بشفافية عالية وتكون قادرة على تقديم الخدمات المالية الاستثمارية بكفاءة لكافة الأصول الاستثمارية باختلاف أنواعها، مع التركيز على مصلحة العملاء من خلال الارتقاء بجميع الخدمات التي تقدمها، مع الالتزام بما يلي (كتاب قواعد بورصة الكويت):

- أن تضمن وجود سوق أوراق مالية يتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة؛
- أن تضمن وجود إدارة واعية للمخاطر المتعلقة بأعمالها وعملياتها؛
- أن تقدم المصلحة العامة المعللة في حال تعارضها مع مصلحة البورصة أو أعضائها أو مساهمها أو إدارتها؛
- أن تلتزم بتقديم وتشغيل خدماتها وفق القواعد واللوائح التي تقرها الهيئة؛
- أن تلتزم بتنظيم عملياتها ومعايير ممارستها وسلوك أعضائها طبقاً للقواعد والسياسات والإجراءات الخاصة بالبورصة؛
- أن تلتزم بتنظيم عمليات ومعايير ممارسات المؤسسات المدرجة لديها وموظفيها طبقاً للوائح المنظمة لذلك؛

- أن تلتزم بتقديم خدماتها وفق أحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية بما يتوافق والمعايير الدولية المعتمدة من الهيئة أو تلك التي تقررها؛
- أن تحافظ على سرية كل المعلومات الموجودة في حوزتها فيما يتعلق بأعضائها وعملائها ومصدرها باستثناء ما يوجب عليها القانون أو اللائحة أو هذه القواعد نشرها أو الإفصاح عنها، ولا يجوز لها أن تفصح عن هذه المعلومات إلا للهيئة أو بأمر منها أو بأمر من القاضي؛
- الالتزام بالتعليمات التي تصدرها الهيئة.

❖ أهداف البورصة

تعمل البورصة وفق أحكام القانون واللائحة، وتهدف - على الأخص- إلى الآتي (كتاب قواعد بورصة الكويت):

- العمل على حماية التعامل في الأوراق المالية في نطاق صلاحياتها؛
- تنمية الروابط بين الأسواق والمنظمات المحلية والإقليمية والعالمية لمواكبة أفضل المعايير المطبقة في أسواق المال؛
- المساهمة مع الجهات المختصة في تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة؛
- العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد.

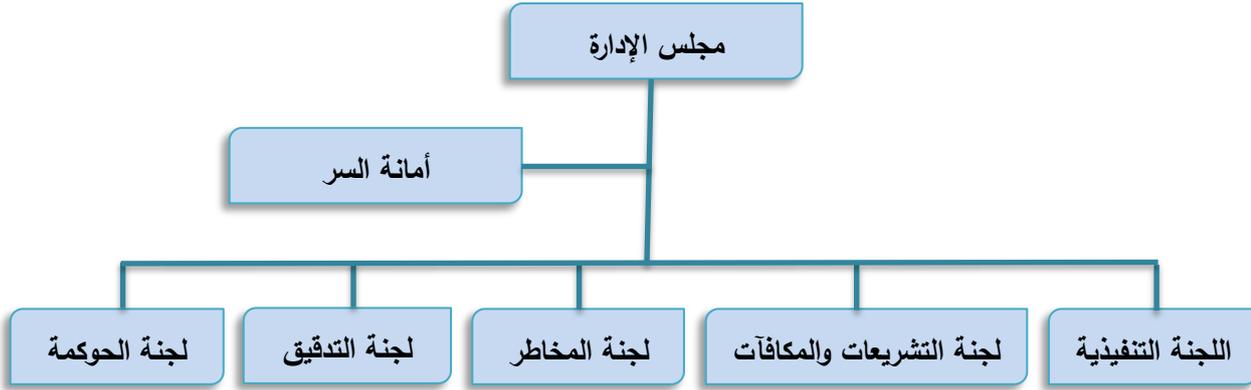
❖ هيكل مجلس إدارة بورصة الكويت

يتكون مجلس الإدارة من ثمانية أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة لبورصة الكويت لمدة ثلاث سنوات، إذ يتألف المجلس من خمسة أعضاء غير تنفيذيين، وثلاثة أعضاء مستقلين.

يمتاز هيكل مجلس إدارة بورصة الكويت وبصورة جماعية بهيكل رصين يتناسب مع طبيعة ونشاط البورصة، إذ يتسم تشكيل المجلس بالتنوع في الخبرات والمؤهلات لأعضاء مجلس الإدارة ومعرفتهم في قطاع أسواق المال، متضمنا ذلك الإلمام بالجوانب القانونية، الحوكمة، الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر، الإدارة المالية والتخطيط الاستراتيجي. من خلال الشكل أدناه نرى بأن مجلس إدارة البورصة ينبثق من خمس لجان وهم: اللجنة التنفيذية، لجنة الترشيحات والمكافآت، لجنة المخاطر، لجنة التدقيق ولجنة الحوكمة

.(boursa_ipo.pdf)

الشكل رقم (1-2): هيكل مجلس إدارة بورصة الكويت



المصدر: (boursa_ipo.pdf)

- **اللجنة التنفيذية:** تتولى اللجنة مسؤوليتها كـلجنة إشرافية بمراجعة سير إنجاز استراتيجية البورصة وخطة العمل الخاصة بها، بالإضافة إلى الإشراف على كافة المشاريع الاستراتيجية للبورصة المرتبطة بإطار عملها التشغيلي.
- **لجنة الترشيحات والمكافآت:** تتحمل اللجنة مسؤولية تقديم توصيات بتعيين أعضاء مجلس الإدارة وإعادة الانتخاب في الجمعية العامة، هذا بالإضافة إلى عمل التقييم الذاتي السنوي لأداء أعضاء مجلس الإدارة، كما تتولى اللجنة مسؤولية مراجعة مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وفقاً للأهداف الاستراتيجية طويلة الأجل الخاصة بالبورصة، بالإضافة إلى المهام المتعلقة بترشيح الوظائف واجبة التسجيل وفقاً لتعليمات هيئة أسواق المال.
- **لجنة إدارة المخاطر:** تتولى اللجنة مسؤولية مساعدة المجلس في القيام بمسؤولياته اتجاه إدارة المخاطر من خلال تقييم ومتابعة إطار المخاطر ونزعة المخاطر واستراتيجية المخاطر التي تتوافق واستراتيجية البورصة.
- **لجنة التدقيق:** تقوم اللجنة بدورها الرقابي والمتمثل في مساندة مجلس الإدارة في الرقابة والإشراف على كفاءة واستقلالية عمليات التدقيق الداخلي والخارجي للبورصة بالإضافة إلى الإشراف على إعداد البيانات المالية الدورية وتقارير مراجعة نظم الرقابة الداخلية.
- **لجنة الحوكمة:** تتولى اللجنة مسؤولية التأكد من أن البورصة تقوم باتباع وتطبيق منظومة الحوكمة على أكمل وجه، بالإضافة لمساندة المجلس ولجانه في الإشراف على بناء وتطوير منظومة الحوكمة وفقاً لتعليمات هيئة أسواق المال والممارسات الرائدة.

2. مؤشر بورصة الكويت (مؤشرات بورصة الكويت)

مؤشر السوق الرئيسي 50 (Bursa Kuwait Main Market 50 Index) يعتبر مؤشر وزني للسوق الرئيسي والذي يتكون من 50 مؤسسة من حيث أعلى قيمة سيولة في السوق الرئيسي، حيث أن بورصة الكويت تعتمد على جملة من المعايير لإدراج المؤسسات ضمن هذا المؤشر، بحيث يتم إدراج أو خروج المؤسسات من المؤشر بناءً على احتساب متوسط القيمة اليومية المتداولة للمؤسسة المدرجة (ADTV) ويتم نشرها مع نتائج المراجعة السنوية لتقسيم السوق وذلك في ثاني يوم أحد من شهر جانفي، يتم احتساب المؤشر الوزني بمنهجية العائد سعري وفق المادة (8-10-1) من كتاب قواعد البورصة، كما تتم مراجعة مكونات المؤشر بشكل سنوي، ويتم الإعلان عن نتائج المراجعة في ثاني يوم أحد من الشهر الأول في السنة، على أن تصبح سارية المفعول اعتباراً من ثاني يوم أحد من الشهر الذي يليه (فيفري).

تدرج المؤسسات ضمن مؤشر السوق الرئيسي 50، وفقاً للمعايير التالية:

- أن تكون المؤسسة مدرجة في السوق الرئيسي؛
- أن تكون المؤسسة ضمن أعلى 50 مؤسسة من حيث متوسط القيمة المتداولة اليومية (ADTV)؛
- أن تتم مراجعة المؤشر سنوياً.

حيث تتم مراجعة المؤسسات في يوم التداول الأخير من شهر ديسمبر.

الجدول رقم (2-1): معلومات عن مؤشر بورصة الكويت

الترقيم الدولي (ISIN)	KW0IN0000200
رقم المؤشر	BKM50
الاسم المختصر	الرئيسي 50
الاسم باللغة العربية	مؤشر السوق الرئيسي 50
الاسم باللغة الإنجليزية	Bursa Kuwait Main Market 50
القيمة الأساسية	5000
العملة	دينار كويتي
الوصف	مؤشر وزني ذو عائد سعري، يضم أكثر من مؤسسة من حيث متوسط القيمة اليومية المتداولة في السوق الرئيسي

المصدر: (مؤشرات بورصة الكويت)

3. ملخص أداء بورصة الكويت للفترة 2019/2013

• تطور مؤشر البورصة خلال فترة الدراسة

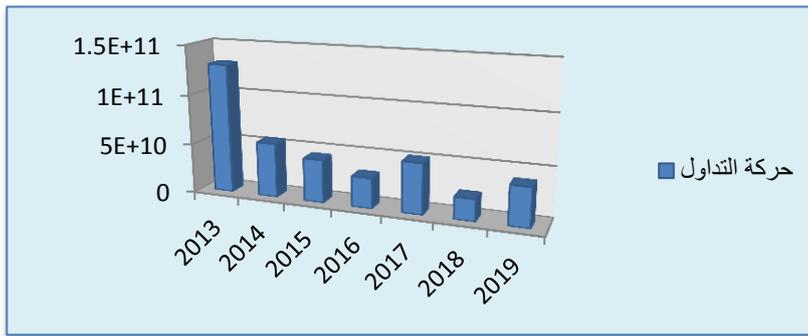
عرف مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية تذبذبات نسبية خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019، وذلك لعدم استقراره عند مستوى معين، حيث بلغ أعلى مستوياته في تاريخ 2013/12/31 بما يقدر بـ 7.549,52 نقطة مقابل 5.934,3 نقطة في سنة 2012 مسجلاً بذلك ارتفاع نسبته 27,2% أي ما يعادل 1.615,24 نقطة، كما وأُقل المؤشر الوزني للسوق بدوره على نمو جيد نسبياً في 2013 عند مستوى 452,86 نقطة مقابل 417,65 نقطة في السنة الماضية ما يعني أنه ارتفع بمقدار 35,21 نقطة بنسبة 8,4%، في نهاية 2014 سجل مؤشر السوق تراجع قدر بـ 1.013,8- نقطة ليسجل بذلك 6.535,72 نقطة أي بنسبة 13,43%- مقارنة بسنة 2013، وهو ما عرفه أيضاً المؤشر الوزني للسوق فقد سجل 438,88 نقطة أي انخفاض بنسبة 3,1%- عن السنة السابقة، واستمر مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية على هذا الحال حيث سجل في نهاية 2015 انخفاض قدره 920,6- نقطة مقارنة بسنة 2014 ليصل بذلك عند مستوى 5.615,12 نقطة، كما هو الحال بالنسبة للمؤشر الوزني للسوق الذي انخفض بدوره بما يقدر بـ 57,18- نقطة عن السنة السابقة ليلعب بذلك 381,7 نقطة، أما في تاريخ 2016/12/31 فقد عرف المؤشر السعري IXP للسوق ارتفاعاً نسبته 2,4% حيث سجل 5.748,09 نقطة مقارنة بسنة 2015، بينما سجل مؤشر الكويت 15 في نفس السنة سابقة الذكر تراجع بلغت نسبته 1,7% ليصل بذلك إلى 885,02 نقطة.

في سنة 2017 حققت بورصة الكويت نجاح فيما يتعلق بخطة التحول والانتقال من مهمة تشغيل سوق الأسهم المحلي إليها، وهو ما تعكسه النتائج المالية والتي تعتبر كدليل على الثقة التي وضعها المستثمرون والجهات المعنية منذ توليها مسؤولية السوق في الأول من شهر أكتوبر 2016، كما وحققَت البورصة صافي ربح بلغ 4,08 مليون دينار كويتي لتعيد السوق المحلي إلى الربحية من صافي الخسارة في سنة 2016 والتي بلغت 205 ألف دينار كويتي، هذا وقد بلغ المؤشر الوزني للسوق 401 نقطة. في 2018/12/31 بلغ مؤشر السوق العام أدنى مستوياته خلال فترة الدراسة، حيث أُقل عند مستوى 5.079,56 نقطة، في حين عرف مؤشر السوق الأول ارتفاع قدر بـ 9,9% ليصل بذلك إلى 5.267,36 نقطة، على العكس من ذلك فقد سجل مؤشر السوق الرئيسي انخفاضاً قدره 1,85% ليلعب بذلك 4.738,56 نقطة في نهاية 2018.

• ملخص التداول خلال فترة الدراسة

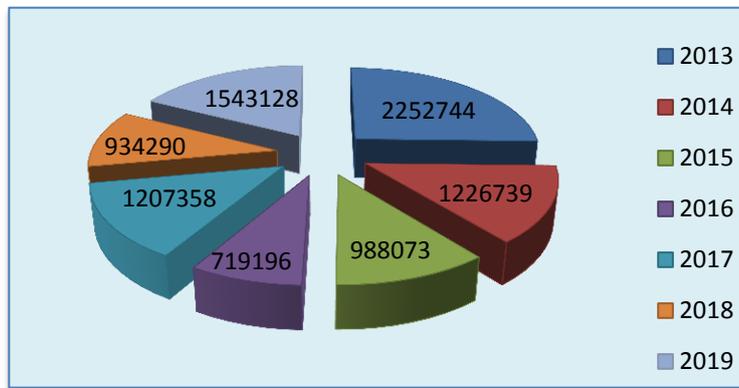
شهدت سنة 2013 انتعاشا جيدا في حجم التداول والذي به سجلت أكبر عدد للأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 129.921.339.269 مليون سهم مقابل 82.805.671.522 مليون سهم في السنة السابقة أي بارتفاع كانت نسبته 56,8% بقيمة نقدية بلغت 11.389.419.337 مليون دينار كويتي بارتفاع قدره 56,8% موزعة على 2.252.744 مليون صفقة مقابل 1.204.934 مليون صفقة أي بارتفاع قارب نسبته 86,95% مقارنة بسنة 2012، كما بلغت القيمة السوقية للمؤسسات المسجلة في السوق 31.154.779.721,471 مليون دينار كويتي بنسبة ارتفاع تبلغ 6% خلال 247 يوم، أما في سنة 2014 فقد شهدت حركة التداول نشاط ضعيف في مختلف مؤشراتهما حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 54.659.783.754 مليون سهم بتراجع كبير نسبته 58-% بقيمة إجمالية قدرت بـ 617.530.579 مليون دينار كويتي بانخفاض نسبته 45-% موزعة على 1.226.739 مليون صفقة بانخفاض قدره 45,54-% مقارنة بالسنة السابقة له، كما كان هناك انخفاض بسيط فيما يتعلق بالقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة لتبلغ بذلك 30.193.463.248,0865 مليون دينار كويتي، واصلت حركة التداول في التدهور خلال سنة 2015 وسنة 2016 حيث بلغ حجم الأسهم المتداولة في سنة 2015 43.193.179.400 مليون سهم بانخفاض نسبته 21-% بقيمة إجمالية قدرت بـ 4.009.809.774,334 مليون دينار كويتي بتراجع قدره 35-% أنجزت على 988.073 مليون صفقة بانخفاض قدره 19,46-% مقارنة بسنة 2014، بينما كان عدد الأسهم المتداولة في السنة التي تليها 30.505.011.532 مليون سهم بقيمة نقدية قدرها 2.880.475.066,351 مليون دينار كويتي والتي كانت موزعة على 719.196 مليون صفقة بانخفاض نسبته 27,21-% مقارنة بسنة 2015، هذا وقد شهد نشاط التداول في سوق الكويت في سنة 2017 ارتفاعا ملحوظا حيث بلغ حجم التداول 50.623.095.011 مليون سهم بقيمة نقدية قدرت بـ 5.728.730.599 مليون دينار كويتي أي بارتفاع نسبته 98,9% مقارنة بسنة 2016 والتي كانت موزعة على 1.207.358 مليون صفقة خلال 249 يوم تداول، فيما يخص سنة 2018 فقد سجلت أدنى عدد للأسهم التي تم تداولها للفترة 2013-2019 حيث بلغت 21.710.602.481 مليون سهم أي بانخفاض نسبته 57,11-% بقيمة إجمالية قدرت بـ 4.137.964.255,552 مليون دينار كويتي أنجزت على 934.290 مليون صفقة، لكنها سرعان ما ارتفعت في سنة 2019 لتبلغ بذلك كمية الأسهم المتداولة 39.046.629.134 مليون سهم بقيمة إجمالية قدرت بـ 793.777.451 مليون دينار كويتي موزعة على 1.543.128 مليون صفقة، والشكلين أدناه يوضحان تطور كل من نشاط التداول و عدد الصفقات المنفذة في السوق خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (2-2): تطور نشاط التداول خلال الفترة 2013-2019



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2010

الشكل رقم (2-3): تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق خلال الفترة 2013-2019



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2010

الفرع الثاني: تقديم الحالة المدروسة

تتمثل الحالة المدروسة في المؤسسات المدرجة في بورصة الكويت والمختارة بناءً على جملة من الاعتبارات بهدف معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الجزء.

• الحالة المدروسة

تتمثل الحالة المدروسة في 21 مؤسسة مدرجة في بورصة الكويت، مختارة بناءً على الملحق رقم (01) خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار جملة من الشروط نوجز بعضها فيما يلي:

- أن تكون مؤسسة وطنية؛

- أن تكون مؤسسة اقتصادية؛
- أن لا تكون قد قامت بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة؛
- لم يتم توقيف تداول أسهمها؛
- أن تكون الملفات البيانية المنشورة خلال السنة المالية المعتمدة من N/01/01 إلى N/12/31.

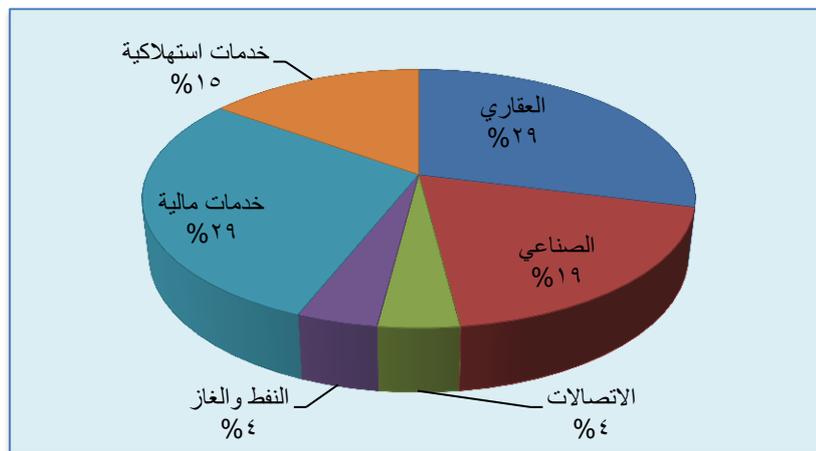
وفيما يلي عرض لتوزيع الحالة المدروسة على مختلف القطاعات:

الجدول رقم (2-2): توزيع الحالة المدروسة على القطاعات المختارة

النسبة المئوية	عدد المؤسسات	القطاع
29%	6	العقاري
19%	4	الصناعي
4%	1	الاتصالات
4%	1	النفط والغاز
29%	6	خدمات مالية
15%	3	خدمات استهلاكية
100%	21	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01

الشكل رقم (2-4): التوزيع النسبي للحالة المدروسة على القطاعات المختارة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Excel 2010

• حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019، والتي تعتبر فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة لـ "سياسة توزيع الأرباح" على المتغيرين التابعين لـ "الأداء المالي"، أما فيما يخص الحدود المكانية فقد وقع اختيارنا على بورصة الكويت نظرا لكونها واحدة من أهم البورصات في الخليج العربي.

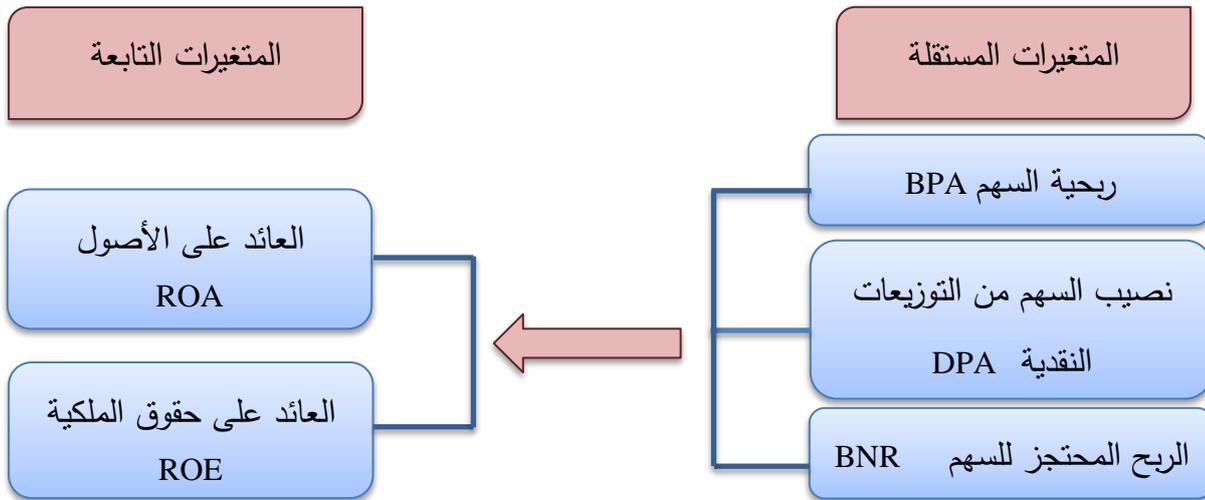
• مصادر البيانات

لدراسة ومعرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للحالة المدروسة، قمنا بجمع البيانات المتعلقة بهذه المؤسسات من خلال التقارير الإحصائية السنوية التي يمكن الاطلاع عليها عبر موقعها الإلكتروني، إضافة إلى التقارير السنوية المتوفرة في بورصة الكويت التي تغطي فترة الدراسة الممتدة من 2013 إلى غاية 2019، وتم الاستعانة بدليل المؤسسات المدرجة الصادر عن بورصة الكويت في موقعها الرسمي وهذا لكونها معتمدة وتتمتع بالمصداقية المطلوبة التي يمكن اللجوء إليها للقيام بمختلف الدراسات التجريبية، أما فيما يخص البيانات التي تُمكننا من أخذ صورة عن أبرز وأهم ما حدث ويحدث في المجال العلمي للدراسة فقد اعتمدنا على كل من الكتب، الدراسات السابقة، المجلات وغيرها من المراجع التي تناولت موضوع الدراسة والتي نراها حسب منظورنا أن من شأنها المساهمة في تحديد الأسس والطرق العلمية السليمة في كتابة الدراسات.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في ثلاث متغيرات مستقلة ومتغيرين تابعين، بحيث شملت المتغيرات المستقلة كل من نصيب السهم من التوزيعات النقدية، الربح المحتجز للسهم وربحية السهم والتي تعتبر مهمة حسب اعتقادنا في انعكاس تأثيرها على أداء المؤسسة، في حين تمثل المتغيرين المستقلين في العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

الشكل رقم (2-5): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة

➤ المتغيرات التابعة: والمتمثل في:

- العائد على الأصول ROA: تحدد هذه النسبة ما إذا كانت أصول المؤسسة تتمتع بالكفاءة اللازمة في توليد الأرباح، وتحسب من خلال قسمة صافي الربح على إجمالي الأصول.
- العائد على حقوق الملكية ROE: تعتبر هذه النسبة الأكثر شيوعاً في قياس أداء المؤسسة، بحيث تقيس العائد على كل دينار مستثمر من قبل المساهمين في المؤسسة كما أنها تلعب دوراً هاماً في قرارات الاستثمار الخاصة بحملة الأسهم، ويمكن حساب نسبة العائد على حقوق الملكية ROE بقسمة صافي الربح على حقوق الملكية.

➤ المتغيرات المستقلة:

- نصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA: يعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالاً من طرف المؤسسة، بحيث تشير هذه النسبة إلى العائد الذي يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية السنة، وتحسب هذه النسبة من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم التي تصدرها المؤسسة.
- الربح المحتجز للسهم BNR: تشير هذه النسبة إلى قيمة الأرباح المحتجزة من طرف المؤسسة وذلك راجع لعدة أسباب، وتتمثل في الفرق ما بين الأرباح المحققة والأرباح الموزعة.
- ربحية السهم BPA: يمثل هذا المتغير قيمة الأرباح المحققة لكل سهم أصدرته المؤسسة، وتعتبر هذه النسبة من أهم النسب بالنسبة للمؤسسة كونها تهتم بالربح القابل للتوزيع على المساهمين، ويقاس هذا المعدل

ما يستحق للمساهمين من أرباح (هذا لا يعني ما سيقبضه حامل السهم) باعتبار أن مجلس الإدارة عادة ما يقوم بإعادة استثمار جزء من هذه الأرباح، بحيث يتم توزيع جزء منها وتخصيص الجزء الآخر ضمن احتياجات المؤسسة، ويتم استخراج هذه النسبة عن طريق قسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم التي تصدرها المؤسسة.

المطلب الثاني: الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة

بعد تقديمنا في ما سبق لكل من بورصة الكويت ومتغيرات الدراسة، خصصنا هذا المطلب لعرض النماذج والاختبارات المراد استخدامها لتحديد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة.

الفرع الأول: الاختبارات المستخدمة في الدراسة

بغية تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على النماذج الساكنة للبيانات المقطعية Panel Data Analysis لاختبار فرضيات الدراسة، وتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة لكل من سياسة التوزيع والأداء المالي، كون النموذج يأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن والعوامل الفردية، ولذلك قمنا بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي EViews10، وذلك وفق الخطوات التالية:

- **الإحصاء الوصفي:** قبل الشروع في تحليل البيانات لابد من وصف بيانات متغيرات الدراسة، وذلك باستخدام الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أقل وأكبر قيمة باعتبارها المقاييس الإحصائية الأكثر شيوعاً.
- **تحليل الارتباط بين المتغيرات المدروسة:** يتم حساب معاملات الارتباط لتحديد طبيعة العلاقة التي تربط بين متغيرات الدراسة.
- **تقدير نماذج Panel Data:** من خلال تقدير النموذج التجميعي Pooled Regression Model، تقدير نموذج الأثر الثابت Fixed Effects Model وتقدير نموذج الأثر العشوائي Random Effects Model.
- **المفاضلة بين النماذج:** للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت والنموذج التجميعي نستخدم اختبار Chow Test، في حين نستخدم اختبار Lagrange Multiplier Test لتحديد الأفضلية بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي، أما للمفاضلة بين هذا الأخير ونموذج الأثر الثابت سنستعين باختبار هوسمان Hausman.

الفرع الثاني: نماذج بيانات السلاسل المقطعية

نستعرض في هذا الجزء النماذج الثلاثة لبيانات السلاسل المقطعية والتي تُعرف كذلك بنماذج بانل (Panel Model)، حيث نرى أن لها أهمية كبيرة خاصة في ما يتعلق بالدراسات الاقتصادية.

➤ النموذج التجميعي Pooled Regression Model

يعد هذا النموذج من أبسط نماذج Panel Data، إذ نجد فيه ثبات في جميع المعاملات $\beta_0(i)$ و β_t لجميع الفترات الزمنية وذلك لإهماله عنصر الزمن، ويكون النموذج التجميعي بالصيغة التالية (زكريا، 2012، الصفحات 270-271):

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{t=1}^K \beta_t X_t(it) + \varepsilon_{it} \text{ ----- (1)}$$

حيث:

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

لتقدير معاملات النموذج أعلاه يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، بعد أن ترتب القيم المتعلقة بالمتغير التابع والمتغير المستقل بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية.

➤ نموذج الأثر الثابت Fixed Effects Model

يهدف هذا النموذج إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة، وذلك من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة لأخرى مع ثبات معاملات الميل β_t لكل مجموعة بيانات مقطعية، مما يعني تعاملنا مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع، وعليه يصاغ نموذج الأثر الثابت كما يلي (زكريا، 2012، صفحة 271):

$$Y_{it} = \beta_0(i) + \sum_{t=1}^K \beta_t X_t(it) + \varepsilon_{it} \text{ ----- (2)}$$

حيث:

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

لتقدير معاملات نموذج الأثر الثابت والسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية، غالباً ما يتم الاعتماد على متغيرات وهمية بقدر (N-1) لتجنب حالة التعددية الخطية التامة، ثم يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية.

➤ نموذج الأثر العشوائي Random Effects Model

يعتبر نموذج الأثر العشوائي النموذج الأمثل في حالة ما تم إيجاد خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج الأثر الثابت، إذ أن هذا النموذج يقوم بمعاملة معامل القطع $\beta_0(i)$ على أنه متغير عشوائي له معدل مقداره μ بمعنى (زكريا، 2012، الصفحات 272-273):

$$\beta_0(i) = \mu + V_i \text{ ----- (3)}$$

حيث:

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

ومنه بتعويض المعادلة (3) في المعادلة (1) نتحصل على نموذج الأثر العشوائي كما يلي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{t=1}^K \beta_t X_t(it) + V_i \varepsilon_{it} \text{ ----- (4)}$$

حيث أن:

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

وأن V_i تمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية.

يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) بغرض تقدير معلمات نموذج الأثر العشوائي.

بعدما قمنا في المبحث السابق بالتعريف ببورصة الكويت وعرض أدائها خلال فترة الدراسة وبعد تحديدنا لأهم متغيراتها، سنحاول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية المتوصل إليها إضافة إلى تحليلها ومناقشتها، من أجل التحقق مما إذا كان لسياسة توزيع الأرباح تأثير على مؤشرات الأداء المالي.

المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة وعرضها

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة، نقوم فيما يلي بعرض نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها وكذا تحليلها ومناقشتها من أجل معرفة ما إذا كان لسياسة توزيع الأرباح تأثير على الأداء المالي للمؤسسات، ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم المبحث إلى مطلبين.

المطلب الأول: 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

يعرض الجدول رقم (2-3) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ممثلة في مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، وهذا من خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019 للبيانات السنوية.

الجدول رقم (2-3): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2013-2019

الوحدة: ألف درهم كويتي

Descriptive Statistics					
	ROE	ROA	BPA	DPA	BNR
Mean	0,092826	0,054516	20,89335	0,015150	0,193997
Median	0,049881	0,033997	8,650000	0,005000	0,067088
Maximum	2,530996	0,290177	121,5600	0,119000	1,953539
Minimum	-0,339320	-0,222750	-19,90000	0,000000	-0,080813
Std.Dev.	0,234610	0,069164	29,10826	0,022916	0,403170

Skewness	7,918336	0,954603	1,740473	1,958315	3,376888
Kurtosis	81,28585	6,168094	5,146378	6,639472	13,75459
Jarque-Bera	39074,28	83,80156	102,4341	175,0877	987,8077
Obsv	147	147	147	147	147

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج Excel2010

من خلال ما تم عرضه في الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة العائد على حقوق الملكية ROE يتراوح بين أدنى قيمة والتي تمثل (-0,339320) ألف درهم كويتي وأعلى قيمة 2,530996 ألف درهم كويتي خلال فترة الدراسة، وذلك بمتوسط قدره 0,092826 ألف درهم كويتي وبانحراف 0,234610 ألف درهم كويتي والتي تعتبر نسبة ضعيفة الأمر الذي يدل على الأداء السيء للمؤسسات وعدم قدرتها على استخدام أموال المساهمين بالشكل المطلوب، وقد بلغ متوسط نسبة العائد على الأصول ROA 0,054516 ألف درهم كويتي وهي نسبة ضعيفة تُشير إلى أن أصول المؤسسات الاقتصادية المُدرجة في بورصة الكويت لا تتمتع بالكفاءة اللازمة لتوليد الأرباح.

كما نلاحظ أيضا أن نسبة العائد على الأصول ROA بلغت أعلى قيمة لها عند 0,290177 ألف درهم كويتي وأدنى قيمة ب (-0,222750) ألف درهم كويتي، إضافة إلى ذلك نلاحظ أن المتغير المستقل ربحية السهم BPA سجل أكبر متوسط حسابي خلال الـ 7 سنوات حيث بلغ حوالي 20,89335 ألف درهم كويتي وبانحراف معياري 29,10826 ألف درهم كويتي والتي تعتبر نسبة مقبولة مقارنة بمتغيرات الدراسة الأخرى، وهو ما يشير إلى وجود التباين بين المؤسسات في هذه النسبة، هذا وقد بلغ أدنى قيمة له ب (-19,90000) ألف درهم كويتي وأعلى قيمة ب 121,5600 ألف درهم كويتي والتي تعتبر أكبر قيمة مسجلة.

تراوح مؤشر نصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA بين 0,119000 ألف درهم كويتي كأقصى قيمة و 0,000000 ألف درهم كويتي كأدنى قيمة، إضافة إلى ذلك فقد سجل أضعف متوسط حسابي حيث بلغ حوالي 0,015150 ألف درهم كويتي بانحراف معياري قدر ب 0,022916 ألف درهم كويتي ما يعني أن التباين بين المؤسسات منخفض جدا في هذا المؤشر، أما فيما يخص متغير الريح المحتجز للسهم BNR فنلاحظ أنه يتراوح بين أقصى قيمة والتي تمثل 1,953539 ألف درهم كويتي وبين (-0,080813) ألف درهم كويتي كأدنى قيمة وذلك بمتوسط حسابي بلغ حوالي 0,193997 ألف درهم كويتي وبانحراف 0,403170 ألف درهم كويتي.

تم التوصل إلى أن قيمة معامل الالتواء Skewness لمعدل العائد على حقوق الملكية كانت قيمة كبيرة مقارنة بباقي المتغيرات حيث بلغت قيمتها ما يقارب 8 التواء موجب، بينما تراوحت قيمة كل من معدل العائد على الأصول و المتغيرين المستقلين (ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية) بين 0 والـ1 التواء موجب، في حين كانت قيمة الربح المحتجز للسهم 3 التواء موجب، ومنه فإن شكل التوزيع ملتوي إلى جهة اليمين، أما فيما يخص قيمة معامل التفلطح Kurtosis لمتغيرات الدراسة كانت أكبر من 3، مما يعني أن السلسلة تأخذ الشكل المدبب، كما كانت قيمة إحصائية Jarque-Bera للمتغيرات التابعة والمستقلة أكبر من القيمة الحرجة لتوزيع x^2 بدرجة جرية 2 ونسبة معنوية 5%، مما يدل على أن التوزيع غير طبيعي وهو ما أكدته قيم معاملي الالتواء والتفلطح.

الفرع الثاني: معاملات ارتباط متغيرات الدراسة

بعد قيامنا بالإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ننقل الآن لدراسة معاملات الارتباط بينها لمعرفة مدى ارتباطها ببعض وهذا ما سيتم عرضه في الجدول أدناه.

الجدول رقم (2-4): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2013-2019

	ROE	ROA	BPA	DPA	BNR
ROE	1,000000	0,458576	0,424064	0,079085	-0,082937
ROA	0,458576	1,000000	0,878841	0,442624	-0,084506
BPA	0,424064	0,878841	1,000000	0,431605	-0,062034
DPA	0,079085	0,442624	0,431605	1,000000	0,378334
BNR	-0,082937	-0,084506	-0,062034	0,378334	1,000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews10

يتضح من خلال معاملات الارتباط الواردة في الجدول أعلاه، أنه أخذ عدة قيم، من موجب وسالب، قوي وضعيف، حيث نلاحظ أنه يوجد ارتباط موجب بين المتغيرين التابعين معدل العائد على حقوق الملكية ROE ومعدل العائد على الأصول ROA بارتباط قُدرت نسبته بما يُقارب 46%، كما تم التوصل أيضاً إلى وجود ارتباط موجب بين كل من المتغير التابع الذي يتمثل في العائد على حقوق الملكية ROE وبين المتغير المستقل ربحية السهم BPA وذلك بمعامل ارتباط نسبته 43% بالتقريب، الأمر الذي يدل على أن ربحية السهم لها تأثير في القرارات الاستثمارية المرتبطة بحملة الأسهم.

أسفرت النتائج إلى أن الارتباط بين المتغير التابع معدل العائد على الأصول ROA ومتغير ربحية السهم BPA ارتباط موجب قوي جدا بمعامل ارتباط 88% بالتقريب، مما يعني أن ربح السهم الواحد يزداد بزيادة قيمة الأرباح المُتولدة عن أصول المؤسسة، هذا وقد كشفت النتائج عن وجود ارتباط موجب ضعيف جدا بلغت حوالي 8%، بين كل من العائد على حقوق الملكية ROE ونصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA، بينما كان الارتباط بين هذا الأخير ومعدل العائد على الأصول ROA ارتباط موجب متوسط نسبته 44%.

كشفت النتائج على أن الارتباط الذي يجمع كل من المتغيرين التابعين معدل العائد على حقوق الملكية ROE ومعدل العائد على الأصول ROA بالربح المحتجز للسهم BNR، ارتباط سالب ضعيف جدا بمعامل ارتباط نسبته 8-، إضافة إلى ذلك تم التوصل إلى أن الارتباط بين المتغيرين المستقلين (ربحية السهم BPA ونصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA) ارتباط موجب مقبول نسبيا بنسبة قُدرت بـ 43%، في حين كان هناك ارتباط سالب بين كل من ربحية السهم BPA والربح المحتجز للسهم BNR بمعامل ارتباط 6-، على العكس من ذلك فقد كان الارتباط بين المتغيرين DPA و BNR ارتباط موجب متوسط حيث بلغت نسبة ارتباطهما ما يقارب 38%.

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

بعد إجراء كل من التحليل الوصفي ومعرفة مدى ارتباط متغيرات الدراسة ببعضها البعض، سنحاول في هذا الجزء دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت، باستخدام نماذج السلاسل المقطعية، كون هذه الأخيرة تتناسب وطبيعة بيانات الدراسة، ثم نختار النموذج الأمثل فيما بينها من خلال إجراء الاختبارات اللازمة لذلك.

1. تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية

1-1 بالنسبة للمتغير التابع ROE

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

الجدول رقم (2-5): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير ROE

Dependent Variable : ROE			
Sample : 2013 2019			
Obsv : 147			
	PRM	FEM	REM
C	0,032449 (0,1739)	0,220518 (0,0000)	0,049012 (0,1029)
BPA	0,003849 (0,0000)	0,00743 (0,5556)	0,002978 (0,0002)
DPA	-1,276453 (0,1833)	0,746505 (0,5099)	-0,602408 (0,5183)
BNR	-0,003576 (0,9420)	-0,796580 (0,0012)	-0,047825 (0,4309)
R-squared	0,193137	0,472811	0,097462
Adjusted R-squared	0,176210	0,374231	0,078528
F-statistic	11,04988	4,796219	5,147360
Prob (F-statistic)	0,000001	0,000000	0,002078
Durbin-Watson stat	0,771569	1,019705	0,838714

القيمة بين قوسين تمثل المعنوية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملاحق رقم 06,05,04

2-1 بالنسبة للمتغير التابع ROA

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

الجدول رقم (2-6): نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير ROA

Dependent Variable : ROA			
Sample : 2013 2019			
Obsv : 147			
	PRM	FEM	REM
C	0,010874 (0,0033)	0,013226 (0,1006)	0,011456 (0,0303)
BPA	0,001957 (0,0000)	0,001857 (0,0000)	0,001936 (0,0000)
DPA	0,351166 (0,0176)	0,312843 (0,0894)	0,342311 (0,0271)
BNR	-0,013281 (0,0793)	-0,011584 (0,7663)	-0,013322 (0,2107)
R-squared	0,782049	0,841277	0,667542
Adjusted R-squared	0,777477	0,811598	0,660568
F-statistic	171,0369	28,34510	95,70994
Prob (F-statistic)	0,000000	0,000000	0,000000
Durbin-Watson stat	1,410832	1,927172	1,695744

القيمة بين قوسين تمثل المعنوية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملاحق رقم 09,08,07

2. المفاضلة بين نماذج بيانات السلاسل المقطعية

بعد تقديرنا للنماذج الثلاثة وعرض النتائج المُتحصّل عليها، خصصنا هذا الجزء لاختيار النموذج الأفضل، اعتمدنا على اختبار Chow test للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت، إضافة إلى اختبار Lagrange Multiplier test لتحديد النموذج الأفضل بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي في حين استخدمنا اختبار Hausman لاختيار أحسن نموذج بين كل من نموذج الأثر الثابت والنموذج التجميعي.

1-2 بالنسبة للمتغير التابع ROE

1-1-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت

لاختيار النموذج الأمثل بين كل من النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت تم إجراء اختبار Chow test، وتُصاغ فرضياته كالتالي:

H_0 = النموذج التجميعي هو النموذج الملائم

H_1 = نموذج الأثر الثابت هو النموذج الملائم

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار $P > 0,05$ نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 ، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار $P < 0,05$ نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 ؛ في الجدول أدناه نعرض النتائج المتوصل إليها:

الجدول رقم (2-7): نتائج Chow test للمتغير ROE

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.262579	(20,123)	0.0000
Cross-section Chi-square	62.562457	20	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملحق رقم 10

توضح النتائج المُبيّنة في الجدول رقم (2-8) أن $Prob = 0,0000$ وهي أقل من $0,05$ ، ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ، وبالتالي النموذج الأفضل هو نموذج الأثر الثابت.

2-1-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي

لاختيار النموذج الأمثل بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي تم إجراء اختبار LM، حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

H_0 = النموذج التجميعي هو النموذج الملائم

H_1 = نموذج الأثر العشوائي هو النموذج الملائم

الجدول رقم (2-8): نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROE

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 08/01/20 Time: 21:08			
Sample: 2013 2019			
Total panel observations: 147			
Probability in ()			
Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	6.046728 (0.0139)	0.001631 (0.9678)	6.048359 (0.0139)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملحق رقم 11

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن Cross-section = 0,0139 وهي أكبر من 0,05، ومنه نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 ، وبالتالي فإن النموذج الأمثل هو النموذج التجميعي.

2-1-3 المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي

تم إجراء اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي، حيث تكون فرضياته كالتالي:

H_0 = نموذج الأثر العشوائي هو النموذج الملائم

H_1 = نموذج الأثر الثابت هو النموذج الملائم

إذا كانت القيمة الاحتمالية $P > 0,05$ نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 ، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية $P < 0,05$ نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 ؛ وفي ما يلي عرض للنتائج المتحصل عليها:

الجدول رقم (2-9): نتائج Hausman test للمتغير ROE

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	21.375383	3	0.0001

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملحق رقم 12

تُشير النتائج المُوضحة في الجدول أعلاه أن $Prob = 0,0001$ وهي أقل من $0,05$ ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، وبالتالي فإن النموذج الأمثل هو نموذج الأثر الثابت.

بعد قيامنا بالمفاضلة بين نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع (معدل العائد على حقوق الملكية) واتضح لنا بأن النموذج الأفضل هو نموذج الأثر الثابت، سنحاول فيما يلي تلخيص نتائجه:

• اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة: نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-5) أن احتمالية C أقل من $0,05$ أي أنه يتمتع بمعنوية إحصائية عند مستوى 5% ، أما بالنسبة احتمالية المتغيرين BPA و DPA تساوي $0,5556$ و $0,5099$ على التوالي وهي أكبر من 5% مما يعني أنهما لا يؤثران على المتغير التابع ROE الذي يمثل الأداء المالي، على عكس المتغير BNR الذي نجد أن له تأثير عليه نسبة إلى أن احتمالية BNR أقل من $0,05$ حيث أنها تساوي $0,0012$.

• اختبار جودة التوثيق للنموذج: وذلك من خلال معامل التحديد R -squared والذي يدرس العلاقة بين متغيرات الدراسة، مع الأخذ بعين الاعتبار معامل التحديد المصحح $Adjusted R$ -squared الذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي، ومن خلال النموذج المُختار نلاحظ أن المتغيرات المستقلة تفسر 47% من التغيرات الكلية للمتغير التابع (معدل العائد على حقوق الملكية) حيث بلغ معامل التحديد 47% ومعامل التحديد المصحح 37% .

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج: وذلك من خلال إحصائية فيشر حيث أن $Prob (F\text{-statistic}) = 0,000000$ وهي أقل من $0,05$ ، وبالتالي فإن النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى دلالة 5% .

2-2 بالنسبة للمتغير التابع ROA

2-2-1 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت

لاختيار النموذج الأمثل بين كل من النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت تم إجراء اختبار Chow test، وتُصاغ فرضياته كالتالي:

H_0 = النموذج التجميعي هو النموذج الملائم

H_1 = نموذج الأثر الثابت هو النموذج الملائم

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار $P > 0,05$ نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 ، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار $P < 0,05$ نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 ؛ في الجدول أدناه نعرض النتائج المتوصل إليها:

الجدول رقم (2-10): نتائج Chow test للمتغير ROA

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.294920	(20,123)	0.0030
Cross-section Chi-square	46.615608	20	0.0007

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملحق رقم 13

توضح النتائج المُبينة في الجدول رقم (2-8) أن $Prob = 0,0030$ وهي أقل من $0,05$ ، ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ، وبالتالي النموذج الأفضل هو نموذج الأثر الثابت.

2-2-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي

لاختيار النموذج الأمثل بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي تم إجراء اختبار LM، حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

 $H_0 =$ النموذج التجميعي هو النموذج الملائم $H_1 =$ نموذج الأثر العشوائي هو النموذج الملائم

الجدول رقم (2-11): نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROA

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 08/03/20 Time: 11:08			
Sample: 2013 2019			
Total panel observations: 147			
Probability in ()			
Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	9.700802 (0.0018)	2.086067 (0.1486)	11.78687 (0.0006)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملحق رقم 14

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن $Cross-section = 0,0006$ وهي أصغر من $0,05$ ، ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 ، وبالتالي فإن النموذج الأمثل هو النموذج التجميعي.

2-2-3 المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي

تم إجراء اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي، حيث تكون فرضياته كالتالي:

H_0 = نموذج الأثر العشوائي هو النموذج الملائم

H_1 = نموذج الأثر الثابت هو النموذج الملائم

إذا كانت القيمة الاحتمالية $P > 0,05$ نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 ، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية $P < 0,05$ نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 ؛ وفي ما يلي عرض للنتائج المتحصل عليها:

الجدول رقم (2-12): نتائج Hausman test للمتغير ROA

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.280327	3	0.9637

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10 انظر الملحق رقم 15

تُشير النتائج المُوضحة في الجدول أعلاه أن $Prob = 0,9637$ وهي أكبر من $0,05$ ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، وبالتالي فإن النموذج الأمثل هو النموذج التجميعي.

بعد قيامنا بالمفاضلة بين نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع (معدل العائد على الأصول) واتضح لنا بأن النموذج الأفضل هو النموذج التجميعي، وفيما يلي تلخيص نتائجه:

• اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة: نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-6) أن احتمالية C تساوي $0,0033$ وهي أقل من $0,05$ أي أنه يتمتع بمعنوية إحصائية، كما نلاحظ أن احتمالية المتغيرين BPA و DPA تساوي $0,0000$ و $0,0176$ على التوالي مما يعني أن لهما تأثير على معدل العائد على

الأصول الذي يمثل الأداء المالي، بينما لم يكن للمتغير BNR أي تأثير عليه باعتبار أن احتمالته تساوي 0,0793 وهي أكبر من 5%.

• اختبار جودة التوثيق للنموذج: وذلك من خلال معامل التحديد R-squared والذي يدرس العلاقة بين متغيرات الدراسة، مع الأخذ بعين الاعتبار معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared الذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي، ومن خلال النموذج المُختار نلاحظ أن المتغيرات المستقلة تفسر 78% من التغيرات الكلية في المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) حيث أن $R\text{-squared} = 78\%$ و $Adjusted\ R\text{-squared} = 77\%$.

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج: وذلك من خلال إحصائية فيشر حيث أن Prob (F-statistic) تساوي 0,000000 وهي أقل من 0,05، وبالتالي فإن النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى دلالة 5%.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

استنادًا إلى النتائج المتوصل إليها لمعرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت على مؤشرات أدائها المالي للفترة 2013-2019، خصصنا هذا المطلب لمناقشة وتحليل هذه النتائج.

❖ بالنسبة للمتغير التابع ROE:

كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير إيجابي غير دال إحصائياً للمتغيرين المستقلين الذين يمثلان سياسة توزيع الأرباح (ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية) على المتغير التابع المتمثل في العائد على حقوق الملكية، وهي نتيجة تتفق مع دراسة (Priya & Nimalathan, 2013) وتتناقض مع دراسة (Mwangi & all, 2017)، التي توصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير ذو دلالة إحصائية على معدل العائد على حقوق الملكية، في حين كان للمتغير المستقل الآخر (الربح المحتجز للسهم) تأثير سلبي ضعيف دال إحصائياً على معدل العائد على حقوق الملكية، وبهذا نقبل الفرضية الثالثة، ونرفض الفرضيتين الأولى والخامسة.

تم التوصل إلى أن النموذج يتمتع بمعنوية إحصائية كلية نتيجة إلى أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر تساوي 0,000000 أي أنها أقل من 0,05، وبالتالي فإن النموذج مقبول إحصائياً عند مستوى دلالة 5%.

كشفت النتائج عن وجود علاقة طردية بين كل من المتغير التابع (معدل العائد على حقوق الملكية) وبين المتغير المستقل (نصيب السهم من التوزيعات النقدية) حيث أنه كلما زاد هذا الأخير بوحدة واحدة كلما زاد العائد على حقوق الملكية بـ 0,746505 وحدة.

أثبتت نتائج الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تفسر 47% من التغيرات الكلية التي تطرأ في الأداء المالي (معدل العائد على حقوق الملكية).

❖ بالنسبة للمتغير التابع ROA:

أسفرت النتائج إلى أن متغير ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية والذين يُمثلان سياسة توزيع الأرباح لهما تأثير إيجابي ودلالة إحصائية على متغير معدل العائد على الأصول وهذه النتيجة تدعم دراسة (Mohammed, 2007)، بينما كان للمتغير المستقل (الربح المحتجز للسهم) تأثير سلبي ضعيف على معدل العائد على الأصول، إلا أنه لا يتمتع بأي دلالة إحصائية على معدل العائد على الأصول، وبالرغم من ذلك إلا أن النموذج يتمتع بمعنوية إحصائية كلية وذلك راجع لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر كانت أقل من 5% وهو ما يدل على أن النموذج مقبول إحصائياً عند مستوى دلالة 5%، وبهذا نقبل الفرضية الثانية والسادسة، ونرفض الفرضية الرابعة.

توصلت نتائج الدراسة إلى أنه توجد علاقة طردية بين المتغير المستقل المتمثل في نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبين المتغير التابع معدل العائد على الأصول حيث أنه كلما زادت وحدة واحدة في متغير نصيب السهم من التوزيعات النقدية كلما زاد العائد على الأصول بـ 0,342311 وحدة.

تم الكشف عن أن المتغيرات المستقلة والتي تمثل سياسة توزيع الأرباح تفسر التغيرات الكلية للمتغير التابع معدل العائد على الأصول بنسبة 78%.

فيما يخص المتغيرات المستقلة التي تتمثل في كل من نصيب السهم من التوزيعات النقدية، الربح المحتجز للسهم وربحية السهم فقد كان متغير ربحية السهم الأكثر تأثيراً على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت.

خلاصة الفصل:

تعتبر بورصة الكويت من أقدم البورصات في الشرق الأوسط، وأهمها على المستوى العربي، وذلك يرجع لأدائها الجيد، حيث تصدرت قائمة أفضل الأسواق الخليجية أداءً في سنة 2019 إذ أنهت تداولاتها بارتفاع قُدر بـ 23,7%.

نظرًا لما تكتسبه هذه البورصة من أهمية في دول العالم العربي، قمنا بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة فيها، وبُغية تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة قمنا بالاستعانة بنماذج بيانات السلاسل المقطعية Panel data، وتم التوصل إلى أنه توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين كل من سياسة توزيع الأرباح ومؤشرات الأداء المالي.

خاتمة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المسعرة في بورصة الكويت، باعتبار أن قرار توزيع الأرباح يُعد من أكثر القرارات تأثيراً على المؤسسة، وذلك على 21 مؤسسة مسعرة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى سنة 2019 في محاولة منا للإجابة على إشكالية الدراسة والمطروحة كالتالي: ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019؟ وقمنا بمعالجة هذه الإشكالية من خلال فصلين باستخدام المناهج المذكورة سابقاً، وقد تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 لاختبار فرضيات الدراسة وذلك باستخدام أسلوب بيانات السلاسل المقطعية Panel Data.

وللتعبير عن متغيرات الدراسة قمنا بأخذ متغير نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم والربح المحتجز للسهم كمتغيرات مستقلة تعبر عن سياسة توزيع الأرباح، بينما تم أخذ متغير العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول كمتغيرات تابعة تمثل الأداء المالي، سعياً منا للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة، وبهذا توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

أسفرت نتائج الدراسة عن وجود تأثير إيجابي للمتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات النقدية على المتغير التابع المعبر عنه بالعائد على حقوق الملكية إلا أنه غير دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5% وبهذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الأولى؛ ومنه نرفض الفرضية الأولى.

كشفت النتائج عن وجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين المتغير المستقل المتمثل في نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبين معدل العائد على الأصول الذي يمثل الأداء المالي، حيث أنه كلما زادت وحدة واحدة في متغير نصيب السهم من التوزيعات النقدية كلما زاد العائد على الأصول بـ 0,342311 وحدة، وبهذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الثانية؛ وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

أظهرت النتائج عن وجود تأثير سلبي ضعيف للمتغير المستقل الربح المحتجز للسهم على المتغير التابع العائد على حقوق الملكية إلا أنه دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5%؛ حيث أنه كلما زاد الربح المحتجز للسهم بوحدة واحدة كلما انخفض معدل العائد على حقوق الملكية بـ 0,796580 وحدة، أي أن هناك علاقة عكسية بينهما؛ ومن خلال هذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الثالثة مع قبول الفرضية الثالثة.

تم التوصل من خلال النتائج التطبيقية إلى أن معدل العائد على الأصول يتأثر سلباً بمتغير الربح المحتجز للسهم إلا أن هذا التأثير لا يتمتع بمعنوية إحصائية، وهو ما يجعلنا نرفض الفرضية الرابعة؛ وبهذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الرابعة.

أما فيما يخص العلاقة التي تجمع المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية والمتغير المستقل المتمثل في ربحية السهم فقد كان لهذا الأخير تأثير إيجابي غير دال إحصائياً على معدل العائد على حقوق الملكية، ومنه نرفض الفرضية الخامسة؛ وبهذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الخامسة.

كما تم التوصل من خلال النتائج التطبيقية للدراسة، أن هناك علاقة تأثير دالة إحصائياً عند مستوى 5% بين كل من ربحية السهم ومعدل العائد على الأصول؛ ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية السادسة والأخيرة، وهو ما يجعلنا نقبل الفرضية السادسة.

بعد إثباتنا ونفينا للفرضيات وإجابتنا على الأسئلة الفرعية، نكون بهذا قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية للدراسة، حيث تبين لنا أن مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة الكويت تتأثر بسياسة توزيع الأرباح.

توصيات وآفاق الدراسة:

بعد ما تم تقديم وعرض النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة، قمنا باقتراح جملة من التوصيات والآفاق للدراسة نوجز بعضها فيما يلي:

- محاولة دراسة نفس الموضوع مع إحداث بعض التغيرات فيما يخص متغيرات الدراسة كأن يتم إضافة متغير إعادة شراء الأسهم ومتغير التوزيعات في شكل أسهم؛
- محاولة دراسة نفس الموضوع على القطاعات التي لم نتطرق لها هذه الدراسة كالقطاع البنكي؛
- محاولة دراسة نفس الموضوع مع التوسيع في الفترة والحالة المدروسة؛
- محاولة دراسة نفس الموضوع على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في البورصة؛
- محاولة دراسة نفس الموضوع على أحد الأسواق المالية لدول المغرب العربي.

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

- أسعد غني جهاد. (2015). الإفصاح عن الأرباح المحتجزة وأثر سياسة توزيع الأرباح في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية. مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 17(4).
- أمجد إبراهيم البراجنة. (2009). اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية (مذكرة ماجستير). كلية التجارة، غزة: الجامعة الإسلامية.
- بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 04 05، 2020، من بورصة الكويت BOURSA KUWAIT: www.boursakuwait.com.kw/page/39
- جمال قدام، و جمال الدين ترفاس. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة "دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA". مجلة البشائر الاقتصادية، 5(2).
- حسنية صيفي. (2016). قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارة والتسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
- حسين محمد قشطة. (2017). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (مذكرة ماجستير). كلية التجارة، غزة: الجامعة الإسلامية.
- حمزة محمود الزبيدي. (2000). التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- حمزة محمود الزبيدي. (2008). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- رشيد حفصي. (2016). دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية(2).
- زكريا نائلة، و عبد الرحمن مرعي. (2013). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 35(5).
- زينب غزالي. (2017). أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح. مجلة الاقتصاد الصناعي(13).
- سامر حمدي الكحلوت. (2014). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح - دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين (مذكرة ماجستير). كلية التجارة، غزة: الجامعة الإسلامية.
- سعود جايد مشكور. (2018). العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة. مجلة مركز دراسات الكوفة(50).

- سعيدي وصاف. (2016). سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي. مجلة أبعاد اقتصادية، 6(2).
- عبد الحق قنون، و عبد الغني دادان. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016". مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، 5(4).
- عبد الرحمن بن سانية. (2018). أساسيات التحليل المالي. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية: جامعة غرداية.
- عبد الرحيم عاطف جابر طه. (2010). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد الغفار حنفي. (2000). الإدارة المالية : مدخل اتخاذ القرارات. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد الغفار حنفي. (2007). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد القادر بربيش، و عيسى بدروني. (2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية(10).
- عبد الكريم بوحادرة. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم (مذكرة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري.
- عبد الناصر ابراهيم نور. (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز، 17(1).
- عبد النور شنين، و محمد زرقون. (2015). دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000-2013)-. مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، 1.
- عبد الوهاب دادان، و حورية بديدة. (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009 - مجلة الباحث(10).
- عدنان تايه النعيمي، و أرشد فؤاد التميمي. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- عفيف عاشور الفار سماح. (2018). العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q (رسالة ماجستير). كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، غزة: جامعة الأزهر.

- علي باكرية، و مليكة حفيظ شبايكي. (2018). مساهمة الحوكمة في ترشيد سياسة توزيع الأرباح. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية(9).
- علي بن الضب. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة (مذكرة ماجستير). كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، ورقلة: جامعة قاصدي مرياح.
- عمار قصي، و آخرون. (2019). أثر قرار توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين، 41(3).
- كتاب قواعد بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05 04، 2020، من بورصة الكويت BOURSA KUWAIT: https://cis.boursakuwait.com.kw/Portal/BoursaReports/BK_PR_2020_A_168202013923202.pdf
- كريمة بوكرومة. (2019). أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2000 - 2018 (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أم البواقي: جامعة العربي بن مهدي.
- لمين تغليسية، و طارق وهابي. (2018). أثر جودة المعلومات المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الجزائرية. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، 3(2).
- محمد زرقون. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. مجلة الباحث(8).
- محمد زرقون، نفيسة حجاج، و صليحة حجاج. (2018). دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، 2(3).
- محمد زغلول السيد رشا. (2017). أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 8(3).
- محمد عبد الله المومني. (2016). مدى اهتمام الحاكمية المؤسسية بالاعتبارات التي تحكم عملية توزيع الأرباح. مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة(1).
- محمد محمود الخطيب. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- مصطفى الشيخ فهمي. (2008). التحليل المالي.
- منذر عبد الكريم مرهج، و فارس حلمي قلاب. (2019). تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح (بالنطبق على سوق دمشق وعمان للأوراق المالي). مجلة جامعة تشرين، 41(3).

- منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل، و عبد الناصر نور. (2000). التحليل المالي مدخل صناعة القرارات. عمان: مطبعة الطليعة.
- مؤشرات بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 06 04، 2020، من بورصة الكويت BOURSA KUWAIT: www.boursakuwait.com.kw/page/1143
- مؤيد راضي خنفر، و غسان فلاح المطارنة. (2006). تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي. دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- نجلاء نوبلي. (2015). استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- نهاد الياس نادر. (2016). أثر الملكية الادارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 38(2).
- نهاد نادر، و وئام محمد حيدر. (2015). العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، 37(3).
- هاشم حسن حسين. (2008). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة(17).
- وئام محمد حيدر. (2015). دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات (أطروحة دكتوراه). كلية الاقتصاد، سورية: جامعة تشرين.
- يحيى الجمال زكريا. (2012). اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية. المجلة العراقية للعلوم الإحصائية(21).

المراجع باللغة الأجنبية

- Abdur, R. (2018). Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan. SEISENSE Journal of Management, 1(5).
- Akif shah, S., & Boreen, U. (2016). Stock price volatility and role of dividend policy : Empirical Evidence from pakistan. International Journal of Economics and Financial, 6(2).
- Biza, K., & Themba, A. (2016). The Relationship between Dividend Payout and Firm Financial Performance: A Study of Bostwana listed Companies. Archives of Business Research, 3(4).
- bursa_ipo.pdf. BOURSA KUWAIT. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 06 04، 2020، من بورصة الكويت https://www.boursakuwait.com.kw/bursa_ipo.pdf
- Budagaga, A. (2017). Dividend Payment and its Impact on the value of firms listed on Istanbul Stock Exchange : A Reasidual Income Approach. 7(2).

- CAROLINE, N. N. (2016). The Effect of Dividend Policy on Financial Performance of firms listed on the NAIROBI SECURITIES EXCHANGE (Master of Science in Finance). University of NAIROBI.
- DAMODARAN, A. (2006). Finance D'entreprise: théorie et pratique. Beuxelles: de boeck.
- E. Idewele, & A. Murad. (2019). Dividend Policy and Financial Performance: a Study of selected deposit money Banks in NIGERIA. African Journal of Business Management, 13(7).
- EBIRE, K., MUKHTAR, S. S., & ONMONYA, I. (2018). Effect of dividend policy on the performance of listed oil and gas firms in Nigeria. International Journal of Scientific and Research Publications, 8(6).
- Issa, A. I. (2017). Effect of Dividend Policy on Financial Performance of Agricultural Firms Listed at the NAIROBI SECURITIES EXCHANGE (Master of Science Finance). School of Business: University of NAIROBI.
- Janan, A. (2019). Financial Performance and Dividend Pay-out of Energy Companies in CHITTAGONG Stock Exchange of BANGLADESH. International Journal of Business Society, 3(12).
- Justus, K. K. (2018). Effect of Dividend Policy on Financial Performance of Commercial Banks listed at the NAIROBI SECURITIES EXCHANGE (Master of Administration). School of Business: University of NAIROBI.
- Kanwal, M, & Hameed, S. (2017). The Relationship between Dividend Payout and From Financial Performance. Research in Business and Management, 4(1).
- Kolawole, & all. (2018). Effect of Dividend Policy on the Performance of listed oil and gas firms in NIGERIA. International Journal of Scientific and Research Publications, 8(6).
- Lenny , P. M., & Robert, N. T. (2019). The Relationship between Dividend Payout and Financial Performance : Evidence from Top 40 JSE Firms. Journal of Accounting and Management, 9(2).
- Mohammed, A. (2007). How Does Dividend Policy Affect Firm Performance ? A Ghanaian case. Investment Management and Financial Innovations, 4(2).
- Mwangi, & all. (2017). Financial Performance and Dividend Policy. European Scientific Journal, 13(28).
- N. Venkatraman, & Vasudevan, R. (1986). Measurement of business performance in strategy research. Academy of management Review, 11(4).
- PETER, W. N. (2014). The Effect of Dividend Policy on Future Financial Performance of Firms listed at The NAIROBI SECURITIES EXCHANGE (Master of Business Administration). School of Business: University of NAIROBI.
- Priya, K., & Nimalathasan, B. (2013). Dividend Policy Ratios and Firm Performance: a case study of Selected Hotels & Restaurants in Sri Lanka. Global Journal of Commerce & Management Perspective, 2(6).
- Puspitaningtyas, Z. (2019). Assment of financial performance and the effect on dividend policy of the benking companies listed on the Indonesia stock exchange. Banks and Bank Systems journal, 14(2).
- Samuel, K. A., & Edward, M.-Y. (2011). Dividend Policy and Bank Performance in GHANA. International Journal of Economics and Finance, 3(4).

- TERESIAH, C. (2014). The Relationship between Dividend Payout and Financial Performance : A Study of Listed Companies in KENYA (Master of Business Administration). University of NAIROBI.
- Timothy, M. M., & Ochuodho, P. O. (2012). The Relationship between Dividend Policy and Firm Performance: A Study of Listed Companies in KENYA. European Scientific Journal, 8(9).
- Tunde, G., & Ayankunle, A. (2015). Dividend Policy on Financial Performance: A Case Study of Selected Registered Firm in NIGERIA. Research Journal of Finance and Accounting, 6(20).
- Uwuigbe, & all. (2012). Dividend Policy and Firm Performance : A Study of listed Firms in NIGERIA. Accounting and Management Information Systems., 11(3).
- Yusuf, B. (2015). Dividend Policy Ratio and Performance of Deposit Money Banks in NIGERIA. International of Advances in Management and Economics, 4(6).

الملاحق

الملحق رقم (01): معلومات أساسية حول المؤسسات المختارة

القطاع	الموقع الإلكتروني	اسم المؤسسة	الرقم
الاتصالات	http://www.stc.com.kw	مؤسسة الاتصالات الكويتية	01
النفط والغاز	http://www.napesco.com	المؤسسة الوطنية للخدمات البترولية	02
خدمات استهلاكية	http://www.oula1.com	المؤسسة الأولى للتسويق المحلي للوقود	03
خدمات استهلاكية	http://www.jazeeraairways.com	مؤسسة طيران الجزيرة	04
خدمات استهلاكية	http://www.futurekid.com.kw	مؤسسة طفل المستقبل للترفيه العقارية	05
خدمات مالية	http://www.markaz.com	مؤسسة المركز المالي الكويتي	06
خدمات مالية	http://www.kmefic.com.kw	مؤسسة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي	07
خدمات مالية	http://www.almanar.com.kw	مؤسسة المنار للتمويل والإجارة	08
خدمات مالية	http://www.qic-uaq.ae	مؤسسة أم القيون للاستثمارات العامة	09
خدمات مالية	http://www.kamcoinvest.com	مؤسسة كامكو للاستثمار	10
خدمات مالية	http://www.noorinvestment.com	مؤسسة نور للاستثمار المالي	11
صناعي	http://www.kuwaitcement.com	مؤسسة اسمنت الكويت	12
صناعي	http://www.sic-kwt.com	مؤسسة الشعيبيية الصناعية	13
صناعي	http://www.upac.com.kw	مؤسسة المشاريع المتحدة للخدمات الجوية	14
صناعي	http://fujairahcement.com	مؤسسة صناعات اسمنت الفجيرة	15
عقاري	http://www.ajial-realstate.com	مؤسسة أجيال العقارية الترفيهية	16
عقاري	http://www.aayanre.com	مؤسسة أعيان العقارية	17
عقاري	http://www.tijara.com.kw	مؤسسة التجارة والاستثمار العقاري	18
عقاري	http://www.salhia.com	مؤسسة الصالحية العقارية	19
عقاري	http://www.aqarat.com.kw	مؤسسة عقارات الكويت	20
عقاري	http://www.kbt.com.kw	مؤسسة مدينة الأعمال الكويتية العقارية	21

المصدر: من إعداد الطالبة

الملحق رقم (02): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة 2013-2019

Date: 07/22/20 Time: 20:14 Sample: 2013 2019					
	ROE	ROA	BPA	DPA	BNR
Mean	0.092826	0.054516	20.89335	0.015150	0.193997
Median	0.049881	0.033997	8.650000	0.005000	0.067088
Maximum	2.530996	0.290177	121.5600	0.119000	1.953539
Minimum	-0.339320	-0.222750	-19.90000	0.000000	-0.080813
Std. Dev.	0.234610	0.069164	29.10826	0.022916	0.403170
Skewness	7.918336	0.954603	1.740473	1.958315	3.376888
Kurtosis	81.28585	6.168094	5.146378	6.639472	13.75459
Jarque-Bera	39074.28	83.80156	102.4341	175.0877	987.8077
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	13.64548	8.013862	3071.323	2.227000	28.51760
Sum Sq. Dev.	8.036129	0.698410	123704.5	0.076669	23.73175
Observations	147	147	147	147	147

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (03): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2013-2019

Correlation

	ROE	ROA	BPA	DPA	BNR
ROE	1.000000	0.458576	0.424064	0.079085	-0.082937
ROA	0.458576	1.000000	0.878841	0.442624	-0.084506
BPA	0.424064	0.878841	1.000000	0.431605	-0.062034
DPA	0.079085	0.442624	0.431605	1.000000	0.378334
BNR	-0.082937	-0.084506	-0.062034	0.378334	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

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

Dependent Variable: ROE				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/23/20 Time: 14:51				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.032449	0.023742	1.366727	0.1739
BPA	0.003849	0.000697	5.521482	0.0000
DPA	-1.276453	0.954627	-1.337123	0.1833
BNR	-0.003576	0.049040	-0.072925	0.9420
R-squared	0.193137	Mean dependent var	0.092826	
Adjusted R-squared	0.176210	S.D. dependent var	0.234610	
S.E. of regression	0.212939	Akaike info criterion	-0.228788	
Sum squared resid	6.484053	Schwarz criterion	-0.147416	
Log likelihood	20.81592	Hannan-Quinn criter.	-0.195726	
F-statistic	11.40988	Durbin-Watson stat	0.771569	
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (05): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت للمتغير ROE

Dependent Variable: ROE				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/23/20 Time: 15:09				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.220518	0.049419	4.462159	0.0000
BPA	0.000743	0.001258	0.591049	0.5556
DPA	0.746505	1.129515	0.660908	0.5099
BNR	-0.796580	0.240410	-3.313425	0.0012
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.472811	Mean dependent var	0.092826	
Adjusted R-squared	0.374231	S.D. dependent var	0.234610	
S.E. of regression	0.185590	Akaike info criterion	-0.382274	
Sum squared resid	4.236557	Schwarz criterion	0.105960	
Log likelihood	52.09715	Hannan-Quinn criter.	-0.183899	
F-statistic	4.796219	Durbin-Watson stat	1.019705	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (06): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي للمتغير ROE

Dependent Variable: ROE					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 07/23/20 Time: 15:35					
Sample: 2013 2019					
Periods included: 7					
Cross-sections included: 21					
Total panel (balanced) observations: 147					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.049012	0.029861	1.641347	0.1029	
BPA	0.002978	0.000768	3.879413	0.0002	
DPA	-0.602408	0.930286	-0.647552	0.5183	
BNR	-0.047825	0.060544	-0.789920	0.4309	
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.077872	0.1497
Idiosyncratic random				0.185590	0.8503
Weighted Statistics					
R-squared	0.097462	Mean dependent var	0.062128		
Adjusted R-squared	0.078528	S.D. dependent var	0.205382		
S.E. of regression	0.197154	Sum squared resid	5.558341		
F-statistic	5.147360	Durbin-Watson stat	0.838714		
Prob(F-statistic)	0.002078				
Unweighted Statistics					
R-squared	0.182298	Mean dependent var	0.092826		
Sum squared resid	6.571159	Durbin-Watson stat	0.709443		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (07): نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغير ROA

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/23/20 Time: 17:38				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010874	0.003638	2.989379	0.0033
BPA	0.001957	0.000107	18.32909	0.0000
DPA	0.351166	0.146267	2.400862	0.0176
BNR	-0.013281	0.007514	-1.767585	0.0793
R-squared	0.782049	Mean dependent var	0.054516	
Adjusted R-squared	0.777477	S.D. dependent var	0.069164	
S.E. of regression	0.032626	Akaike info criterion	-3.980567	
Sum squared resid	0.152219	Schwarz criterion	-3.899195	
Log likelihood	296.5717	Hannan-Quinn criter.	-3.947505	
F-statistic	171.0369	Durbin-Watson stat	1.410832	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

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

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/23/20 Time: 18:07				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013226	0.007994	1.654448	0.1006
BPA	0.001857	0.000203	9.126190	0.0000
DPA	0.312843	0.182709	1.712246	0.0894
BNR	-0.011584	0.038888	-0.297880	0.7663
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.841277	Mean dependent var	0.054516	
Adjusted R-squared	0.811598	S.D. dependent var	0.069164	
S.E. of regression	0.030021	Akaike info criterion	-4.025571	
Sum squared resid	0.110853	Schwarz criterion	-3.537337	
Log likelihood	319.8795	Hannan-Quinn criter.	-3.827197	
F-statistic	28.34510	Durbin-Watson stat	1.927172	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (09): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي للمتغير ROA

Dependent Variable: ROA				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 07/23/20 Time: 18:43				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011456	0.005237	2.187501	0.0303
BPA	0.001936	0.000130	14.87351	0.0000
DPA	0.342311	0.153270	2.233381	0.0271
BNR	-0.013322	0.010596	-1.257331	0.2107
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.014702	0.1934
Idiosyncratic random			0.030021	0.8066
Weighted Statistics				
R-squared	0.667542	Mean dependent var	0.033308	
Adjusted R-squared	0.660568	S.D. dependent var	0.051036	
S.E. of regression	0.029734	Sum squared resid	0.126427	
F-statistic	95.70994	Durbin-Watson stat	1.695744	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.781939	Mean dependent var	0.054516	
Sum squared resid	0.152296	Durbin-Watson stat	1.407710	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (10): نتائج Chow test للمتغير ROE

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	3.262579	(20,123)	0.0000	
Cross-section Chi-square	62.562457	20	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: ROE				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/01/20 Time: 20:45				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BPA	0.003849	0.000697	5.521482	0.0000
DPA	-1.276453	0.954627	-1.337123	0.1833
BNR	-0.003576	0.049040	-0.072925	0.9420
C	0.032449	0.023742	1.366727	0.1739
R-squared	0.193137	Mean dependent var	0.092826	
Adjusted R-squared	0.176210	S.D. dependent var	0.234610	
S.E. of regression	0.212939	Akaike info criterion	-0.228788	
Sum squared resid	6.484053	Schwarz criterion	-0.147416	
Log likelihood	20.81592	Hannan-Quinn criter.	-0.195726	
F-statistic	11.40988	Durbin-Watson stat	0.771569	
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (11): نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROE

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 08/01/20 Time: 21:08			
Sample: 2013 2019			
Total panel observations: 147			
Probability in ()			
Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	6.046728 (0.0139)	0.001631 (0.9678)	6.048359 (0.0139)
Honda	2.459010 (0.0070)	-0.040387 (0.5161)	1.710224 (0.0436)
King-Wu	2.459010 (0.0070)	-0.040387 (0.5161)	1.145848 (0.1259)
GHM	-- --	-- --	6.046728 (0.0191)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

المحلق رقم (12): نتائج Hausman test للمتغير ROE

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	21.375383	3	0.0001	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BPA	0.000743	0.002978	0.000001	0.0249
DPA	0.746505	-0.602408	0.410373	0.0352
BNR	-0.796580	-0.047825	0.054131	0.0013
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: ROE				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/01/20 Time: 21:32				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.220518	0.049419	4.462159	0.0000
BPA	0.000743	0.001258	0.591049	0.5556
DPA	0.746505	1.129515	0.660908	0.5099
BNR	-0.796580	0.240410	-3.313425	0.0012
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.472811	Mean dependent var	0.092826	
Adjusted R-squared	0.374231	S.D. dependent var	0.234610	
S.E. of regression	0.185590	Akaike info criterion	-0.382274	
Sum squared resid	4.236557	Schwarz criterion	0.105960	
Log likelihood	52.09715	Hannan-Quinn criter.	-0.183899	
F-statistic	4.796219	Durbin-Watson stat	1.019705	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (13): نتائج Chow test للمتغير ROA

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	2.294920	(20,123)	0.0030	
Cross-section Chi-square	46.615608	20	0.0007	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/03/20 Time: 10:35				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010874	0.003638	2.989379	0.0033
BPA	0.001957	0.000107	18.32909	0.0000
DPA	0.351166	0.146267	2.400862	0.0176
BNR	-0.013281	0.007514	-1.767585	0.0793
R-squared	0.782049	Mean dependent var	0.054516	
Adjusted R-squared	0.777477	S.D. dependent var	0.069164	
S.E. of regression	0.032626	Akaike info criterion	-3.980567	
Sum squared resid	0.152219	Schwarz criterion	-3.899195	
Log likelihood	296.5717	Hannan-Quinn criter.	-3.947505	
F-statistic	171.0369	Durbin-Watson stat	1.410832	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

الملحق رقم (14): نتائج اختبار Lagrange Multiplier للمتغير ROA

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 08/03/20 Time: 11:08			
Sample: 2013 2019			
Total panel observations: 147			
Probability in ()			
Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	9.700802 (0.0018)	2.086067 (0.1486)	11.78687 (0.0006)
Honda	3.114611 (0.0009)	-1.444322 (0.9257)	1.181073 (0.1188)
King-Wu	3.114611 (0.0009)	-1.444322 (0.9257)	0.229456 (0.4093)
GHM	-- --	-- --	9.700802 (0.0029)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

المحلق رقم (15): نتائج Hausman test للمتغير ROA

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	0.280327	3	0.9637	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BPA	0.001857	0.001936	0.000000	0.6112
DPA	0.312843	0.342311	0.009891	0.7670
BNR	-0.011584	-0.013322	0.001400	0.9629
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: ROA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/03/20 Time: 18:25				
Sample: 2013 2019				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 21				
Total panel (balanced) observations: 147				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013226	0.007994	1.654448	0.1006
BPA	0.001857	0.000203	9.126190	0.0000
DPA	0.312843	0.182709	1.712246	0.0894
BNR	-0.011584	0.038888	-0.297880	0.7663
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.841277	Mean dependent var	0.054516	
Adjusted R-squared	0.811598	S.D. dependent var	0.069164	
S.E. of regression	0.030021	Akaike info criterion	-4.025571	
Sum squared resid	0.110853	Schwarz criterion	-3.537337	
Log likelihood	319.8795	Hannan-Quinn criter.	-3.827197	
F-statistic	28.34510	Durbin-Watson stat	1.927172	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال البيانية
VII	قائمة الملاحق
VIII	قائمة الاختصارات والرموز
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح
3	الفرع الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأهميتها
4	الفرع الثاني: أنواع سياسات توزيع الأرباح وأشكالها
4	1- أنواع توزيع الأرباح
5	2- أشكال توزيع الأرباح
7	الفرع الثالث: طرق سياسة توزيع الأرباح ومحدداتها
7	1- طرق توزيع الأرباح
8	2- محددات سياسة توزيع الأرباح
8	1-2 محددات قانونية
9	2-2 محددات تعاقدية
9	2-3 محددات اقتصادية
10	المطلب الثاني: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
11	الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي
11	الفرع الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي
11	1- مؤشرات قياس الأداء المالي التقليدية

11	1-1 مؤشرات التوازن المالي
12	2-1 نسب السيولة
12	3-1 نسب التدفقات النقدية
12	4-1 نسب النشاط
13	5-1 نسب الربحية
13	2- بعض المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي
13	1-2 القيمة الاقتصادية المضافة EVA
13	2-2 القيمة السوقية المضافة MVA
14	3-2 مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI
14	4-2 نسبة Tobin's Q
16	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
16	1- عوامل داخلية
17	2- عوامل خارجية
18	المطلب الثالث: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي
18	الفرع الأول: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح Dividend Irrelevance theory
18	الفرع الثاني: نظرية عصفور في اليد Bird in the hand theory
19	الفرع الثالث: نظرية الوكالة Agency theory
19	الفرع الرابع: نظرية التفضيل الضريبي
19	الفرع الخامس: نظرية تكاليف الصفقات
20	الفرع السادس: نظرية الإشارة
21	المبحث الثاني: الإطار التطبيقي لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي
21	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
23	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
30	المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة
37	خلاصة الفصل
38	الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة
39	تمهيد
40	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
40	المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة

40	الفرع الأول: تقديم بورصة الكويت
40	1- نبذة حول بورصة الكويت
44	2- مؤشر بورصة الكويت
45	3- ملخص أداء بورصة الكويت للفترة 2019/2013
47	الفرع الثاني: تقديم الحالة المدروسة
49	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
51	المطلب الثاني: الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة
51	الفرع الأول: الاختبارات المستخدمة في الدراسة
52	الفرع الثاني: نماذج بيانات السلاسل المقطعية
54	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة وعرضها
54	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
54	الفرع الأول: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
56	الفرع الثاني: معاملات ارتباط متغيرات الدراسة
57	الفرع الثالث: تقدير ومفاضلة نماذج بيانات السلاسل المقطعية Panel Data
57	1- تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية
57	1-1 بالنسبة للمتغير التابع ROE
58	2-1 بالنسبة للمتغير التابع ROA
59	2- المفاضلة بين نماذج بيانات السلاسل المقطعية
60	1-2 بالنسبة للمتغير التابع ROE
60	1-1-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت
60	2-1-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي
61	3-1-2 المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي
62	2-2 بالنسبة للمتغير التابع ROA
62	1-2-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت
63	2-2-2 المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي
64	3-2-2 المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي
65	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
67	خلاصة الفصل
68	خاتمة
72	قائمة المصادر والمراجع

79	الملاحق
94	فهرس المحتويات