



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير  
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

# مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُكمّمة - دورية ربع سنوية

للسنة  
الحادية والأربعون

Vol. 41, No.3; Jul. 2023

عدد يوليو 2023



[www.sams.edu.eg/crdc](http://www.sams.edu.eg/crdc)

رئيس مجلس الإدارة  
أ.د. محمد حسن عبد العظيم  
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير  
أ.د. أنور محمود النقيب  
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

## تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري

دكتور

**أحمد سمير العدل**

دكتوراه الفلسفة في إدارة  
الأعمال

دكتور

**محمد محمود عبد**

**العليم**

أستاذ إدارة الأعمال  
المساعد

أكاديمية السادات للعلوم  
الإدارية

### الملخص باللغة العربية:

استهدفت الدراسة استكشاف تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضيتها تم الاعتماد على التحليل المالي للقوائم المالية وإيضاحاتها لجمع البيانات والمعلومات، وبلغت عينة الدراسة 83 شركة قامت بتوزيعات الأرباح خلال الفترة الممتدة من 2014 وحتى 2020، واختبار درجة التأثير؛ فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي بين عائد الأرباح وتقلبات سعر السهم، ووجود تأثير معنوي بين توزيعات الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

### الكلمات المفتاحية:

سياسات توزيع الأرباح، مرونة الأسهم، عائد الأرباح، توزيعات الأرباح، القيمة السوقية، سوق المال.

---

**The Abstract:**

The study aimed to explore the effect of dividend policy on the fluctuations in the stock prices of companies listed on the Egyptian stock market. To achieve the objectives of the study and test its hypothesis, we relied on the financial analysis of the financial statements and their explanations to collect data and information. The study sample amounted to 83 companies that paid dividends during the period from 2014 to 2020, and to test the degree of influence; Multiple regression analysis was used. The study found a significant effect between dividend yield and share price fluctuations, and a significant effect between dividend distributions and share price fluctuations in Egyptian joint stock companies listed on the Egyptian stock market.

**Key words:** Dividend distribution policies, stock flexibility, dividend yield, dividends, market value, money market.

## أولاً: مقدمة

يولي المديرون الماليون بالمنظمات أهمية كبيرة لتحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى للمنظمة في ظل التركيز المستمر على هدف تعظيم قيمة المنظمة، وكذلك في ظل التفضيلات غير المتجانسة للمستثمرين فيما يتعلق بتوزيع أرباح الأسهم. وقد ازدهرت الأدبيات الأكاديمية في هذا المجال من خلال مجموعة شاملة من النظريات والدراسات التجريبية، ومع ذلك فإن تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم لا يزال يُعد لغزاً في ضوء النتائج المتناقضة في الأسواق المختلفة (المناصير، 2020) (Ross, Westerfield et al. ) (2022).

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى تقسيم أرباح المنظمة إلى توزيعات أرباح للمساهمين وإعادة الاستثمار في فرص استثمارية جديدة (القرشي، 2020). يبدو الأمر ضرورياً ومثيراً للجدل لجميع قرارات الإدارة المالية في مثل هذا التمويل الحديث للمنظمات. ومن الجدير بالقلق ليس فقط من قبل المديرين ولكن أيضاً من قبل المستثمرين. من وجهة نظر المديرين؛ من المتوقع الحفاظ على السيولة للتشغيل اليومي وضمان الصحة المالية لاستثمار رأس المال المستقبلي للمنظمات من خلال تعديل سياسات توزيع الأرباح (Roy 2015) (Hakeem, ) (Bambale et al. 2016). أما من وجهة نظر المستثمرين فإنها أداة ترسل إشارات فيما يتعلق بالقدرة على توليد الإيرادات، كذلك تمكن المستثمرين من تقييم قيمة المنظمة باستخدام بعض النماذج المتعلقة بتوزيعات الأرباح (Ross, Westerfield et al. 2022).

بالتالي فإن تأثير سياسة توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم يُعد نقطة بحثية مستمرة (الصاوي، 2016)؛ فعلى الرغم من أن الموضوع تم إجراؤه في سياقات مختلفة، سواء في الأسواق المتقدمة أو الناشئة، إلا أن نتائج البحث تبدو غير متسقة مع مرور الوقت. والأمر الأكثر إثارة للاهتمام هو أن تأثير سياسات توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم تختلف بشكل كبير مع مرور الوقت في العديد من الأسواق؛ لذلك كان هذا التأثير معين في أوقات مختلفة وسياسات مؤسسة أيضاً.

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، ولذلك فإن هذه الدراسة ستعطي فكرة ليس فقط للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية ولكن أيضاً لإدارة الشركة لصياغة سياسات توزيع الأرباح وفقاً لسلوك المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري في الوقت الحاضر.

## ثانياً: الإطار المفاهيمي للدراسة والدراسات السابقة

إن الهدف المالي الرئيس للمنظمة هو تعظيم ثروة المساهمين (Erasmus and Sciences 2013) (Els, Gaalen et al. 2019)، ويتحقق ذلك الهدف عند ارتفاع قيمة السهم. ويمكن قياس النمو في قيمة الأسهم من خلال معيارين؛ يتمثل الأول في توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين، حيث إن سياسة توزيع الأرباح تؤدي دورًا مهمًا في عوائد المساهمين وفي نهاية المطاف ثروة المساهمين، فيجب اتخاذ قرار بشأن الطريقة التي سيتم بها توزيع أرباح المنظمة (Bartlett, Beech et al. 2014). حيث يحدد قرار توزيع الأرباح مدى الربح الذي سيتم الاحتفاظ به داخل المنظمة والذي سيتم توزيعه على المساهمين كأرباح (Hussainey, Mgbame et al. 2011). في حين يتمثل المعيار الثاني في زيادة سعر السهم؛ أي نمو رأس مال السهم، ويشار إلى الزيادة/النقصان في سعر السهم خلال فترة زمنية قصيرة بتقلبات أسعار الأسهم (Oldert 2005)، والذي يستخدم كمقياس للمخاطر التي يتعرض لها المستثمرون (Hussainey, Mgbame et al. 2011). ويأخذ المستثمرون في الحسبان كلا المعيارين، أي تقلب أسعار الأسهم وسياسة توزيع الأرباح (Hussainey, Mgbame et al. 2011).

تفترض نظرية عدم أهمية توزيعات الأرباح أن سعر السهم لن يتغير كرد فعل على توزيعات الأرباح المدفوعة من قبل المنظمة (Viviers, Firer et al. 2013). وهذا يعني أن تقلب أسعار الأسهم كرد فعل على أرباح الأسهم ليس نتيجة لسياسة توزيع الأرباح، وبالتالي فإن أرباح الأسهم لا علاقة لها بالتغيرات في أسعار الأسهم (Renberg and Nylander 2013). وقد جادل مودجليان وميلر 1961 بأن المساهمين غير مباشرين بمدفوعات أرباح الأسهم، وبالتالي لا تُعد أرباح الأسهم عاملاً محددًا للاستثمار في المنظمة عن طريق شراء أو بيع الأسهم. وترتكز نظريتهم على حقيقة أن المساهم سيحصل على منفعة مالية بغض النظر عما إذا كانت في شكل أرباح أو نمو لرأس المال (الصاوي، 2016)، وبالتالي فإن قرار الاستثمار لن يتأثر بما إذا كانت الأرباح مدفوعة أم لا، وذلك لأن توزيعات الأرباح تُعد غير ذات صلة كشرط للتدفق النقدي للمستثمر؛ لأنه يمكنه إنشاء تدفق نقدي خاص به من الاستثمار عن طريق بيع الأسهم في أي وقت، مما يجعل متطلبات توزيعات الأرباح للتدفق النقدي أغراضًا لا علاقة لها بالموضوع. تعتمد نظرية عدم أهمية توزيعات الأرباح في MM على عددٍ من الافتراضات حول السوق المالية وسلوك المساهمين، والافتراضات الثلاثة الرئيسية هي (Renberg and Nylander 2013): سوق رأس المال المثالي، السلوك العقلاني للمساهم، اليقين التام.

أما نظرية أهمية توزيعات الأرباح فقد قامت على استنتاج بعض الباحثين بأن سياسة توزيع الأرباح يمكن حسابها ذات تأثير إيجابي (Kamyabi, Nazemi et al. 2014) أو تأثير سلبي في سعر السهم (Lashgari, Ahmadi et al. 2014) (Salari, Abbasian et al. 2012). وأدت العلاقات بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم إلى نظرية أهمية توزيعات الأرباح، والتي اقترحت أن أسعار الأسهم سوف تتأثر

عند دفع أرباح الأسهم. فوفقاً لنظرية الإشارة يعتقد المستثمرون أن الإدارة يمكنها نقل المعلومات حول التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح المعلنة من قبل الشركة ( Erasmus and Sciences 2013). وهذا ما يسمى تأثير الإشارة لأرباح الأسهم. حيث قد تكون أرباح الأسهم المعلنة أداة اتصال قوية فيما يتعلق بالآفاق المستقبلية وتوقعات النمو التي قد تطمح إليها الشركة (Dionne and Ouederni 2011). حيث يؤدي تأثير الإشارة المتصور دوراً مهماً في العلاقة بين أرباح الأسهم وسعر السهم. وفقاً لدراسات مختلفة (محمد، 2020)، يعتقد أن التغييرات في توزيعات الأرباح تنقل معلومات للمستثمرين حول الأرباح المستقبلية المتوقعة للشركة. يعتقد المستثمرون أن المديرين يشيرون - عن قصد أو دون قصد- إلى توقعات الشركة الحالية والمستقبلية (Kamyabi, Nazemi et al. 2014). أما وفقاً لنظرية الوكالة التي تنص على أن تضارب المصالح يمكن أن ينشأ عندما يتعين على مديري الشركة التصرف نيابةً عن المساهمين (محمد، 2020). يحدث هذا عندما تكون الأموال الفائضة من الأرباح متاحةً للمدير بالإضافة إلى المبلغ المطلوب من الأرباح المحتجزة، وبعد توزيع الأرباح. يجب استثمار الأموال الفائضة التي تزيد على الأرباح المحتجزة المطلوبة في "قرص استثمارية ذات قيمة مضافة" (Erasmus and Sciences 2013) داخل الشركة نيابةً عن المساهمين؛ من أجل تعظيم ثروتهم (المناصير، 2020). إذا كان المدير غير قادر على استثمار الأموال بطريقة مناسبة، فقد يُنظر إلى الأموال على أنها أسوأ إدارتها. غالباً ما يتم تخفيف الحل المقترح لهذه المشكلة عن طريق دفع المزيد من الأرباح (ميتون، 2004). ومن خلال دفع أرباح الأسهم من الأموال الفائضة بدلاً من الاحتفاظ بالنقد، يعمل المديرين بشكل واضح على زيادة ثروة المساهمين ويتصرفون بما يحقق مصلحتهم الفضلى ( Viviers, Firer et al. 2013). غالباً ما يعتقد المساهمون أن هذا هو أفضل تخفيف لمشكلة الوكالة؛ لأنه يمكنهم بعد ذلك استثمار الأموال وفقاً لتقديرهم الخاص، وليس تقدير المدير. ويمكن أن يؤدي التخفيف من مشكلة الوكالة المتصورة عن طريق دفع أرباح الأسهم إلى زيادة الطلب على هذه الأسهم، وبالتالي زيادة سعر السهم. ومع ذلك، فإن عدم معالجة مشكلة "الوكالة" قد يؤدي إلى بيع المساهمين للأسهم وانخفاضها في السعر. قد يؤدي الاضطرار إلى التخفيف من مشكلة الوكالة المحتملة في نهاية كل سنة مالية إلى زيادة تقلب أسعار الأسهم إذا لم يتم تنظيم سياسة توزيع الأرباح بطريقة حكيمة. أما نظرية تأثير العملاء فتعتمد على حقيقة أن المستثمرين يستثمرون لأغراض مختلفة وباحتياجات مختلفة لتحقيق أهداف مختلفة (Erasmus and Sciences 2013). وتتعلق هذه الأهداف بتوزيعات الأرباح المنتظمة أو نمو رأس المال لسعر السهم ( Erasmus and Sciences 2013). يتم تفسير التفضيل بين توزيعات الأرباح المدفوعة أو نمو رأس المال من خلال النظر في الآثار الضريبية وتفضيلات التدفق النقدي للمساهمين (محمد، 2020).

وانطلاقاً من أهمية توزيعات الأرباح ينبغي على المديرين دراسة سياسة توزيع الأرباح بعناية؛ لأنها أحد المعايير الرئيسية لتعظيم ثروة المساهمين (المناصير، 2020). يسلط (Ramadan and Sciences 2013)



الضوء على طريقتين يمكن أن تتبعهما سياسة توزيع الأرباح، وهما: طريقة توزيع الأرباح المدارة وطريقة توزيع الأرباح المتبقية. وفقاً لطريقة توزيعات الأرباح المدارة تشير زيادة توزيعات الأرباح إلى زيادة في الأرباح المستقبلية المتوقعة، وهذا يعني أن هيكل توزيعات الأرباح سيكون متسقاً ولن يتم تطبيق زيادات الأرباح إلا إذا كان من الممكن تحملها واستمرارها على المدى الطويل (Firer, Gilbert et al. 2008). وعند استخدام طريقة توزيع الأرباح المدارة؛ تهدف الإدارة إلى تحقيق نمو سلس لأسعار الأسهم وبالتالي الحد من تقلبات الأسعار نتيجة لتوزيعات الأرباح. أما طريقة توزيع الأرباح المتبقية فتجاهل الشركة وإدارتها تأثير توزيعات الأرباح في المساهمين، وأن تستخدم بدلاً من ذلك سياسة توزيع الأرباح بما يتناسب مع القدرة المالية الحالية للشركة على دفع توزيعات الأرباح عندما يكون النقد متاحاً (Ramadan and Sciences 2013). وهذا يعني أنه لن يتم الإعلان عن أرباح الأسهم إلا إذا كان لدى الشركة أي أرباح ونقدية متاحة للتوزيع (Bartlett, Beech et al. 2014). ومن فوائد طريقة توزيع الأرباح المتبقية أنها تقضي على مشكلة نظرية الوكالة وتضع جميع الأموال النقدية الفائضة في أيدي المساهمين/المستثمرين (القرشي، 2020). يمكن أن تؤدي توزيعات الأرباح المدفوعة بهذه الطريقة إلى توزيعات أرباح غير منتظمة، مما قد يؤدي بدوره إلى زيادة تقلب أسعار الأسهم في ظل فرضية نظرية الإشارات (Viviers, Firer et al. 2013).

تختلف أسعار الأسهم بسبب توفر معلومات جديدة عن المنظمة، مثل الأرباح المعلنة أو التغيير في أعضاء مجلس الإدارة، وكذلك إلى أي مدى تختلف هذه المعلومات الجديدة عما هو متوقع داخل السوق (Ilaboya and Aggreh 2013). تؤكد دراسة (Hussainey, Mgbame et al. 2011) على أن تقلب أسعار الأسهم كمقياس للمخاطر مهم لكل من المستثمرين والشركة، حيث سيقوم المستثمرون بتقييم تقلبات السهم عند اتخاذ قرارات الاستثمار. وتفضل الشركات بدورها تقلبات أقل في أسعار الأسهم لضمان انخفاض المخاطر بالنسبة للمستثمرين (Shanikat). ويرى (Hashemijoo, Mahdavi Ardekani et al. 2012) أن مديري المنظمة يمكنهم استخدام قرار سياسة توزيع الأرباح في محاولة لتحقيق الاستقرار في تقلبات أسعار الأسهم، حيث يفضل المستثمرون الاستثمار في الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر منخفضة ومستويات مماثلة من العائد. إذا كان من الممكن بالتالي الحد من تقلبات أسعار الأسهم باستخدام سياسة توزيع الأرباح، فإن المديرين يهدفون إلى هيكل سياسة توزيع الأرباح الخاصة بهم.

في دراسة (Hussainey, Mgbame et al. 2011) والتي شملت شركات بريطانية في الفترة من 1998 إلى 2007، بعد استبعاد الشركات المالية. تم استخدام عائد توزيعات الأرباح ونسبة توزيع الأرباح كمتغيرات مستقلة رئيسية، وتضمنت المتغيرات الضابطة: حجم الشركة، والديون طويلة الأجل، ونمو الشركة وتقلب الأرباح. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين تقلبات أسعار الأسهم ونسبة توزيع الأرباح،

ووجود علاقة إيجابية بين تقلب أسعار الأسهم وعائد الأرباح. كما توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح يمكن استخدامها لتقليل تقلبات أسعار الأسهم، ولكن نسبة توزيع الأرباح لها دور أكثر أهمية تؤديه من عائد الأرباح (Dividend Yield (DY).

أما دراسة (Profilet 2013) والتي تم تطبيقها على شركات في جميع الصناعات بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من 2010 إلى 2012، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين عائد الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن نظرية الإشارة كانت موجودة في الولايات المتحدة الأمريكية وأن الأسهم التي قدمت أرباحًا أعلى؛ كانت أقل خطورة.

في حين استهدفت دراسة (Kamyabi, Nazemi et al. 2014) التحقيق في الشركات غير المالية، في الفترة من 2008 إلى 2012، وتوصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح وعائد الأرباح لهما علاقة إيجابية كبيرة مع تقلبات أسعار الأسهم، وبالتالي يمكن استخدام سياسة توزيع الأرباح لتحقيق الاستقرار في تقلبات أسعار الأسهم. أما دراسة (Salari, Abbasian et al. 2012) فقد أوصت بأنه يمكن استخدام سياسة توزيع الأرباح لتقليل تقلبات أسعار الأسهم عن طريق زيادة توزيعات الأرباح وعائدات الأرباح.

واستهدفت دراسة (Kenyoru, Kundu et al. 2013) بحث العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم خلال الفترة من 1999 إلى 2008. وقد اقتصرتم المتغيرات على عائد توزيعات الأرباح وتوزيعات الأرباح فقط ولم تتضمن أي متغيرات رقابية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كلٍ من: عائد الأرباح ونسبة توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم. وخلصت الدراسة إلى أنه يمكن هيكلة سياسة توزيع الأرباح لزيادة مدفوعات أرباح الأسهم؛ من أجل الحد من مشكلة "نظرية الوكالة".

أما دراسة (Dewasiri, Banda et al. 2015) استهدفت فحص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم باستخدام عينة من 40 شركة مدرجة في بورصة كولومبو للأوراق المالية لمدة عشر سنوات من 2005 إلى 2014. ووجدوا أن هناك تأثيرًا سلبيًا كبيرًا في توزيعات الأرباح، وتأثيرًا إيجابيًا كبيرًا من حجم الشركة، ولا يوجد دليل على وجود تأثير كبير من عائد توزيعات الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم. وتشير النتائج إلى أن ارتفاع توزيعات الأرباح من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم المتقلبة، في حين أن ارتفاع عائد الأرباح يمهّد الطريق نحو مزيدٍ من التقلبات في أسعار الأسهم على المدى القصير.

توصلت دراسة (Sugathadasa and Development 2018) إلى وجود علاقة غير ذات أهمية بين توزيع أرباح الأسهم وتقلب أسعار الأسهم. ومع ذلك، توصلت دراسة (Harshapriya 2016) إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم في دراستها التي أجريت في سريلانكا، كما توصلت



دراسة (Hooi, Albaity et al. 2015) في الشركات الماليزية إلى أن نسبة توزيع الأرباح لها علاقة سلبية كبيرة مع تقلبات أسعار الأسهم. في حين كشفت دراسة (Mehmood, Ullah et al. 2019) الذين أجروا دراسة في باكستان عن تأثير إيجابي كبير لنسبة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم. تم العثور على معظم الأدبيات المتعلقة بنسبة توزيع أرباح الأسهم لتكون هناك علاقة سلبية كبيرة بين توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم. يتم احتساب توزيعات الأرباح عن طريق قسمة أرباح السهم الواحد لشركة ما على ربحية السهم الواحد لشركة معينة.

في حين استهدفت دراسة (Ahmad, Alrjoub et al. 2018) الوقوف على تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم في الأردن. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عائد الأرباح وحركة سعر السهم. وهذا يعني أن ارتفاع عائد توزيعات الأرباح للشركات يجعل تقلبات أسعار الأسهم أقل؛ مما يؤدي إلى مزيد من الاستقرار في سعر السهم. في حين توصلت دراسة (Gunaratne, Priyadarshanie et al. 2015) إلى أن عائد أرباح العام السابق له تأثير كبير وإيجابي في تقلبات أسعار الأسهم، في حين أن عائد أرباح العام الحالي ليس له أي تأثير في تقلبات أسعار الأسهم بين شركات التصنيع في سريلانكا. يتم احتساب عائد الأرباح عن طريق قسمة الأرباح السنوية للسهم الواحد على متوسط سعر السوق للسهم الواحد. بينما توصلت دراسة (Shah, Noreen et al. 2016) إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين توزيعات الأرباح وتقلب أسعار الأسهم بين الشركات الباكستانية.

كانت قضية سياسة توزيع الأرباح محور نقاش الباحثين جوردون، وشابيرو، وموديجلياني، لأكثر من نصف قرن. ويمكن أيضًا تعريف توزيعات الأرباح على أنها معدل التدفق النقدي وغير النقدي الذي يحصل عليه المستثمرون كعائد على استثماراتهم في أسهم الشركة (القرشي، 2020). ويعتقد باسكال فرانسوا أن توفر السيولة والنمو والتوسع وتفضيلات المساهمين الحاليين وفرص الاستثمار المربحة بجانب البنك - هي من أهم العوامل التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح (البراجنة، 2019). يتم استخدام تقلب أسعار الأسهم كمقياس للمخاطر التي تواجه المستثمرون. ومع زيادة التقلبات، يزداد الربح أو الخسارة وفقًا لذلك على المدى القصير. يفضل المساهمون الأسهم ذات المخاطر الأقل. كلما قلت المخاطرة، كان الاستثمار أفضل (كيندر، 2002).

### ثالثاً: مشكلة وتساؤلات البحث

على الرغم من الكم الهائل من الأبحاث التي أجريت حول سياسة توزيع الأرباح، لا تزال هناك فجوات من المنظورين النظري والتجريبي. تتجمل مشكلة توزيع الأرباح عن وجود سياسة توزيع الأرباح في عالم متعدد المتغيرات ومعقد (Ross, Westerfield et al. 2022). لاحظ (Erasmus and Sciences 2013) أن

سياسة توزيع الأرباح هي ظاهرة تتأثر بالعادات واللوائح والرأي العام والتصورات والظروف الاقتصادية العامة والعديد من العوامل الأخرى. وهذا يعني ضمناً أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن "صياغتها رياضياً وبشكل موحد لجميع الشركات في جميع الأوقات".

تواجه الشركات المصرية مسألة ما إذا كان عليها دفع نسبة كبيرة أو قليلة أو صفر من أرباحها كأرباح أو الاحتفاظ بأرباحها لمشاريع التمويل المستقبلية (الصاوي، 2016). هذه المشكلة مستمرة، لأن المديرين الماليين يريدون أيضاً تلبية احتياجات المساهمين لإرضائهم باعتبارهم مالكي المنظمة، لذلك من الأهمية بمكان أن يتخذ المديرين مثل هذه الخطوات التي ترضيهم. يحتاج بعض المساهمين إلى المال بشكل مستمر، لذلك يفضلون توزيع الأرباح؛ بينما يهتم الآخرون بمتابعة الدفعات ويفضلون مكاسب رأس المال.

علاوة على ذلك، يفضل المساهمين الشركات ذات العوائد المرتفعة لأنهم بحاجة إلى دخل مستمر من استثماراتهم، وذلك لأن ارتفاع الأسعار أقل أهمية من دخل الاستهلاك الحالي. وبسبب واقع التعامل مع المصالح المتعارضة لمختلف المساهمين ونوع سياسات توزيع الأرباح تتحمل الشركات إما عواقب إيجابية أو سلبية فورية على أسعار أسهم المنظمات أو ما إذا كان ينبغي لها تحديد نسبة توزيع أرباح عالية وتقديم عائد أرباح مرتفع لتعظيم سعر السهم. وبالتالي؛ فإن المديرين غير قادرين على التوقع بشكل مؤكد إلى أي درجة ستؤثر استراتيجية سياسة توزيع الأرباح في تغيرات أسعار الأسهم على المدى الطويل.

وتُبين مراجعة الدراسات السابقة ذات الصلة مثل (Els, Gaalen et al. 2019) (Salari, ) (Ramadan ) (Hussainey, Mgbame et al. 2011) (Umwari 2015) (Abbasian et al. 2014) (and Sciences 2013) كذلك أن العوامل الرئيسية التي تؤثر على تقلب أسعار أسهم الشركة تشمل: حجم الشركة، والرافعة المالية، وتقلبات الأرباح والنمو في أصول الشركة ". ومع ذلك، فإن هذا الرأي يدعم اقتراحات Brigham, 2005 حيث يُنظر إلى سياسة توزيع أرباح الشركة على أنها عامل محدد رئيسي لتغيرات أسعار الأسهم. ومع ذلك، فقد أجريت العديد من الدراسات حول تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلب أسعار الأسهم (Hooi, Albaity et al. 2015)، وقد أجريت تلك الدراسات في أسواق رأس المال المتقدمة في وقت مبكر نسبياً.

وفي الآونة الأخيرة، تزايد حجم الدراسات المتعلقة بتأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلب أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، ولكن نادراً ما توجد مثل هذه الدراسات في سوق الأوراق المالية المصري.

يتمثل الغرض من هذه الدراسة البحثية في معرفة ما إذا كان هناك تأثير لسياسات توزيع الأرباح في تقلب أسعار الأسهم. وستستكشف الدراسة أيضاً ما إذا كان من الممكن استخدام سياسة توزيع الأرباح لتقليل

تقلبات أسعار الأسهم التي تعاني منها الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري. ومن ثم فإن التساؤل الرئيس للبحث هو:

"هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري"

ينبثق من التساؤل الرئيس السابق التساؤلات الفرعية الآتية:

- 1- هل هناك تأثير لعائد الأرباح (DY) Dividend Yield وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟
- 2- هل هناك تأثير لتوزيعات الأرباح (DP) Dividend Payout وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟

#### رابعاً: هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في محاولة الوقوف على تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وينبثق من الهدف الرئيس للبحث الأهداف الفرعية الآتية:

- 1- الوقوف على تأثير عائد الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.
- 2- الوقوف على تأثير توزيعات الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

#### خامساً: أهمية البحث

تتمثل أهمية الدراسة فيما يأتي:

- الأهمية العلمية: تُعد الدراسة الحالية امتداداً للفكر المالي الذي حاول اختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم، حيث تسلط الدراسة الحالية المزيد من الضوء على تأثير سياسات توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم، ومن ثم مساعدة المستثمرين في سوق الأوراق المالية والمحليين الماليين وأصحاب المصالح لفهم هذا التأثير، بما يسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية المثلى.

- الأهمية العملية: تتمثل الأهمية العملية في تزايد الحاجة إلى تحسين قرارات الاستثمار والتمويل. لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليل عملي من البيئة المصرية؛ من خلال محاولة توفير نموذج لاختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم. كما تسهم الدراسة الحالية في تمكين أصحاب المصالح من تقييم الفرص الاستثمارية بشكل أفضل.

### سادساً: فروض البحث

في ضوء تساؤلات البحث، وأهدافه وبعد مرجعة الدراسات السابقة، فقد تمت صياغة الفروض التالية:

- 1- يوجد تأثير معنوي بين عائد الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.
- 2- يوجد تأثير معنوي بين توزيعات الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

### ثامناً: منهجية البحث

#### 1/8: مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة المدرجة والمتداولة في سوق الأوراق المالية المصري، والتي حققت أرباحاً، وقامت بالإعلان عن أرباحها خلال فترة الدراسة بغض النظر عن طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه هذه الشركات. في حين تتمثل عينة الدراسة في جميع الشركات المساهمة المدرجة في المؤشر EGDY100. وذلك في ظل العديد من المحددات التي تم وضعها من قبل الباحث والتي تتمثل فيما يأتي:

- 1- توافر القوائم المالية والإيضاحات المتممة لها، وذلك خلال فترة الدراسة (2014-2020).
  - 2- توافر كل البيانات الخاصة بأسهم الشركات والمتمثلة في (حصّة السهم، الأرباح الموزعة، سعر الإغلاق اليومي للسهم) خلال الفترة الممتدة من (2014-2020).
  - 3- تداول أسهم الشركات قبل وبعد تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح.
- وتطبيق المحددات السابقة بلغ مجموع عدد الشركات الخاضعة للدراسة بعد استيفاء الشروط السابقة (63) شركة، وذلك بعد استبعاد الباحث للشركات التي تعمل في قطاع البنوك والخدمات المالية من عينة الدراسة

لما لها من طبيعة خاصة. ويوضح الجدول الآتي التوزيع القطاعي للشركات التي ستضمها الدراسة وذلك كما يأتي:

### جدول رقم (1)

#### التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

النسبة	العينة	القطاع
%12.70	8	موارد أساسية.
%12.70	8	رعاية صحية وأدوية.
%17.46	11	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات.
%17.46	11	عقارات.
%14.29	9	سياحة وترفيه.
%12.70	8	أغذية ومشروبات وتبغ.
%6.35	4	تجارة وموزعون.
%6.35	4	مواد البناء.
%100	63	الإجمالي

المصدر: عينة الدراسة بالاعتماد على بيانات سوق الأوراق المالية المصري؛ أعداد متفرقة.

### 2/8: مصادر الحصول على البيانات :

اعتمد الباحث في جمع بيانات الدراسة التطبيقية على القوائم المالية للشركات، وتقارير مجلس الإدارة، والإيضاحات المتممة للقوائم المالية، إضافة إلى موقع [www.Mubasher.info](http://www.Mubasher.info) والمتخصص في تجميع البيانات المختلفة للشركات العاملة في الأسواق المالية بالوطن العربي.

### 3/8: فترة وحدود الدراسة:

تغطي الدراسة الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة (2014-2020)، وذلك بهدف اختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم، كذلك تقتصر الدراسة التطبيقية فيما يختص بالعوامل المؤثرة في تقلبات أسعار الأسهم كعوامل رقابية لضبط العلاقات بين المتغيرات في النموذج العام - على بعض خصائص الشركات (الرفع المالي، حجم الشركة، تقلبات الأرباح، النمو في أصول الشركة).

#### 4/8: متغيرات البحث:

##### المتغير التابع: (تقلبات أسعار الأسهم)

تم الاعتماد في قياس المتغير تقلبات أسعار الأسهم على القيمة القصوى لأعلى وأدنى أسعار الأسهم لأن هذه الطريقة أفضل بكثير من أخذ أسعار الإغلاق والافتتاح السنوية. ويعني ذلك أعلى سعر سنوي للسهم مطروحاً منه أقل سعر للسهم. الهدف من هذه الدراسة البحثية هو استكشاف التغيرات في تقلبات أسعار الأسهم وتأثير سياسة توزيع الأرباح فيها. ومن ثم فإن تقلب أسعار الأسهم هو المتغير التابع. يمثل تقلب أسعار الأسهم مخاطر منهجية للشركات (Hussainey, Mgbame et al. 2011)، ويتم صياغته على النحو الآتي، وفقاً لـ (Lashgari, Ahmadi et al. 2014).

$$\text{تقلبات أسعار الأسهم} = \frac{(\text{أعلى سعر لسهم الشركة } t \text{ في السنة } t - \text{أعلى سعر لسهم الشركة } t \text{ في السنة } t)}{(\text{أعلى سعر لسهم الشركة } t \text{ في السنة } t - \text{أعلى سعر لسهم الشركة } t \text{ في السنة } t) \div 2}$$

##### المتغيرات المستقلة: (سياسات توزيع الأرباح)

وتتمثل في سياسات توزيع الأرباح، وقد تم قياسها بعدة متغيرات تتمثل فيما يأتي:

##### 1- نصيب السهم من صافي الربح (DY):

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية}}{\text{متوسط عدد الأسهم}}$$

##### 2- نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DP) dividend payout:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

(Anazonwu, Egbunike et al. 2018)(Nyere and Wesson 2019)

##### المتغيرات الضابطة:



### 1- حجم الشركة (SI):

يتم قياس حجم الشركة على أساس القيمة السوقية للشركة، والتي يتم حسابها بضرب عدد الأسهم العادية المصدرة مع سعر السوق الحالي للسهم الواحد. ومن المتوقع أن يتأثر تقلب أسعار الأسهم بحجم الشركة (Hashemijoo, Mahdavi Ardekani et al. 2012) وأوصت دراسة ( Zakaria, Muhammad et al. ) (2012) بأن تقلب أسعار الأسهم سيكون أعلى بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة مقارنةً بالشركات الكبيرة. ويرجع ذلك إلى أن الشركات الصغيرة لديها معلومات أقل سهولة بالنسبة للمستثمرين وانخفاض سيولة أسهمها. أما دراسة (Salari, Abbasian et al. 2014) فتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين حجم الشركة وتقلب أسعار الأسهم، في حين توصلت دراسة (Lashgari, Ahmadi et al. 2014) إلى وجود علاقة غير معنوية بين حجم الشركة وتقلب أسعار الأسهم.

حجم الشركة = عدد الأسهم العادية المصدرة × سعر السوق الحالي للسهم الواحد.

### 2- الرفع المالي (LI):

تشير الرافعة المالية إلى نسبة التمويل الخارجي إلى حجم الأموال المقدمة من المساهمين فهي مقياس لمدى استخدام الشركات للأسهم والديون لتمويل أصولها (Els, Gaalen et al. 2019). كما تشير نسبة الرفع المالي إلى مدى قدرة الشركة على تغطية ديونها من أصولها في الميزانية العمومية ( Bartlett, Beech et al. ) (2014). ويمكن اعتبار الرافعة المالية عاملاً مساهماً في مخاطر الشركة؛ لأنها تعني ضمناً أن الدين يمكن أن يتجاوز أصول الشركة. وقد يؤدي ذلك إلى زيادة مخاطر الشركة عند الاستثمار فيها، وهو ما سيظهر في زيادة تقلب أسعار الأسهم. حيث تؤثر ديون الشركة على تكلفة رأس المال وبالتالي على سياسة توزيع الأرباح بشكل مباشر. توصلت دراسة (Umwari 2015) إلى وجود علاقات إيجابية مهمة بين الرافعة المالية وتقلب أسعار الأسهم.

$$\text{الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي التزامات الشركة}}{\text{إجمالي أصول في نهاية العام}}$$

### 3- تقلبات الأرباح (EV):

يشير تقلب الأرباح إلى التباين في الأرباح من سنة إلى أخرى، وتعد أرباح الشركة مهمة لغرض هذه الدراسة البحثية؛ لأن أرباح الأسهم يتم الإعلان عنها من أرباح الشركة ويمكن أن يكون لها تأثير مباشر في تقلبات أسعار الأسهم، ومن المتوقع أن تؤدي الأرباح المتقلبة إلى تقلبات عالية في أسعار الأسهم

(Hussainey, Mgbame et al. 2011)، حيث يفضل المستثمرون الاستثمار في الشركات التي لديها توقعات أرباح مستقرة على المدى الطويل، مما يزيد من درجة اليقين لدى المستثمرين.

#### 4- النمو في أصول الشركة (AG):

يمكن قياس نمو الشركة من خلال حساب النمو في أصول الشركة من سنة إلى أخرى ( Ramadan and Sciences 2013). يمكن ربط النمو المستمر في أصول الشركة بانخفاض المخاطر وبالتالي تقليل تقلبات أسعار الأسهم. أكدت دراسة (Hashemijoo, Mahdavi Ardekani et al. 2012) أن الشركات التي تعمل على تنمية أصولها من المرجح أن يكون لديها تقلبات منخفضة في أسعار الأسهم، وخاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، التي لا تزال في مراحل نمو عالية مقارنةً بالشركات الكبيرة.

#### 4/8: الأسلوب الإحصائي المستخدم:

#### 5/8: منهجية البحث:

لاختبار فروض الدراسة؛ تم الاعتماد على نموذج الانحدار لاختبار تأثير سياسات توزيع الأرباح كمتغير مستقل، في تقلبات أسعار الأسهم كمتغير تابع؛ مُعبراً عنها في النموذج الآتي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1DY + \beta_5SI + \beta_6LI + \beta_7EV + \beta_8AG + \Sigma$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1DP + \beta_5SI + \beta_6LI + \beta_7EV + \beta_8AG + \Sigma$$

حيث أن:

Y	تقلبات أسعار الأسهم.
DY	نصيب السهم من صافي الربح.
DP	نصيب السهم من الأرباح الموزعة.
SI	حجم الشركة.
LI	الرفع المالي.
EV	تقلبات الأرباح.

AG

النمو في أصول الشركة.

### تاسعًا: نتائج التحليل الإحصائي:

يتناول هذا الجزء عرض وتحليل البيانات التي تم جمعها من القوائم المالية للشركات محل الدراسة ومناقشة النتائج؛ من خلال عرض البيانات التي تم جمعها أثناء عملية إجراء البحث باستخدام التحليل الوصفي وتحليلها باستخدام تحليل الانحدار، وذلك كما يأتي:

#### 1- اختبار مدى اتباع البيانات للتوزيع الطبيعي Normal Distribution Test:

للتحقق من مدى اقتراب بيانات الدراسة من توزيعها الطبيعي قام الباحث باستخدام اختبار Kolmogorov-Sminrov وكذلك اختبار Shapiro-Wilk وذلك من أجل التأكد من أن نمط التوزيع الذي تسلكه بيانات الدراسة هو توزيع طبيعي، وذلك على مستوى متغيرات الدراسة، وذلك من أجل تحديد نوع الاختبارات التي سيستخدمها الباحث في التحليل الإحصائي للبيانات، وذلك ما بين اختبارات معلمية واختبارات الإحصاء اللامعلمي، ويوضح الجدول الآتي قيم اختبار Kolmogorov-Sminrov وكذلك اختبار Shapiro-Wilk ومستوى المعنوية لكل متغيرٍ من متغيرات الدراسة.

#### جدول رقم (2)

#### التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة المتصلة

Variables	Kolmogorov-Smirnov Statistic		Shapiro-Wilk Statistic	
	Value	Sig.	Value	Sig.
تقلبات أسعار الأسهم. Y	0.136	0.200*	0.965	0.960
نصيب السهم من صافي الربح. DY	0.190	0.200*	0.984	0.598
نصيب السهم من الأرباح الموزعة. DP	0.161	0.200*	0.997	0.732
حجم الشركة. SI	0.233	0.200*	0.997	0.780
الرفع المالي. LI	0.262	0.200*	0.826	0.992
تقلبات الأرباح. EV	0.142	0.200*	0.972	0.965
النمو في أصول الشركة. AG	0.203	0.200*	0.934	0.720

المصدر: إعداد الباحث؛ اعتمادًا على نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من الجدول السابق أن مستوى المعنوية لاختبار Kolmogorov-Sminrov، وكذلك اختبار Shapiro-Wilk أكبر من 5% وذلك على مستوى جميع متغيرات الدراسة، وبناءً على ذلك فإن البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

## 2- اختبار مدى قوة نموذج الدراسة وقدرته التفسيرية

من أجل التحقق من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي بين متغيرات الدراسة المستقلة؛ تم استخدام اختبار Multicollinearity Test، والذي من خلاله يمكن حساب معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لكل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع، وذلك للنموذج العام للدراسة، بالإضافة إلى التحقق من خلو متغيرات الدراسة من مشكلة الارتباط الذاتي باستخدام اختبار Durbin Watson Test. ويمكن إيضاح ذلك من خلال الجدول الآتي:

### جدول رقم (3)

#### نتائج اختبار Multicollinearity Test & Durbin Watson Test

المتغيرات المستقلة		Y	
		VIF	Tolerance
نصيب السهم من صافي الربح.	DY	3.275	0.309
نصيب السهم من الأرباح الموزعة.	DP	1.291	0.786
حجم الشركة.	SI	2.720	0.373
الرفع المالي.	LI	1.289	0.694
تقلبات الأرباح.	EV	1.654	0.699
النمو في أصول الشركة.	AG	1.158	0.434
قيمة (Durbin Watson Test).		2.448	

المصدر: إعداد الباحث؛ اعتمادًا على نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح من الجدول السابق رقم (3) ما يأتي:

- إن قيم اختبار Variance Inflation Factor (VIF) لغالبية متغيرات الدراسة المستقلة والرقابية لنموذج الدراسة أقل من (10)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي، حيث إن الارتباط بينها لا يوجد له دلالة إحصائية ومنخفض جدًا؛ الأمر الذي يدل على قوة النموذج المستخدم في تفسير وتحديد تأثيرات المتغيرات المستقلة في المتغير التابع.
- إن قيمة اختبار Durbin Watson Test المحسوبة بلغت (2.448)، وهي بذلك تقع ضمن المدى المثالي وهو الذي يقترب من (2 - 2.5)، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة المستقلة التي تؤثر في صحة نموذج الدراسة.

### 3- التحليل الوصفي :

يعرض الجدول الآتي رقم (4) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يأتي:

#### الجدول رقم (4)

إحصائيات وصفية لسياسة توزيع الأرباح ومتغيرات تقلب أسعار الأسهم

Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Y	83	0.68175576	0.35783685	-0.0172998	0.163233
DY	83	0.20249922	0.12177753	0.10849839	0.865319805
DP	83	0.6262641	0.3317706	-0.025453575	0.092299935
SI	83	12.446889	3.2407389	0.1274091	1.0161438
LI	83	0.244664385	0.220940475	-0.02155965	0.108589005
EV	83	0.107609565	0.631027215	0.03195906	0.345088905
AG	83	0.19523469	0.01432116	0	1.47647745

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

من الجدول، متوسط المتغير التابع، تقلب الأسعار (Y)، هو 0.68175576. إذا افترض أن سعر السهم يتبع التوزيع الطبيعي، فيمكن العثور على متوسط تقلب سعر السهم. يتم ضرب متوسط تقلب السعر البالغ 0.68175576.

الانحراف المعياري لتقلبات الأسعار هو 0.3783685. هذا هو مدى اختلاف تقلب أسعار الأسهم بين الشركات في سوق الأوراق المالية المصري. في المتوسط، يُعد تباين التقلبات في سوق رأس المال المصري معتدلاً. قد يتوقع المرء مستوىً عاليًا من التباين في التقلبات في سوق الأوراق المالية المصري، ولكن لا يبدو أن الأمر كذلك في الواقع. المتوسط والانحراف المعياري لنصيب السهم من صافي الربح هو 0.20249922 و0.12177753 على التوالي. متوسط (متوسط) عائد الأرباح، حوالي 20% ليس منخفضًا. تشير هذه النتيجة إلى أن المستثمرين في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري يحصلون على أرباح بنسبة حوالي 20% على استثماراتهم. ربما يفضل المستثمرون توزيعات الأرباح على مكاسب رأس المال في الشركات العملاقة

المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وبالتالي يكونون على استعداد للحصول على أرباح منخفضة؛ لأن هناك مكسباً مؤكداً.

بلغ متوسط نصيب السهم من صافي الربح لشركات العينة كنسبة 0.6262641. وتشير هذه النسبة إلى أن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري تدفع في المتوسط أكثر من 63% من الأرباح المحققة. يبدو أن الدفع يتوافق مع أحكام نماذج سياسة توزيع الأرباح المختلفة. يوضح الانحراف المعياري البالغ 0.3317706 لنسبة توزيع الأرباح لشركات العينات أن التقلب في نسبة التوزيع صغير مقارنة بمتوسط التوزيع. ويعكس هذا الانحراف المعياري استمرار إجراء توزيعات للأرباح بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

يشير متوسط الحجم البالغ 12.44664385 والانحراف المعياري للحجم 0.067384294 إلى أن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري هي ذات حجم متوسط، وأنها لا تختلف كثيراً في الحجم. في حين يشير متوسط الرافعة المالية البالغ 0.244664385 والانحراف المعياري البالغ 0.220940475 إلى أن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري تعتمد على حقوق الملكية بأكثر من 75% من رأس المال، في حين تعتمد على القروض بنسبة أقل من 25% في تمويل استثماراتها. ويرى الباحث أن هذا قد لا يكون مرتبطاً بحقيقة أن سوق رأس المال المصري عبارة عن سوق ضعيفة لا يمكنها توفير مصادر كبيرة للأموال طويلة الأجل. ولكن قد يرجع إلى طبيعة المخاطرة، مما يجعل المقرضين يفضلون التمويل قصير الأجل لما يتمتع به من مخاطر أقل.

كما يصور الجدول السابق أن تقلب أرباح الشركات له قيمة متوسطة تبلغ 0.107609565 مع انحراف معياري قدره 0.631027215. الحد الأدنى والحد الأقصى للقيم هي 0.03195906 و0.345088905 على التوالي. ويشير الانحراف المعياري إلى أن قيمة تقلبات أرباح الشركات محل الدراسة يبلغ 0.631027215، مما يعني أن هناك تشتتاً كبيراً للبيانات عن المتوسط؛ لأن الانحراف المعياري أكبر من المتوسط. ويشير متوسط معدل النمو البالغ 19.5% للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري إلى وجود معدل نمو معقول للشركات في سوق الأوراق المالية المصري. كما يشير الانحراف المعياري لمعدل النمو البالغ 0.14% إلى أن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري تحافظ على نمو مطرد.

#### 4- اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة:

قام الباحث باستخدام مصفوفة الارتباط الخطي البسيط لبيرسون Pearson Correlation Matrix؛ من أجل اختبار علاقات الارتباط الأحادية Univariate Correlation بين متغيرات الدراسة. ويوضح الجدول التالي رقم (5) نتائج تحليل الارتباط بين المتغيرات.



### جدول رقم (5)

#### مصفوفة الارتباط الخطي البسيط لبيرسون بين متغيرات الدراسة

Variable	Y	DY	DP	SI	LI	EV	AG
Y	1						
DY	*-0.172	1					
DP	*-0.312	-0.0862	1				
SI	-0.0389	-0.4452	0.2323	1			
LI	0.1311	0.0467	-0.0234	-0.0380	1		
EV	0.4534	-0.2364	0.0671	-0.0491	-0.1753	1	
AG	0.3416	-0.0207	-0.1817	0.0253	0.3090	0.1464	1

\* التأثير معنوي عند مستوى معنوية (0.05).

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة.

يتضح من الجدول رقم (5) علاقة الارتباط بين: تقلبات سعر السهم، ونصيب السهم من صافي الربح، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، حجم الشركة، الرفع المالي، تقلبات الأرباح، والنمو في أصول الشركة. تُظهر البيانات الواردة في الجدول أن الارتباط المعنوي بين تقلبات الأسعار وعائد الأرباح هو -0.172 مما يؤكد التوقعات بأن تقلبات أسعار الأسهم ونصيب السهم من صافي الربح (عائد الأرباح) مرتبطان بشكلٍ سلبي. كما أظهرت نتائج تحليل الارتباط المعنوي بين تقلبات الأسعار ونصيب السهم من الأرباح الموزعة هو -0.3116، مما يؤكد التوقعات بأن تقلبات أسعار الأسهم ونصيب السهم من الأرباح مرتبط بشكلٍ سلبي.

كما يتضح من تحليل الارتباط وجود علاقة بين تقلبات الأسعار والرافعة المالية، حيث بلغ معامل الارتباط 0.1311. وبالتالي، يبدو أن معامل الارتباط يدعم التوقع بأن تقلب الأسعار يرتبط بشكلٍ إيجابي بالرافعة المالية. ويبلغ معامل الارتباط بين حجم الشركات وتقلباتها -0.0389. وهذا يدعم أيضًا الفرضية القائلة بأن: الشركات الكبيرة تتنوع في كلٍ من الصناعة والجغرافيا. وبالتالي فإن هذه الشركات لديها مخاطر أقل. ويرتبط نمو الشركة أيضًا بشكلٍ إيجابي بتقلب الأسعار بمعامل قدره 0.8416. وهذه النتيجة مخالفة للتوقعات. ومن المتوقع أن يرتبط نمو الشركة سلبًا بتقلبات الأسعار. ويتوافق هذا التوقع مع الحجم. ومن المتوقع أن تكون الشركات التي تتمتع بفرص نمو أقل مخاطر. ويرتبط تقلب الأرباح بشكلٍ إيجابي مع تقلب الأسعار بمعامل 0.4534.

#### 5- نتائج اختبار فروض الدراسة:

قام الباحث باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة، من خلال استخدام نموذج للانحدار ويعرض الجدول التالي رقم (6) ملخص نتائج تحلي الانحدار لاختبار فروض الدراسة وذلك كما يلي:



جدول رقم (6)

نتائج تحليل الانحدار لنماذج الدراسة

النموذج	المتغيرات	معاملات الانحدار ( $\beta$ )	قيمة اختبار (t)	مستوى الدلالة الفعلية P.Value	قيمة اختبار (F) للنموذج	مستوى الدلالة الفعلية للنموذج	معامل التحديد ( $R^2$ )
الأول	C	0.6279	2.5050	0.0136	6.4509	0.0022	0.3408
	DY	-0.9867*	-3.3482	0.0010			
	SI	0.1203**	2.1165	0.0370			
	LI	-0.0733	-0.6481	0.5258			
	EV	0.5836**	2.5853	0.0109			
	AG	0.0007	1.5991	0.1149			
الثاني	C	0.6396	2.6334	0.0096	2.666	0.0000	0.3703
	DP	-1.0108**	-3.6971	0.0003			
	SI	-0.0028	-0.2609	0.8033			
	LI	0.1200	2.1168	0.0369			
	EV	-0.0739*	-0.6560	0.5207			
	AG	0.5727**	2.6025	0.0104			

\* دالة عند مستوى معنوية 0.01  
\*\* دالة عند مستوى معنوية 0.05

1-5 نتيجة اختبار الفرض الأول

استهدف الفرض الأول للدراسة اختبار وجود تأثير معنوي بين عائد الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتوضح نتائج التحليل الإحصائي للدراسة بالجدول رقم (6) لنموذج الانحدار الأول أن معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ (34.08%)، أي أن المتغير المستقل (سياسة عائد الأرباح)، والمتغيرات الرقابية يفسرون حوالي (34.08%) من تباين تقلب أسعار الأسهم يمكن تفسيره من خلال النموذج حيث تفسير المتغيرات المستقلة (سياسة عائد الأرباح، حجم الشركة، تقلبات الأرباح) حوالي 34.08% من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (تقلبات سعر السهم). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج (6.4509) وهي معنوية عند مستوى دلالة (95%) مما يعني ضمناً أن نموذج الانحدار يؤدي إلى تنبؤ أفضل بكثير بتقلب أسعار الأسهم. وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (6) أن معامل الانحدار لمتغير سياسة عائد الأرباح (-0.9867)، وقيمة اختبار (t) بلغت (-3.3482)، وقيمة P.value بلغت

(0.0010)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير معنوي سالب لسياسة عائد الأرباح في تقلبات سعر السهم. وبالتالي يتم قبول الفرض الأول للدراسة. وهذا يتفق مع دراسة (Ahmad, Alrjoub et al. 2018) التي استهدفت الوقوف على تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم في الأردن. وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عائد الأرباح وحركة سعر السهم. وهذا يعني أن ارتفاع عائد توزيعات الأرباح للشركات يجعل تقلبات أسعار الأسهم أقل؛ مما يؤدي إلى مزيد من الاستقرار في سعر السهم. بينما تختلف عن دراسة كل من (Hussainey, Mgbame et al. 2011) التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين تقلب أسعار الأسهم وعائد الأرباح. ودراسة (Dewasiri, Banda et al. 2015) التي توصلت إلى أن ارتفاع عائد الأرباح يمهّد الطريق نحو مزيد من التقلبات في أسعار الأسهم على المدى القصير. ودراسة (Gunaratne, Priyadarshanie et al. 2015) التي توصلت إلى أن عائد الأرباح ليس له أي تأثير في تقلبات أسعار الأسهم بين شركات التصنيع في سريلانكا.

## 2-5 نتيجة اختبار الفرض الثاني

استهدف الفرض الثاني للدراسة اختبار وجود تأثير معنوي بين توزيعات الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتوضح نتائج التحليل الإحصائي للدراسة بالجدول رقم (6) لنموذج الانحدار الثاني أن معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ (37.03%)، أي أن المتغير المستقل (توزيعات الأرباح)، والمتغيرات الرقابية يفسرون حوالي (37.03%) من تباين تقلب أسعار الأسهم يمكن تفسيره من خلال النموذج حيث تفسير المتغيرات المستقلة (سياسة توزيعات الأرباح، حجم الشركة، تقلبات الأرباح، النمو في أصول الشركة) حوالي 37.03% من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (تقلبات سعر السهم). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج (2.666) وهي معنوية عند مستوي دلالة (99%) مما يعني ضمناً أن نموذج الانحدار يؤدي إلى تنبؤ أفضل بكثير بتقلب أسعار الأسهم. وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (6) أن معامل الانحدار لمتغير سياسة توزيع الأرباح (-1.0108)، وقيمة اختبار (t) بلغت (-3.6971)، وقيمة P.value بلغت (0.0030)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير معنوي سالب لسياسة توزيعات الأرباح في تقلبات سعر السهم. وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني للدراسة. وهذا يتفق مع دراسة (Harshapriya 2016) التي توصلت إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم. ودراسة (Shah, Noreen et al. 2016) التي توصلت إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين توزيعات الأرباح وتقلب أسعار الأسهم بين الشركات الباكستانية. وتختلف تلك النتائج مع دراسة (Dewasiri, Banda et al. 2015) التي توصلت لوجود تأثيراً إيجابياً كبيراً من حجم الشركة، ولا يوجد دليل على وجود تأثير كبير من عائد توزيعات الأرباح في تقلبات أسعار

الأسهم. وتشير النتائج إلى أن ارتفاع توزيعات الأرباح من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم المتقلبة. ودراسة (Mehmood, Ullah et al. 2019) الذين توصلوا لوجود تأثير إيجابي كبير لنسبة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم.

## عاشراً: النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية:

### 1- النتائج

سعت هذه الدراسة إلى الإجابة عن التساؤل الرئيس التالي: هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، استندت هذه الدراسة البحثية إلى العديد من النظريات والدراسات وشملت جميع المتغيرات التي تم اقتراحها في تحديد ما إذا كانت هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، في إطار أهداف الدراسة ومنهجها تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

أجريت هذه الدراسة لتحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. خلال الفترة من (2014 - 2020) باستخدام 7 أعوام من بيانات السلاسل الزمنية من 63 شركة تصنيع مدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتبين الإحصائيات الوصفية للبيانات أن القيم المتوسطة لجميع المتغيرات منخفضة باستثناء حجم الشركة. وبالمثل، فإن الانحراف المعياري للنمو مرتفع للغاية مقارنة بالمتغيرات الأخرى، مما يعني وجود تقلب كبير في إجمالي أصول الشركات المختارة في القطاعات المختلفة لسوق المال المصري. في الجزء الأول من تحليلنا.

وتمثلت أهم نتائج الدراسة في أن عائد توزيعات الأرباح وتوزيعات الأرباح، والتي يطلق عليها مجتمعة سياسة توزيع أرباح الشركة، لهما التأثير الأكبر في تقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. يُظهر وجود تأثير معنوي بين عائد الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري وتوضح نتائج النموذج أن سياسة عائد الأرباح وحجم الشركة وتقلبات الأرباح تفسر حوالي 34% من تقلبات سعر السهم.

كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي بين توزيعات الأرباح وتقلبات سعر السهم في الشركات المساهمة المصرية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري وتوضح نتائج النموذج أن سياسة توزيعات الأرباح وحجم الشركة وتقلبات الأرباح تفسر حوالي 37% من تقلبات سعر السهم.

### 2- التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة قيام الإدارة بكل منظمة بأخذ سياسة توزيع الأرباح بعين الاعتبار لما لها من تأثير في تقلبات سعر السهم بسوق الأوراق المالية المصري.
- ضرورة اهتمام المديرين بالمنظمات المختلفة بإدارة واستغلال أصول الشركة والتي تنعكس على تقلبات سعر السهم بسوق الأوراق المالية المصري.
- ضرورة توجيه اهتمام الشركات والباحثين خاصة في اقتصاديات الدول النامية بدراسة العوامل الأخرى المؤثرة على قرار إجراء توزيعات الأرباح.

### 3- مجالات البحث المستقبلية

يرى الباحث في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وجود العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساسًا لبحوث مستقبلية من أهمها:

- توصلت الدراسة إلى أن مجموعة من المتغيرات المستقلة تفسر (34% ، 37%) فقط من تقلبات أسعار الأسهم. لذلك ، يقترح تحديد متغيرات التحكم الأخرى وإدراجها مع متغيرات سياسة توزيع الأرباح. نظرا لأن هذه الدراسة أجريت على الشركات المساهمة المدرجة في المؤشر EGDY100، فيجب إجراء أبحاث مستقبلية لتحديد متغيرات ضابطة أخرى وتكرار الاختبارات لتحديد ما إذا كانت النتائج المختلفة ستظهر. وكذلك إجراء مزيد من الدراسات على الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري لعينة أكبر وتناول قطاعات أخرى، وكذلك الشركات التي تقع في قطاع المؤسسات المالية والبنوك، مع إدخال متغيرات ضابطة مثل: السيولة، هيكل الملكية، وذلك لإمكان تعميم نتائج أثر سياسات توزيع الأرباح في تقلبات سعر السهم.
- دراسة أثر هيكل الملكية على سياسات توزيع الأرباح وانعكاسها على قيمة المنظمة.
- دراسة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح وقيمة المنظمة في سوق الأوراق المالية.



## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- البراجنة، أمجد إبراهيم (2019)، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، ص ص 1 - 185.
- الصاوي، عفت أبو بكر محمد(2016)، "أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على توزيع الأرباح من منظور محاسبي - دراسة تطبيقية"، مجلة كلية التجارة للبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد (2)، المجلد (53)، يوليو، ص ص 1-49.
- الصفار، أيه حسن (2020)، "الحاكمية المؤسسية وأثرها على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة السهم - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية- رماح، العدد (4)، ص ص 17-52.
- القرشي، عبدالله على أحمد(2020)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في شركة يمن موبايل"، مجلة الأندلس للعلوم والتقنية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، العدد (30) يوليو، ص ص 50 - 70.
- المناصير، موسى فلاح(2000)، "محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية، جامعة مؤتة، المجلد(35)، العدد(1)، ص ص 123 - 148.
- محمد، فتح الإله محمد أحمد(2020)، "اختبار أثر نشر توزيع أرباح قطاع البنوك والخدمات المالية المدرجة في السوق المالية السعودية(تداول) على أسعار أسهمها السوقية"، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، رماح، العدد(39)، ص ص 224 - 245.

## ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية

- Ahmad, M. A., et al. (2018). "The effect of dividend policy on stock price volatility: empirical evidence from amman stock exchange." **22**(2): 1-8.
- Anazonwu, H. O., et al. (2018). "Agency cost and dividend payout: A study of selected listed manufacturing firms in Nigeria." **1**(1): 42-51.
- Bartlett, G., et al. (2014). "Financial management: Turning theory into practice".
- Dewasiri, N., et al. (2015). "Dividend policy and stock price volatility: An error corrected approach." **11**(3): 165-171.
- Dionne, G .and K. J. F. R. L. Ouederni (2011). "Corporate risk management and dividend signaling theory." **8**(4): 188-195.
- Els, G., et al. (2019). Fundamentals of finance: a practical guide to the world of finance, LexisNexis.
- Erasmus, P. J. J. o. E. and F. Sciences (2013). "The influence of dividend yield and dividend stability on share returns: Implications for dividend policy formulation." **6**(1): 13-31.
- Firer, C., et al. (2008). "Dividend policy in South Africa." **2008**(68): 5-19.
- Gunaratne, D., et al. (201). (5)Impact of dividend policy on stock price volatility and market value of the firm: evidence from Sri Lankan manufacturing companies. 12th International Conference on Business Management (ICBM).
- Hakeem, S. a. A., et al. (2016). "Mediating Effect of Liquidity on Firm Performance and Dividend Payout of Listed Manufacturing Companies in Nigeria." **8**(1)
- Harshapriya, W. J. S. S. (2016). "The impact of dividend policy on share price volatility: Evidence from banking stocks in Colombo Stock Exchange." **46**.67-27 :(2-1)
- Hashemijoo, M., et al. (2012). "The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market." **4**(1)
- Hooi, S. E., et al. (2015). "Dividend policy and share price volatility." (12, № 1 (contin. 1)): 226-234.
- Hussainey, K., et al. (2011). "Dividend policy and share price volatility: UK evidence." **12**(1): 57-68.
- Ilaboya, O. and M. J. J. o. A. D. Aggreh (2013). "Dividend policy and share price volatility".
- Kamyabi, Y., et al. (2014). "Investigating relationship between dividend policy and stock price volatility of firms accepted at Tehran Stock Exchange." **2**(6): 622-630.

- Kenyoru, N. D., et al. (2013). "Dividend policy and share price volatility in Kenya." **4(6)**: 115-120.
- Lashgari, Z., et al. (2014). "The impact of dividend policy on stock price volatility in the Tehran stock exchange." **3(10)**: 273.
- Mehmood, A., et al. (2019). "Determinants of stock price volatility: Evidence from cement industry." **5(4)**: 145-152.
- Nyere, L. and N. J. S. A. J. o. B. M. Wesson (2019). "Factors influencing dividend payout decisions: Evidence from South Africa." **50(1)**: 1-16.
- Oldert, N. J. J., South Africa: Profile Media (2005). "Profile's unit trusts & collective investments".
- Profilet, K. A. (2013). "Dividend policy and stock price volatility in the US equity capital market".
- Ramadan, I. Z. J. I. J. o. A. R. i. A., Finance and M. Sciences (2013). "Dividend policy and price volatility. Empirical evidence from Jordan." **3(2)**: 15-22.
- Renberg, S. and C. Nylander .(2013) The Relationship between Changes in Cash Dividends and Volatility of Stock Returns: A study of the Swedish Stock Market.
- Ross, S. A., et al. (2022). Fundamentals of corporate finance, McGraw-Hill.
- Roy, A. J. I. J. o. C. G. (2015). "Dividend policy ,ownership structure and corporate governance: An empirical analysis of Indian firms." **8(1)**: 1-33.
- Salari, N., et al. (2012). "Effect of dividend policy measures on stock price volatility in Tehran Stock Exchange".
- Salari, N., et al. (2014). "Effect of dividend policy measures on stock price volatility in Tehran Stock Exchange".
- Shah, S. A., et al. (2016). "Stock price volatility and role of dividend policy: Empirical evidence from Pakistan." **6(2)**: 461-472.
- Shanikat, M. M. "The Accounting Variables' Ability in Explaining the Volatility of Stock's Price: The Case of Amman Stock Exchange." European Journal of Business and Management **6(5)**: 216-223.
- Sugathadasa, D. J. I. J. o. I. R. and Development (2018). "The impact of dividend policy on share price volatility: Empirical evidence with Colombo stock exchange in Sri Lanka." **7(8)**: 352-359.

---

Umwari, E. L. (2015). The impact of dividend yield and dividend pay-out ratios on share price volatility in South Africa, University of Johannesburg (South Africa.)

Viviers, S., et al. (2013). "A review of the dividend payments of South African listed companies during the period 1977-2011." **22**(4): 2-19.

Zakaria, Z., et al. (2012). "The impact of dividend policy on the share price volatility: Malaysian construction and material companies." **2**(5): 1-8.