

العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم  
" دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية "

خالد صبيح الهادي

مدرس إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

**ملخص :**

استهدف البحث دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح معبرا عنها بـ ( نصيب السهم في صافي الربح المعلن ، فنصيب السهم في الأرباح الموزعة ، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، ونصيب السهم في الأسهم المجانية ) وسيولة الأسهم معبرا عنها بـ (معدل دراسة السهم ، نسبة سيولة السهم ) ، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من ٦٠ شركة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية ، والتي تنتمي إلى قطاعات اقتصادية مختلفة ، وذلك بإجمالي عدد مشاهدات ٣٠٠ مشاهدة خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ ، وثبتت الدراسة الحالية تأثير سياسة توزيع الأرباح على سيولة الأسهم.

وتوصلت الدراسة إلى قبول الفرض الرئيسي الأول والفرض الرئيسي الثاني وذلك لوجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل دور الأسهم ونسبة سيولة السهم.

**Abstract :**

The research aimed to study the relationship between the policy of dividend distribution, expressed as (share of shares in public net profit, ratio of liquidity per share and The share is divided into the distributed profits, and the share of the retained earnings The liquidity of the shares expressed by (the stock's study rate and the ratio of the share's liquidity The study was applied to a sample of 60 companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

And that belongs to different economic sectors This is with a total of 300 views during the time period from 2014 to 2018, and the current study demonstrated the effect of the dividend policy.

The study reached the acceptance of the first major hypothesis and the second main complacency, and that is because there is a relationship between the policy of dividend distribution, the turnover rate of shares, and the ratio of equity liquidity.

#### أولاً : المقدمة :

تمثل سياسات توزيع الأرباح أحد محاور اهتمام الباحثين فى مجال الإدارة المالية وذلك لتغير الغرض من الاستثمار من قبل المستثمرين ، وكذلك التغير فى فرص الاستثمار والمخاطر والظروف البيئية الداخلية والخارجية للمنشأة من زمن إلى آخر ومن مكان إلى آخر ، بما يصعب منه إيجاد نموذج محدد وقاطع لسياسات توزيع الأرباح ويظل جهد الباحثين يركز على إيجاد السياسات المناسبة لتوزيع الأرباح فى ضوء تلك المتغيرات ( داوود ، ٢٠١٣ ، ص ١٢١ ).

وتتعلق سياسة توزيعات الأرباح بالاختيار ما بين قرار احتجاز الأرباح وتوزيعها ، وتتضمن ثلاث قضايا جوهرية هى : النسبة من الأرباح الواجب توزيعها ، وشكل هذه التوزيعات ( نقدية أو إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية أو غير ذلك ) ، ومدى ثبات معدل التوزيع واستقراره فمقدار الأرباح التى يتم توزيعها ومدى استقرارها وطريقة التوزيع المتبعة لها مدلولاتها المهمة لدى المستثمرين أثناء تقييمهم لظروف الشركة ومستقبلها ، إذ تساهم فى تشكيل صورة جيدة عنها ، وتشجع مزيد من المستثمرين للاستثمار فيها ، وتنعكس على قرارات سوق الأوراق المالية تجاه العرض والطلب على أسهمها ، لذلك يعد الاختيار السليم لتلك السياسات من القرارات

المهمة خصوصاً للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية ( هندى ، وآخرون ، ٢٠١٨ ، ص ١١٦).

كما تؤدي سياسة توزيعات الأرباح من ناحية أخرى دوراً محورياً في تطوير وتشغيل الشركات ، من خلال تأثيرها المباشر على هيكل الملكية ومصادر تمويل استثماراتها سواء من المصادر الداخلية أو الأموال المقترضة ، وتكلفة مصادر الأموال لديها ، إلى جانب تأثيرها على التدفقات النقدية للشركة وسيولتها ومعدل نموها المستقبلي ، وتوفير التمويل اللازم لتطويرها ، ولهذا تعمل سياسة التوزيع على الموازنة ما بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر السهم، (مصطفى ، ٢٠١٨).

ويعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات الهامة التي تهتم بها المنظمة ، حيث أنه توزيع العائد للأسهم العادية يمثل الهدف المناسب للقرارات المالية في المنظمة في حالة السماح لقوى العرض والطلب أن تعمل في السوق بطريق منظمة ومستمرة وواضحة ، لذلك فإن سياسة توزيع الأرباح يجب أن تتم في ضوء أهداف المنظمة ، بمعنى أن اختيار السياسة التي تؤدي إلى تعظيم قيمة المشروع لحمل الأسهم ، وكذلك تحقيق السيولة المناسبة للسهم في سوق الأوراق المالية. ( بهي ، ٢٠١٧ ، ص ٢٨).

وتعد السيولة للأسهم العادية ذات أهمية بارزة في الأسواق والمؤسسات المالية بشكل عام ، كما تعد من المؤشرات المهمة على نشاط السوق المالي لتقييم أداء الشركات من خلال القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات ، ومدى تفضيل المستثمرين لأسهم شركة معينة دون الأخرى ، إذ تزداد سيولة الأسهم كلما ازداد حجم التداول وسرعة تحويل الموجودات المالية إلى نقد في السوق المالي، ( الدليمي ، ٢٠١٨ ، ص ١٢٣).

ومن خلال هذه الدراسة سيتم توضيح ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح من العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم ، وما إذا كانت العلاقة موجودة في سوق الأوراق المالية المصري أولاً ، وهو ما يمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة.

ثانياً : مشكلة البحث :

يتعرض سعر السهم بعد إعلان توزيعات الأرباح لتغير في السعر حيث غالباً ما يزيد سعره بعد الإعلان فوراً ثم يهبط سعره بعد ذلك بفترة معينة ، ويكون الصعود والهبوط مساويين أو قريبين من قيمة توزيعات الأرباح ، وتظهر مشكلة هذه الدراسة في التساؤل التالي :

هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سيولة الأسهم ؟

وتأسيساً على ما تقدم ممكن تلخيص مشكلة الدراسة وصياغتها في الأسئلة التالية :-

- ١- هل توجد علاقة بين نصيب السهم من صافى الربح ومعدل دوران السهم ونسبة سيولة السهم.
- ٢- هل توجد علاقة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم ونسبة سيولة السهم.
- ٣- هل توجد علاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ومعدل دوران السهم ونسبة سيولة السهم.
- ٤- هل توجد علاقة بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ومعدل دوران السهم ونسبة سيولة السهم.

ثالثاً : هدف البحث :-

أن الهدف الرئيسى للبحث دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى.

وينبثق من هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية :-

- ١- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من صافى الربح المعلن عنه ومعدل دوران السهم للشركة
- ٢- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من صافى الربح المعلن ونسبة سيولة السهم.
- ٣- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم.
- ٤- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونسبة سيولة اسهم.
- ٥- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ومعدل دوران السهم.

- ٦- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونسبة سيولة السهم.
  - ٧- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ومعدل دوران السهم.
  - ٨- تحليل العلاقة بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ونسبة سيولة السهم.
- رابعاً : أهمية البحث :-

- ترجع أهمية الدراسة إلى عدة اعتبارات ، من أهمها ما يلي :-
- ١- اختبار ما إذا كانت المتغيرات ذات العلاقة بسياسة توزيع الأرباح التى يعتقد الباحث أن لها ذات دلالة فى تفسير سيولة الأسهم.
  - ٢- يعتقد الباحث أن النتائج التى ستصل إليها الدراسة الحالية يمكن أن تكون محل اهتمام العديد من أصحاب المصالح مثل إدارة المنظمة ، المستثمرين.
  - ٣- أن التعرف على مسببات سيولة الأسهم فى الشركات المساهمة المصرية وخاصة ما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح ، يمكن أن يوفر رؤية لاتخاذ القرارات من قبل مستخدمى التقارير المالية بصفة عامة والمستثمرين بصفة خاصة.
  - ٤- تعتبر الدراسة الحالية – على حد علم الباحث – هى أول محاولة فى دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على سيولة الأسهم فى مصر.
- خامساً : فروض البحث :

يسعى البحث إلى اختبار صحة الفروض التالية :-

#### الفرض الرئيسى الأول :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل دوران السهم " ونبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية :-

#### الفرض الفرعى الأول :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من صافى الربح المعلن ومعدل دوران السهم " .

#### الفرض الفرعى الثانى :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم " .

### الفرض الفرعى الثالث :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ومعدل دوران السهم "

### الفرض الفرعى الرابع :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ومعدل دوران السهم "

### الفرض الرئيسى الثانى :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح ونسبة سيولة السهم " وينبثق من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية :

### الفرض الفرعى الأول :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من صافى الربح المعلن ونسبة سيولة السهم "

### الفرض الفرعى الثانى :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونسبة سيولة السهم "

### الفرض الفرعى الثالث :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونسبة سيولة السهم "

### الفرض الفرعى الرابع :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ونسبة سيولة السهم "

سادساً : الدراسات السابقة :

١- دراسة : ( على ، ٢٠١٩ ) ، " أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الأرباح وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى "

وهدفت هذه الدراسة إلى اختبار دور حوكمة الشركات كمتغير منظم لعلاقة جودة الأرباح المحاسبية وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى كهدف رئيسى وانبثق منه عدة أهداف هى :

- ١- اختبار تأثير حوكمة الشركات على علاقة جودة الاستحقاقات بسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى.
- ٢- اختبار تأثير حوكمة الشركات على علاقة استمرارية الأرباح بسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى.
- ٣- اختبار تأثير حوكمة الشركات على علاقة المقدرة التنبؤية بسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى.
- ٤- اختبار تأثير حوكمة الشركات على علاقة تمهيد الدخل لسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى.

#### وتوصلت الدراسة إلى :-

- ١- تفاعل حوكمة الشركات مع بعض خصائص جودة الربح المحاسبى يؤدي إلى وجود تباين فى سيولة السهم فى سوق الأوراق المالية مقاسة بحجم التداول وبمدى السعر.
- ٢- وجود تأثير منظم لحوكمة الشركات على علاقة بعض خصائص جودة الأرباح بسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى.
- ٣- أن تأثير جودة الاستحقاقات على سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى مقاسة بمدى السعر غير مرهون بمدى تطبيق الشركة للحوكمة من عدمه.
- ٤- حوكمة الشركات تعتبر أداة هامة لإضفاء المصداقية على المعلومات التى تتضمنها التقارير المالية ، كما أنها تعد بمثابة رسالة من الشركة لسوق الأوراق المالية.
- ٥- قضية المستثمرين ليست فى الاعتماد على رقم الربح المحاسبى من قبل الشركات بقدر ما هى البحث عن أدوات يتم من خلالها الحكم على مصداقية الشركة فى الإعلان عن الربح المحاسبى من عدمه.

٢-دراسة ( بخيت ،٢٠١٩ ) : " قياس مستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب  $egx_{100}$  خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٧ ".  
هدفت هذه الدراسة إلى :-

- ١- التوصل إلى مستوى العلاقة بين مخاطر سيولة السوق وبين العائد المطلوب لمؤشر  $egx_{100}$  في مصر.
- ٢- التوصل إلى طبيعة أثر معدل دوران الأسهم على معدل العائد المطلوب كمؤشر  $egx_{100}$ .
- ٣- قياس مستوى الأثر الناتج من درجة تقلب السوق على مستوى العائد المطلوب لمؤشر  $egx_{100}$ .
- ٤- التعرف على الجوانب النظرية واستعراض المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية المصرية والعلاقة بين مستوى السيولة والعائد المطلوب تحقيقه من الاستثمار فى الأوراق المالية.

#### وتوصلت الدراسة إلى :

- ١- وجود أثر إيجابى لمعدل دوران الأسهم كمقياس لسيولة سوق الوراق المالية على معدل العائد المطلوب لمؤشر  $egx_{100}$ .
  - ٢- وجود اثر ذو دلالة إحصائية للتغيير فى درجة تقلب السوق على مستوى العائد المطلوب لمؤشر  $egx_{100}$ .
  - ٣- وجود اثر ذو دلالة إحصائية للتغيير فى حجم التداول على معدل العائد المطلوب لمؤشر  $egx_{100}$ .
  - ٤- وجود تفاوت كبير بين أحجام التداول اليومية فى البورصة اليومية، وهذا يظهر من خلال ارتفاع معدل الإنحراف المعياري لحجم التداول خلال الفترة بشكل أكبر من قيم باقى المتغيرات.
- ٣- دراسة ( حمودة ، ٢٠١٨ ) : " العلاقة بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم ، دراسة اختبارية على الشركات المصرية " .



هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وسيولة السهم فى الشركات المساهمة المصرية.

### وتوصلت الدراسة إلى :

- ١- وجود علاقة سالبة بين حجم مجلس الإدارة وسيولة الأسهم.
- ٢- لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة ومعدل دوران الأسهم.
- ٣- عدم وجود علاقة بين إزدواجية دور المدير التنفيذى الأول وسيولة الأسهم ( معيراً عنها بمعدل دوران الأسهم ، ونسبة السيولة ).
- ٤- عدم وجود علاقة بين حجم مكتب المراجعة وسيولة الأسهم.
- ٥- وجود علاقة سالبة بين نسبة الملكية الإدارية وسيولة الأسهم.
- ٦- وجود علاقة سالبة بين نسبة الملكية المؤسسية وسيولة الأسهم.

٤- دراسة ( الدليمى ، ٢٠١٨ ) : " تأثير سيولة الأسهم على عوائدها الرأسمالية.

### هدفت هذه الدراسة إلى :

- أ-توضيح المفاهيم النظرية لكل من سيولة الأسهم العادية ، وعوائد الأسهم العادية.
  - ب-قياس سيولة أسهم شركات قطاع التأمين وعوائد الأسهم.
  - ج- تحديد تأثير مستوى سيولة الأسهم على عوائدها الرأسمالية فى قطاع التأمين.
- وتوصلت هذه الدراسة إلى :

- ١- وجود تباين كبير وتذبذب فى حجم التداول خلال فترة البحث ويؤدى ذلك إلى عدم استقرار الوضع الاقتصادى.
  - ٢- هناك تباين كبير وتذبذب فى معدل التغير فى العوائد الرأسمالية للأسهم خلال فترة البحث.
  - ٣- وجود تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لنسبة التغير فى حجم التداول على عوائدها الرأسمالية ، وهناك تأثير سلبي لزيادة حجم التداول على عوائد الأسهم.
- (٥) دراسة ( مصطفى ، ٢٠١٨ ) : " العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع الحالى " .

### هدفت تلك الدراسة إلى :-

- ١- تحليل سياسة توزيع الأرباح وقياس معنوية الاختلاف بين الشركات التى تعرضت للفشل والشركات المستمرة فيما يتعلق بالسياسات المتبعة.
- ٢- تحليل الوضع المالى فى الشركات محل الدراسة وقياس معنوية الاختلاف بين الشركات التى تعرضت للفشل والشركات المستمرة فيما يتعلق بالمتغيرات المالية المختارة.
- ٣- دراسة طبيعة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والوضع المالى للشركة المستمرة ، وتلك التى تعرضت للفشل الفعلى لتقديم دليلاً إضافياً حول علاقة حالة الشركة من حيث الاستمرار والفشل بسياسة توزيعات الأرباح.

### وتوصلت تلك الدراسة إلى :

- ١- اختلاف سياسة توزيع الأرباح جوهرياً فى الشركات التى تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة.
- ٢- يوجد اختلافات جوهريّة بين الشركات المستمرة والشركات التى تعرضت للفشل بالنسبة لمعدل العائد على إجمالى الأصول ، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالى الأصول ، ونسبة الاقتراض إلى إجمالى الأصول ، ومعدل التمويل بالديون ، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة.
- (٦) دراسة ( بهى ، ٢٠١٧ ) : " أثر سياسات توزيع الأرباح على سعر السهم ، بالتطبيق على الشركات المساهمة المتداولة فى البورصة المصرية " .
- هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير سياسات توزيع الأرباح ( النقدية وغير النقدية) على القيمة السوقية للسهم للشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية المصرية.
- وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها وجود علاقة بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية ( كمتغير مستقل ، وربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم ) كمتغيرات ضابطة) من جهة والقيمة السوقية للسهم ( كمتغير تابع) من جهة أخرى ، وأن الأسعار ترتفع بمجرد الإعلان عن التوزيعات النقدية.

- كما أشارت النتائج إلى أن تأثير توزيعات الأسهم المجانية كانت سلبية وضعيفة ، إذا أدت إلى انخفاض طفيف في سعر السهم.

(٧) دراسة (فودة ، ٢٠١٧) : " العلاقة بين سيولة السهم وإدارة الأرباح ، دراسة إختبارية على الشركات المصرية بالبورصة المصرية " .

- هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح (سواء من خلال الاستحقاقات أو الأنشطة الحقيقية ) ، وذلك بالتطبيق على الشركات المساهمة المقيدة والمتداول أسهمها بالبورصة المصرية.

- وتوصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح بصفة عامة تعد بمثابة علاقة سببية تتدفق في اتجاه واحد من سيولة الأسهم معبراً عنها بمدى السعر النسبي ولو غار يتم حجم التداول إلى إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات أو الأنشطة الحقيقية وذلك بعد التحكم في مشكلة الأثر المتبادل بين سيولة الأسهم معبراً عنها بمدى السعر النسبي ( كمتغير مستقبلي ) وبين إدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية ( كمتغير تابع )

(٨) دراسة (Sayari and omri, 2017)

### Earning management, Accruals and stock liquidity

- هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين إدارة الأرباح وسيولة الأسهم في السوق التونسي لتداول الأوراق المالية.

- وتوصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية بين إدارة الأرباح وسيولة الأسهم سواء تم قياسها بحجم التداول أو مدى السعر.

(٩) دراسة (Riah et . al., 2013)

### The Impact of earning management on liquidity case of the Tunisian stock market.

- وهدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين إدارة الأرباح وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية التونسى.
- وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية طردية بين إدارة الأرباح وسيولة الأسهم ، حيث أن الشركات التى تمارس إدارة الأرباح تكون أسهمها أكثر سيولة ، وترجع الدراسة للسبب فى تلك النتائج إلى سببين وهما أن إدارة الأرباح تخفض من تذبذب الأرباح والثانى نقص الوعى لدى المستثمرين.
- ( ١٠ ) دراسة ( قتون ، ٢٠١٣ ) : " أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية " .
- هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على القدرة التفسيرية لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، وكذلك التعرف على شكل التوزيعات الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة ومحاولة الوصول إلى نموذج يفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.
- وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين التوزيعات وقيمة المؤسسة وكان هذا التأثير فى حدود ٩٠% على قيمة المؤسسة ، كما أظهرت النتائج عن وجود علاقة بين التوزيعات المجانية وقيمة المؤسسة حيث بلغ تأثيرها ٣٦% ويعود هذا التأثير الضعيف لقلة استعماله من طرف المؤسسات ، وبالنسبة للمتغير احتجاز الأرباح فقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة وذلك بتأثير فى حدود ٦١% ، وهذا ما يدل على أن المؤسسة تقطع جزء من الأرباح لتمويل احتياجاتها المالية أو بغرض التوسع فى الاستثمارات الجديدة.
- ( ١١ ) دراسة ( داود ، ٢٠١٣ ) : " العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح وأثرها على الأداء السعري للسهم " .
- هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مجموعة العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح وعلى الأداء السعري للسهم للبنوك المدرجة بالبورصة المصرية.

### وتوصلت الدراسة إلى :

- ١- أن عامل الربحية وتوقيتاتها لكل من العائد على الأصول وربحية الملكية وربحية السهم دون ناتج التوزيعات هي الأكثر تأثيراً على الأداء السعري للسهم.
- ٢- أن عامل المخاطر للرافعة المالية دون التقلب في الأرباح جاء في المرتبة الثانية.
- ٣- عامل تذبذب الربحية وحجم وفرص الاستثمار لكلاً من فرص الاستثمار والانحراف المعياري للربحية دون حجم الأصول في المرتبة الرابعة.
- ٤- جاء عامل الربحية وتوقيتاتها لكل من عوامل العائد على الأصول وربحية الملكية وربحية السهم دون تاريخ التوزيعات هي الأكثر تأثيراً على معدل التوزيعات في المركز الأول.

(١٢) دراسة (زيدان ، ٢٠١٢) : " أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم".

- هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المصرية وأثرها على القيمة السوقية للسهم وكذلك توصيف الأداء المالي للشركات والربط بينه وبين نوع سياسة توزيع الأرباح.
- وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن هناك ارتباط طردى بين توزيعات الأرباح (المنتظمة – غير المنتظمة) على القيمة السوقية للسهم ، وأن هناك ارتباط عكسي ضعيف بين الأسهم المجانية والقيمة السوقية للسهم وأن متغير نصيب السهم من توزيعات الأسهم المجانية يفسر بنسبة ٠.٣٥. من التغير الكلى فى المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم).

(١٣) دراسة ( السيد ، ٢٠٠٧) : " منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح " .

- هدفت هذه الدراسة إلى التوصل إلى تأثير سياسات توزيع الأرباح على أسعار الأسهم فى السوق المال المصرى .

### وتوصلت الدراسة إلى :

- ١- وجود علاقة بين مراحل دورة حياة المنظمة وسياسة توزيع الأرباح.

٢- أكدت نتائج الدراسة على أن التغييرات غير المتوقعة فى التوزيعات وإتخاذ المنظمة قرار بدفع توزيعات كان لها تأثير سلبي معنوى على أسعار الأسهم فى السوق المالى ، كما أن قيام المنظمة بعمل تغييرات إيجابية أو سلبية فى سياسة التوزيعات له أثراً سلبياً ومعنوياً على أسعار الأسهم ، فى حين هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للتوزيعات النقدية للسهم.

سابعاً : الخلفية النظرية :

( أ ) سياسة توزيع الأرباح :

١- مفهوم سياسة توزيع الأرباح :

تعد سياسات توزيع الأرباح من القضايا التى مازالت تخضع للكثير من الجدل فى مجال الإدارة المالية نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على القيمة السوقية للسهم فى الأسواق المالية.

وقد وضعت عدة مفاهيم مختلفة لسياسات توزيع الأرباح والتى منها :

- عرفها (أبو فخره ، ٢٠٠٠ ، ص٢٧٤) بأنها المبالغ التى يتقرر توزيعها على المساهمين فى مقابل إستثمار أموالهم وعلى العاملين مقابل الجهد المبذول فى تحقيق هذه الأرباح ، وذلك بعد التحديد الدقيق للربح الذى حققته المنشأة ، ثم تحديد الفائض الذى يمكن توزيعه من هذا الربح المحقق ، وقد يكون هذا التوزيع توزيع نقدى أو توزيع غير نقدى فى شكل أسهم جديدة تضاف إلى رصيد الأسهم التى يمتلكها المساهم.

- كما عرفها (Kapoor, 2009,P.24) بأنها سياسة الشركة والتى تحدد المبلغ الذى سوف يتم دفعه للمساهمين كتوزيعات.

٢- الطرق الحالية لتوزيع الأرباح :

يوجد العديد من السياسات التى تتبعها الشركات عند توزيعها لأرباحها ، حيث تلجأ الشركات عادة إلى السياسة التى تتلاءم وظروفها المالية ، وفيما يلى سيتم عرض سياسات التوزيع النقدية وكذلك سياسات التوزيع غير النقدية ، فى شكل أسهم مجانية.

## ٢-١ التوزيعات النقدية :

للتوزيعات النقدية أهميتها بالنسبة للمستثمر ، فهي تمثل التدفق النقدى الذى يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم فى أسهم المنشأة التى يحملونها ، حيث أن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جالياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين على استهلاكهم الجارى من السلع والخدمات ، ويمكن أن تأخذ التوزيعات النقدية أشكال مختلفة منها :-

### ٢-١-١-١ سياسة التوزيع المستقرة (المنتظمة) :

تتمثل هذه السياسة بأن تقوم المنشأة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح المنشأة وسياسة توزيع الأرباح المستقرة تعنى أن المنشأة لا تعتمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباحها، لأن هذا يعنى التزاماً ضمناً من إدارة المنشأة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذى قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح المنشأة مستقبلاً. وأيضاً تعنى هذه السياسة أن المنشأة لا تعتمد إلى خفض الأرباح الموزعة هذه كلما انخفضت أرباح المنشأة (نهى ، ٢٠١٧ ، ص ٣١) ، فالمنشأة قد تنخفض أرباحها فسنة ما ولكنها تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة ، إلا إذا اعتقدت الإدارة أن الانخفاض فى الأرباح ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادى العام ، ونجد فى الواقع أن كثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك ، وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثيراً إيجابياً على السعر السوقي لأسهم وسيولة تلك الأسهم للشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية.

وهناك العديد من الأسباب التى تدفع حملة الأسهم والإدارة الى تفضيل سياسة استقرار التوزيعات تتمثل فى الآتى ( بهى ، ٢٠١٧ ، ص ٣١) :

أ- المحتوى المعلوماتى للتوزيعات حيث أن عدم استقرار التوزيعات يعد مؤشر غير جيد عن أداء وربحية المنشأة ، فإنخفاض التوزيعات يشير إلى انخفاض فى

الأرباح المتوقعة أما ارتفاع التوزيعات فقد يفسر على أن الإدارة تتوقع زيادة الأرباح مستقبلاً.

ب- عدم استقرار التوزيعات يرفع درجة عدم التأكد لدى المستثمرين وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية مما يترك أثراً سلبياً على القيمة السوقية للسهم.

ج- هناك العديد من المساهمين يعتمدون في إنفاقهم على التوزيعات النقدية التي يحصلون عليها ، ومن ثم فإن عدم استقرار التوزيعات قد يسبب لهم العديد من المشاكل ."

#### ٢-١-٢- سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات :

يؤدي إعادة استثمار الأرباح المحتجزة إلى زيادة مقدار الأرباح ، كما يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمين ومن ثم يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات ، وقد أدى ذلك إلى تحول المنشآت من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو سنوى ثابت للتوزيعات ، وتتوقف إمكانية تطبيق هذه السياسة على نمو الأرباح بمعدل يسمح بزيادة التوزيعات سنوياً (البراجنة ، ٢٠٠٩ ، ص ٢٧).

#### ٢-١-٣- سياسة التوزيعات الإضافية :

في محاولة لبعض الشركات لتحقيق قدر من المرونة فقد قامت بالجمع بين سياستي استقرار التوزيعات واستقرار معدل النمو ، وذلك من خلال إجراء توزيعات منخفضة للسهم مستمرة ومنتظمة بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية وذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ، وتناسب تلك السياسة الشركات التي تتصف أرباحها وتدققها النقدي بالتقلب الشديد ، حيث يمكن للمنشأة توزيع الحد الأدنى من التوزيعات في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو تظهر فيها الحاجة إلى احتجاز الأرباح لمواجهة الاستثمارات التي تحتاجها المنشأة أما في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ولا توجد حاجة لاحتجازها فيمكن للشركة إجراء توزيعات إضافية. ( الشواورة ، آخرون ، ٢٠١٢ ، ص ١٣).



## ٢-١-٤- توزيع نسبة ثابتة من الأرباح :

تلجأ بعض الشركات إلى توزيع نسبة ثابتة من الأرباح الصافية وتحدد هذه النسبة بناءً على تحليل ظروف المنشأة الحالية والمستقبلية ، ويمكن أن تتغير هذه النسبة جزئياً ولكن على المدى الطويل تظل ثابتة ( الظاهر ، ٢٠٠٣ ، ص ١١٢ ).

ومن الممكن أن تلجأ المنشأة إلى إجراء التوزيعات بنسبة ثابتة من الربح ولكن نظراً لأن الربح غير مستقر من فترة لأخرى مما يعنى أن مبلغ التوزيعات ستقلب من فترة لأخرى وفقاً للتغلب في الأرباح ، وفى النهاية نجد أن سياسة التوزيعات النقدية المستقرة للسهم أفضل للمستثمر من سياسة التوزيعات بمعدل ثابت من الربح (حفى ، ٢٠٠٢، ص ٢٢٥).

## ٢-٢- التوزيعات غير النقدية :

قد تفضل بعض المنظمات أداء توزيعات فى شكل غير نقدي ، حيث تستخدم هذه التوزيعات فى شكل أسهم جديدة مصدرة ، أو قد تستخدم هذه التوزيعات فى مضاعفة عدد الأسهم المتداولة أو فى إعادة شراء الأسهم ، حيث تقوم الشركات بتوزيع العائد على المساهمين على صورة أسهم جديدة بدلاً من الصورة النقدية ، وهذا ما يعرف بأسهم المنحة أو الأسهم المجانية ، وفى هذه الحالة يحصل كل مساهم على عدد من الأسهم الإضافية وفقاً لعدد الأسهم التى يمتلكها قبل الإعلان عن تلك التوزيعات وهى إحدى صور الرسملة ، وتعتبر هذه السياسة وسيلة لتدخل المنظمة فى تغيير القيمة السوقية للأسهم المتداولة فى السوق عن طريق زيادة عدد الأسهم المتداولة منها فى سوق الأوراق المالية ، كما أن هذه السياسة تمكن المنظمة من استخدام الأرباح فى فرص الاستثمار المربحة وتقلل حاجة المنظمة إلى السيولة المطلوبة فى حالة التوزيعات النقدية. (بهى ، ٢٠١٧ ، ص ٣٢).

ويرى (هندي ، ٢٠٠٨ ، ص ٣٦٩) ، أن التوزيعات فى صورة أسهم تتم من خلال إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية ، على أن يتم سداد قيمة ما حصل عليه من نصيبه من الأرباح المحتجزة ويطلق على تلك الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة.

### ٣- إجراءات توزيع الأرباح :

يتولى مجلس الإدارة مسئولية الإعلان عن توزيعات الأرباح بعد تقييم أداء المنشأة خلال الفترة المناسبة واستعراض سياسة الاستثمار وخطط التمويل المستقبلية للشركة ، تتوقف عملية دفع التوزيعات على قرار الإدارة ، حيث عند إعلان قرار التوزيع يصبح التوزيع التزاماً على المنشأة يصعب إلغاؤه بسهولة، وبعد الإعلان يتم التوزيع فى تاريخ محدد لكل الملاك ، وقد يعبر عن التوزيعات بأكثر من صورة فيعبر عنها بنسبة حصة السهم من التوزيعات أو كنسبة من القيمة السوقية للسهم أو كنسبة من صافى الدخل أو نسبة من ربحية السهم. (الحنوى ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٨٦).

وتتم إجراءات الدفع طبقاً للتواريخ التالية (بهي ، ٢٠١٧ ، ص ٣٨) :-

- تاريخ الإعلان : هو التاريخ الذى يجتمع فيه مجلس الإدارة والإعلان عن توزيعات أرباح ، وهذا الاجتماع يتم فيه تحديد تاريخ تسجيل حاملى الأسهم وتاريخ الدفع ومبلغ التوزيعات.
- تاريخ التسجيل : فى هذا التاريخ تقوم المنشأة بإغلاق دفاتر تحويل أسهمها ثم يتم عمل قائمة بجميع المساهمين الذين سيتلقون توزيعات حتى هذا اليوم.
- تاريخ سقوط حق مشترى السهم فى توزيعات الأرباح : هو ذلك التاريخ الذى تنفصل فيه التوزيعات عن الأسهم المباعة ، ولهذا إذا أراد المشتري أن يحصل على توزيعات للأسهم التى يشتريها فعليه شراء هذه الأسهم قبل تاريخ سقوط حق مشترى السهم فى توزيع الأرباح أما إذا اشترى الأسهم بعد ذلك التاريخ فإن البائع سيحصل على توزيعات الأرباح للأسهم المباعة.
- تاريخ الدفع : فى هذا التاريخ ترسل المنشأة الشيكات لحملة الأسهم.

### ٤- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح :

إنطلاقاً من الفكر التمويلي الحديث الذى يؤكد أن هناك علاقة وثيقة بين توزيعات الأرباح وبين القيمة السوقية لأسهم المنشأة فى الأسواق المالية ، فإن تعظيم القيمة السوقية للأسهم تستلزم دراسة وتحليل سياسة توزيع الأرباح ، والجوانب الفرعية لها والتي يكون لها هذا التأثير على قيمة الأسهم ، حيث تتوقف سياسة التوزيعات التى

تقرر ها المنشأة على مجموعة من العوامل ، بعضها يتعلق بحملة السهم ، والبعض الآخر يتعلق بإدارة المنشأة ، كما أن بعض تلك العوامل ترجع إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون.

**ونتناول فيما يلي أهم تلك العوامل :**

#### **٤-١- التشريعات القانونية :**

تتميز توزيعات الأرباح من الناحية القانونية ببعض الصعوبات نظراً للاختلاف بين قوانين الدول المختلفة ، ولكن رغم هذا الاختلاف يمكن القول بصفة عامة بأن القيود القانونية تهدف إلى حماية دائنى المنشأة المساهمة وأيضاً حملة الأسهم الممتازة (حنفى ، ٢٠٠٣ ، ص ٢٣٢).

**وتتمثل هذه القواعد فى الآتى :-**

- عدم توزيع أرباح ناتجة من بيع الأصول بقصد حماية المستثمرين.
- توزيع الأرباح من الأرباح المحتجزة أو المحققة فقط.
- لا يجوز توزيع أرباح إذا كانت الالتزامات أكبر من الأصول.
- عدم إجراء توزيع عند زيادة قيمة التوزيعات عن الأرباح الحالية والمتجمعة وإلا اعتبر ذلك تصفية لاستثمارات أصحاب المنشأة.
- التنسيق بين قدرة المنشأة على التوزيعات واتفاقياتها مع الدائنين.
- تحديد الحد الأقصى للتوزيع.

#### **٤-٢- شرط عدم الإضرار برأس المال :**

أى عدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة بقائمة المركز المالى يهدف تدعيم المركز المالى للمنشأة ، حيث يعرف هذا الشرط بقاعدة عدم الأضرار براس المال وهذا الشرط يهدف لحماية الدائنين (حنفى ، ٢٠٠٢ ، ص ٢١٨).

#### **٤-٣- السيولة :**

يرتبط إجراء التوزيعات النقدية بتوافر سيولة كافية ، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها وتزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توافر للمنشأة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية ( هندى ، ٢٠٠٨ ، ص ٣٣١).

وترتبط السيولة بالتدفقات النقدية حيث أشارت الكثير من الدراسات إلى أن معدل توزيع الأرباح المرتفع يشير إلى تدفقات نقدية مرتفعة. (Ingram & Thomas , 1997, P.198)

#### ٤-٤- تقبيدات اتفاقيات القروض :

عادة ما تتطوى العقود الخاصة بالقروض على شرط أو قيود تحد من التوزيعات النقدية للأرباح المحققة بعد منح القرض ، وقد تتضمن هذه العقود على النص بأنه لا يتم دفع أى توزيعات إلا بعد استيفاء شروط معينة مثل الا تقل نسبة التداول أو معدل تغطية الأرباح بالفوائد أو أى معدلات أمان أخرى عن مستوى معين ، فعلى المنشأة أن تلتزم بجدول تسديد القرض وبالتالي فإن الأرباح الصافية تستخدم أولاً لتسديد أقساط القرض المستحقة ، وأيضاً قد تحظر عليها توزيع أرباح على المساهمين إذا أنخفض رأس المال العامل عن مستوى معين (حنفى ، ٢٠٠٢ ، ص ٢٣٢).

#### ٤-٥ - معدلات نمو المنشأة :

يرى (الهوري ، ١٩٨٥ ، ص ٢٨٦) ، أن الشركات التى تزداد أصولها بنسبة كبيرة (التوسع فى النشاط) تكون بحاجة إلى مصادر تمويل كبيرة مما يشجع الشركات على احتجاز أرباحها من أجل استخدامها فى شراء الأصول بدلاً من توزيع هذه الأرباح.

#### ٤-٦- تفضيلات المساهمين الحاليين :

تختلف اهتمامات وتفضيلات المستثمرين من حملة الأسهم بالنسبة لتوزيعات الأرباح ، حيث يفضل البعض التوزيعات النقدية السريعة على الأسهم ، بينما يركز البعض على العائد المستقبلي متمثلاً فى تحسين السعر السوقى للسهم ، وعندما تحدد المنشأة شكل التوزيعات التى تراها ، فإن كل مساهم يقوم بتحديد موقفه من المنشأة فى ضوء مدى تقارب سياسة التوزيع التى تتبعها هذه المنشأة مع رغباته واهتماماته (أبوفخره ، ٢٠٠٠ ، ص ٢١٨).

#### ٤-٧- الاعترافات الضريبية :

يتميز التشريع الضريبي بين التوزيعات والأرباح الرأسمالية ، فحين تعفى التوزيعات من الضرائب فإن الأرباح الرأسمالية تخضع للضريبة ، إلا أن خضوع الأرباح الرأسمالية للضريبة لا يتحقق إلا عند قيام المستثمر ببيع ما يملكه من أسهم ، وعلى هذا يمكن لحملة الأسهم تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية ويفضلون الحصول على توزيعات نقدية، والجدير بالذكر أنه إذا تساوى معدل الضريبة على كل من التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية ففي هذه الحالة يفضل المساهمون عدم إجراء أية توزيعات ويكون من صالحهم احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها حيث يمكن للمساهمين تأجيل دفع الضرائب وبصفة خاصة إذا كانت الدخول الشخصية لهؤلاء المستثمرين تخضع لمعدل ضريبي مرتفع (الحناوى ، ٢٠٠٢ ، ص ٤١٤).

#### ٤-٨- ثبات الإيرادات :

إن الشركات التي تشهد استقراراً نسبياً في الأرباح غالباً ما تدفع نسبة أعلى من الأرباح الموزعة بخلاف تلك الشركات التي لديها تذبذب في الأرباح (يوسف ، ٢٠٠٨ ، ص ٩٤).

#### ٤-٩- خطط إعادة استثمار الأرباح :

تقوم كثير من المنشآت بوضع خطط استثمار توزيعات الأرباح ، ويفضل كثير من المساهمين زيادة حجم مساهمتهم في المنشأة مع توفير تكاليف الشراء من الأسواق المالية، كذلك تحمل المنشأة على احتياجاتها المالية بدون تحمل تكاليف إصدارات جديدة وكذلك بدون زيادة في عدد المساهمين ، وقد تتضمن هذه الخطط استخدام التوزيعات في شراء الأسهم من الأسواق المالية ( أبو سريع ، ٢٠١٠ ، ص ٣٤٠).

#### ٤-١٠- معدلات التضخم المتوقعة :

المعروف إن التضخم يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود ، ونتيجة لذلك تواجه معظم الشركات صعوبة في إحلال أصولها التي إنتهى عمرها الإنتاجي لعدم كفاية الإهلاك المتجمع لتغطية تكلفة شراء الأصول الجديدة ، ونتيجة لذلك تقوم مثل هذه الشركات باحتجاز الجزء الأكبر من أرباحها سنوياً وذلك من أجل زيادة مواردها المالية ، حتى تتمكن من شراء الأصول الجديدة التي ارتفع ثمنها نتيجة لزيادة معدلات

التضخم ، أما في الحالات التي يكون فيها معدل التضخم منخفض ولا تتوقع إدارة المنشأة زيادة كبيرة في ذلك المعدل مستقبلاً فإنه يمكن للشركة القيام بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها والاحتفاظ بجزء أقل كأرباح محتجزه ( مطاوع ، ٢٠٠١ ، ص٥٢٩).

#### ٤-١١- دورة حياة المنشأة :

تحتاج المنشأة في بداية التكوين والنمو إلى مصادر أموال لتمويل احتياجاتها المالية المطلوبة لاستغلال فرص الاستثمار المتاحة لديها ، لذلك تلجأ إلى احتجاز الأرباح كمصدر من مصادر التمويل الهامة لها في هذه المرحلة من دورة حياتها ، ومع بداية نمو ونضج المنظمة تبدأ نسب التوزيعات في الزيادة ، وترتفع هذه النسب في مرحلة استقرار المنظمة نتيجة الاستقرار في حجم الأرباح والنمو المنتظم لها ، وكذلك نتيجة زيادة قدرة المنظمة في الحصول على احتياجاتها المالية من مصادر التمويل المختلفة (أبو سريع، ٢٠١٠، ص٣٤٠).

#### ٤-١٢- طبيعة المساهمين في المنشأة :

فعندما تكون المنشأة ذات ملكية مغلقة (محدودة) أي لا تقوم بطرح أسهم للتداول، فإن الإدارة عادة ما تعرف رغبات هؤلاء المساهمين وتعمل على تحقيق هذه الرغبات وإتباعها ، وذلك فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح ، أما في حالة الشركات المساهمة (الاكتتاب العام) فغالباً لا يمكن لإدارة المنشأة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح المتبعة إلا من خلال تقييم السوق لأسهم هذه المنشأة (بهى ، ٢٠١٧ ، ص٤٣).

#### ٤-١٣ - قدرة المنشأة على الاقتراض :

حيث كلما كانت المنشأة تتوافر لديها قدرة أكبر على الاقتراض كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها على دفع توزيعات الأرباح. (بهى ، ٢٠١٧ ، ص١٤٤)

(ب) سيولة الأسهم :

## ١ - مفهوم وخصائص سيولة الأسهم :

هناك عدة مفاهيم مرتبطة بتعريف السيولة ، كارتباطها بالنقدية أو الأسهم المتداولة ، حيث تم تعريفها بأنها قدرة الشركة على مقابلة التزاماته بشكل فوري ، وذلك من خلال تحويل أى أصل من الأصول إلى نقد سائل وبسرعة (حموده ، ٢٠١٨).

كما يعرف (Aitken and Forde, 2003, P.45) سيولة السهم بأنها قابلية السهم للتحويل إلى نقدية بأقل تكلفة ممكنة ، أى عندما تكون تكلفة التعامل اللازمة لتحويل السهم إلى نقدية أقل ما يمكن يصبح السهم مرتفع السيولة والعكس ، كما يعرف (عبد الحافظ ، ٢٠٠٠ ، ص ٣٥) السيولة بأنها مدى قدرة البائع والمشتري على إبرام الصفقة بسرعة ، وبسعر قريب من السعر الذى أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة ، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق ، وهذا يعنى أن السيولة تتحقق إذا توفرت سمة الانتظام أى سمة انتظام الأسعار ، والتي يقصد بها استقرار الأسعار أى عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى (حمودة ، ٢٠١٨ ، ص ٢٩).

كما أشار (Hachmeister, 2007) إلى أن السيولة يقصد بها تبادل كميات كبيرة من الأسهم العادية بالحجم والسرعة المناسبين مع تأثير ضئيل على السعر ، وقد أشار (Ilmanen, 2011) إلى السيولة بأنها القدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على السعر ، فضلاً عن أن السيولة تعطى المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة ، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول فى الأجل القصير من التداول عن الأجل الطويل.

نستخلص مما سبق أن هناك تعريفين للسيولة ، (حموده ، ٢٠١٨ ، ص ٢٩).

١ - المفهوم النقدي : حيث ينظر للسيولة من خلال كمية الأصول الممكن تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية قصيرة دون تحمل أية خسائر ، ووفقاً لهذا المفهوم تقوم السيولة النقدية من خلال موازنة الأصول الممكن تحويلها إلى نقد بالاحتياجات السائلة للمؤسسة.

- ٢- سيولة الأسهم ( سيولة السوق ) حيث ينظر إلى السيولة بأنها إمكانية شراء وبيع الورقة المالية وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة المالية ، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق. وتحقق السيولة في سوق الأوراق المالية إذا توافرت فيه الخصائص التالية ، والتي تؤثر على أسعار الورقة المالية :
- العمق : ويعنى استمرارية وجود أوامر بيع وشراء على الورقة المالية ، وهذا يؤدي إلى استقرار الأسعار بدرجة كبيرة من عملية لأخرى ، بحيث يقل فيه الاحتمال في التوازن بين الكميات المطلوبة أو المعروضة ، ويقل أثر ذلك الاختلال على تغير الأسعار فينتج عنه تغير طفيف في السعر ويتبع ذلك انخفاض حجم الخسائر المالية إذا حدثت ، وعلى عكس ذلك يتسم السوق غير العميق (ضعيف السيولة) بعدم استمرار أوامر البيع والشراء ، وينتج عن ذلك تغير كبير في أسعار الأوراق المالية إذا حدث اختلال في التوازن بين الكميات المطلوبة والمعروضة.
- الاتساع : ويقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء على الورقة المالية ، مما يحقق استقراراً نسبياً في سعر الورقة المالية ، بمعنى القدرة على شراء الأسهم بأحجام كبيرة وبيعها دون تأثير كبير على السعر.
- سرعة الاستجابة : ويقصد بها أن أي خلل محتمل في العرض والطلب يمكن معالجته من خلال تغير طفيف في الأسعار ، مما يقلل فرصة تردد حامل الورقة في بيعها ، كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل من تاريخ لاحق ، بمعنى سرعة استجابة الأوامر الجديدة بشكل مباشر للتغيرات في الأسعار وبالتالي سرعة معالجة أي خلل محتمل في العرض والطلب على ورقة مالية معينة ، وفي ظل هذه السوق يتوقع أن يقبل صانع السوق هامشاً ربحياً منخفضاً لتلك الورقة لمعرفة أن المخاطر المحتملة لمخزونة من تلك الورقة ستكون ضئيلة إذا ما انخفضت الأسعار ، وتتطلب سرعة استجابة السوق هذه توافر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين ويختلف توافر هذه الخصائص من ورقة لأخرى



مما يجعل سيولة الأسهم في البورصة المصرية تتنوع بين أسهم ذات سيولة مرتفعة وأسهم ذات سيولة منخفضة وأخرى عديمة السيولة.

وتعتبر السيولة من السمات الهامة التي وجب توافرها داخل سوق الأوراق المالية ، فكلما زادت درجة سيولة الأوراق المالية زادت جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين والعكس ، كما يعكس انخفاض سيولة الأسهم صعوبة تداولها داخل سوق الأوراق المالية وتتمثل هذه الصعوبة في ارتفاع التكاليف الكلية ، التي يتحملها المستثمرون عند شراء وبيع تلك الأسهم كما أن فروق الأسعار التي يحصل عليها صناع السوق تمثل أهم تكاليف التداول ، وهى بمثابة التكاليف التي يطلبها صناع السوق نظير خدمة سرعة إتمام الصفقات للبايعين والمشتريين ، فالبايع أو المشتري للورقة المالية يكون أمامه اختياران :

**الأول :** إما الانتظار لحين وصول طرف آخر للتعامل على الورقة للحصول على أفضل الأسعار ، وبالرغم من احتمال حصول البائع أو المشتري على أفضل الأسعار ، إلا ان احتمالية تعرضه لمخاطر تتمثل في احتمالية انخفاض السعر للبايع بدرجة كبيرة عن السعر الذي يشتري به صانع السوق ، أو احتمال ارتفاع السعر للمشتري عن السعر الذي يبيع به صانع السوق ، لذلك تزداد فروق الأسعار التي يطلبها صناع السوق على الأسهم التي تعرضهم لمخاطر سعرية كبيرة ، أى التي يحدث بها تقلبات كبيرة في الأسعار ، وهى الأسهم التي لا تتصف أسواقها بالعمق ، مما يعنى أن صناع السوق سوف يحتفظون بالسهم لفترة طويلة ، ومن ثم تعرضه لاحتمال حدوث تقلبات كبيرة فى سعر السهم.

**الثانى :** إتمام عملية التعامل على الورقة بسرعة بالسعر الذي يعلنه صانع السوق ، ومن ثم تجنب الانتظار وتحويل مخاطر السعر لصانع السوق.

وحيث أن السهم الذى لا يتصف سوقه بالعمق يعتبر سهم غير سائل (ضعيف السيولة) لذلك يزداد فرق السعر (مدى السعر) الذى يطلبه صانع السوق كلما انخفضت درجة سيولة السهم ، لذلك يوضح أن فرق السعر يعد مقياساً للسيولة ، وقد

لا تنتهى مشاكل السيولة بوجود صانع السوق ، لأن الشركات المالية أن تقدم على ممارسة نشاط صانع السوق فى البداية إلا على سهم ذات مستوى سيولة فوق المتوسط ، وبهامش يتناسب مع المخاطر التى يتعرض لها مثل تعرض سعر السهم لتقلبات حادة من عملية لأخرى ، وهذا التقلب فى ظل ضحالة السوق ( احتفاظ صانع السوق بالورقة لفترة زمنية طويلة ) ، وصغر حجم التعامل على الورقة ، يؤدى ذلك إلى تعرض صانع السوق لخسائر قد تكون كبيرة لا يعوضها الهامش الذى يحصل عليه (عبد الرحمن، ٢٠١١ ، ص ٦٩).

٢- قياس سيولة الأسهم :

توجد عدة مقاييس للسيولة ، من أهمها :-

١-مدى السعر (Bid-Ask Spread)

يمثل مدى السعر الفرق بين سعر الطلب (السعر الذى يمكن للمتعاملين الشراء به من الطرف الآخر)، سعر العرض (السعر الذى يمكن للمتعاملين البيع به إلى الطرف الآخر).

٢-حجم التداول (Trading volume)

يستخدم حجم التداول (حجم التعامل) كمقياس لسيولة الأسهم فى السوق ، وذلك لأنه من المحتمل أن يتأثر حجم التداول ببيئة معلومات الشركة ، وكذلك سيولة أسهم الشركة فى السوق ، واختبارياً يرتبط حجم التداول طردياً بسيولة الأسهم.

ويعنى حجم التداول رغبة بعض المستثمرين فى بيع أسهم الشركة ورغبة المستثمرين الآخرين فى الشراء ، وتتوقف درجة التداول على مدى توافر المعلومات الملائمة لكل المتعاملين ، ويرتبط حجم التداول بعلاقة سالبة مع عدم تماثل المعلومات وموجبة مع سيولة الأسهم فى السوق ، فكلما زاد مستوى عدم تماثل المعلومات داخل السوق وعدم وصول المعلومات إلى كل المتعاملين فى السوق ، فإن هذا يعنى تخفيض هؤلاء المتعاملين لتعاملاتهم مع المستثمرين ذوى المعلومات الخاصة ، أو انسحابهم من السوق نهائياً مما يؤدى فى النهاية إلى انخفاض حجم التداول داخل السوق ، وبالتالي انخفاض سيولة الأسهم ، وعلى العكس تماماً كلما انخفض مستوى عدم تماثل

المعلومات داخل السوق وتوافرت المعلومات لكافة المستثمرين فى وقت واحد ، وعدم توقف عمليات النشر والإفصاح عن المعلومات العامة ، يعنى ذلك إقبال المستثمرين على عمليات البيع والشراء للأسهم دون خوف من امتلاك أطراف أخرى معلومات خاصة وعدم انسحابهم من السوق، وكذلك دخول متعاملين جدد للسوق ينتج عنه زيادة حجم التداول وتحسين السيولة فى السوق.

### ٣-نسبة السيولة : (Liquidity Ratio)

يعد مقياس نسبة السيولة مقياس عكسى لمقياس عدم السيولة حيث يتم حسابه عن طريق قسمه حجم التداول ( عدد الأسهم المتداولة ) على التغير المطلق فى سعرها اليومى خلال نفس الفترة.

### ٤-معدل دوران السهم : (Turnover Stock)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد ، للتعرف على نشاط هذه الأسهم فى سوق التداول خلال فترة زمنية معينة ، ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة عدد الأسهم المتداولة ( حجم التداول ) خلال مدة معينة على إجمالى عدد أسهم الشركة القائمة.

### ٥-مقياس ضعف السيولة : (Illiquidity Ratio)

يستخدم هذا المقياس فى حالة نقص المعلومات عن عدد التعاملات التى تتم فى السوق ، وذلك لحساب السعر اليومى لتدفق أوامر البيع أو الشراء ، كما يستخدم هذا المقياس لبيان تأثير حجم التداول اليومى على التغير فى أسعار الأسهم.  
محددات سيولة الأسهم :

توجد مجموعة من العوامل المؤثرة فى سيولة الأسهم يوضحها ( على ، ٢٠١٩ ، ص٣٩ ) :

### - حوكمة الشركات :

حوكمة الشركات بما لديها من قدرة على حل مشكلات تعارض المصالح بين الملاك والإدارة (مشكلة الوكالة) فهى تساهم فى حل مشكلة عدم تماثل المعلومات وإمكانية

وصول فئة من المستثمرين إلى المعلومات وقدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية ، وهذا ينعكس بالطبع على مستوى سيولة الأسهم (Karmani and Ajina, 2012).  
- أداء الشركة :

يعتبر الأداء الخاص بالشركة أحد المحددات الهامة لسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية ، كما أنه من أهم الأهداف الرئيسية التي تعمل الشركة على تطويره باستمرار لجذب المستثمرين ، ويمكن توضيح علاقة بعض مؤشرات الأداء بسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية كما يلي (Singh, 2017) :  
أ- ربحية السهم :

يعتبر مؤشر ربحية السهم من أفضل المؤشرات لسعر السهم الحقيقي وأكثر المقاييس انتشاراً لتقييم أداء الشركات من قبل العديد من المستثمرين ، حيث يميل المستثمرون في استخدامه لمقارنة الشركات وتحديد الشركات الأكثر أداء ، وهو يعتبر من أهم المؤشرات التي ينظر إليه المستثمر في القوائم المالية في نهاية الفترة ، كما يمثل هذا المؤشر أحد المعلومات المالية التي تعرضها قائمة الدخل للشركات المصرية في السنوات الأخيرة كرقم في نهاية القائمة (حسن ، ٢٠٠٩).

وفي هذا الصدد أشار (هندي ، ٢٠٠٠) إلى أن المستثمرين يفضلون الأسهم ذات معدلات الربحية المرتفعة دون الأسهم ذات معدلات الربحية المنخفضة وترتبط تلك التفضيلات بتقليل مخاطر تناقص المعلومات لدى المستثمرين إضافة إلى قوة ومتانة المركز المالي الذي يقف خلف إدارة الشركة المصدرة للورقة ، ويؤدي ذلك في النهاية إلى زيادة فهم المستثمر لأداء الشركة ، وهذا يقلل بدوره من حالة عدم التأكد من تقديرات المستثمرين لربحية السهم في المستقبل ، وتترك تلك الوفورات آثارها الإيجابية في ارتفاع معدل دوران أسهم الشركات ذات معدلات الربحية المرتفعة أو تدنية التقلبات السعرية بالنسبة لعدد العمليات المبرمة على أسهم تلك الشركات وبالتالي فهناك علاقة بين ربحية السهم في ناحية وسيولة السهم من ناحية أخرى.

### ب- معدل العائد على الأصول :

يعد من أهم مقاييس تقييم الأداء وذلك لأنه محصلة جميع بنود قائمة الدخل وقائمة المركز المالى ، كما انه يساهم فى تحليل ومعرفة الأداء الكلى للشركة حيث يعبر عن مدى كفاءة وفاعلية الإدارة فى استخدام الأصول المستثمرة (حسن ، ٢٠٠٩) وبالتالي توليد الأرباح للمساهمين لأن هؤلاء المساهمين يهتمون بصفة أساسية بالعائد على المال المستثمر والقيمة المضافة والمخاطر التى تنطوى عليها الاستثمارات ، فهو يبحث عما إذا كان من الأفضل الاحتفاظ بالأسهم التى يمتلكونها أو يتخلوا عنها عن طريق بيعها فى سوق الأوراق المالية ، وكذلك يفيد المستثمرين المرتقبين فى معرفة هل من الأفضل بالنسبة لهم شراء أسهم تلك الشركة أم لا وبالتالي نجد أنه كلما ارتفع معدل العائد على الأصول زاد الطلب على الأسهم ( داوود ، ٢٠٠٦).

### ج- معدل العائد على حقوق الملكية :

حيث أن المستثمرين الحاليين والمرتقبين سوف يفضلون أسهم الشركات ذات معدل العائد على حقوق الملكية المرتفع ويرتبط ذلك بالأرباح والعوائد التى سوف يحققونها من ذلك المعدل المرتفع الذى يدر عليهم صافى أرباح مرتفعة ، وكذلك يبين ويشير إلى حسن تصرف الشركة تجاه الاستثمارات المقدمة من أصحابها ، وبناء على ذلك يصبح من المتوقع وجود علاقة طردية بين معدل العائد على حقوق الملكية وسيولة الأسهم (Vieira,2010).

### - توزيعات الأرباح :

وهى تعتبر من أهم المحددات التى يمكن أن تترك تأثيراً هاماً على سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية ، حيث ينظر المستثمرون لها باعتبارها مصدر للمعلومات عن كفاءة قسم الإدارة المالية فى تسيير أمور ونشاط الشركة فحملة الأسهم لا تتاح لهم فى الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلى للمنشأة ومن ثم فإنهم ينظرون إليها على أنها مؤشراً للنجاح الذى تحققه.

كما أن قيام الشركة بتوزيع الأرباح يحل للمستثمر مشكلة عدم التأكد المرتبطة باحتمال حصوله على نصيبه من الأرباح فى المستقبل وأنه فى حالة عدم قيام الشركة

بتوزيع الأرباح واحتجازها لأغراض تمويل التوسع والنمو فإن حاملى الأسهم لا يحصلون على عائد مباشر من قبل هذا الفائض المحتجز وبالتالي فإنه كلما زادت توزيعات الأرباح كلما كان هناك زيادة على طلب الأسهم والعكس صحيح فهناك علاقة طردية بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم (داود ، ٢٠٠٦).

- درجة الرافعة المالية :

وتعتبر أحد المتغيرات الهامة التى يمكن أن تؤثر على وضع الشركة لأنها يمكن ان تؤدي إلى زيادة عائد الملاك (حسن ، ٢٠٠٩) ، وكلما زادت درجة الرفع المالى فهذا يعنى أن الأصول غير قادرة على تحقيق عائد يغطى تكلفة فائدة القرض أو التوزيعات المستحقة لحملة الأسهم الممتازة فإن حملة الأسهم هذا سيعانون لأن جزء مما تكسبه الأصول التى قدمها حملة الأسهم يوجه إلى سد الديون.

- الإفصاح المحاسبى :

زيادة درجة الإفصاح المحاسبى بدورها تعمل على توفير المعلومات لكافة المستثمرين وبالتالي هذا يقلل من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومن ثم انخفاض مدى السعر مما ينعكس بالإيجاب على سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية نتيجة لزيادة عدد المعاملات وأحجام التداول.

- الوضع الاقتصادى والسياسى العام :

إن المؤشرات الاقتصادية لها أهميتها فى إعطاء دلالة معينة أو تكهنات فيما سوف يكون عليه سوق الأوراق المالية فى المستقبل ، فإذا أعلنت الحكومة عن موازنة ضخمة فإن ذلك يعنى أن أسعار الأسهم سوف ترتفع قريباً ، وذلك بسبب أن العديد من المستثمرين سوف يستثمرون الأموال التى يحصلون عليها فى سوق الأسهم وهذا يؤدي بالأسعار إلى الارتفاع.

كما أن الوضع الاقتصادى والسياسى للدولة له دور كبير فى التأثير على مستويات أسعار الأسهم فى حالة ازدهار الاقتصاد يؤدي ذلك إلى توفر سيولة فائضة لدى المستثمرين ومن ثم القيام بشراء السهم مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة تلك الأسهم والعكس صحيح ، وكذلك يؤدي الاقتصاد المزدهر إلى الاطمئنان من قبل المستثمر والتفاؤل

وعدم الخوف على أمواله المستثمرة فى الشركات ، أى أنه يقوم بدفع الأموال لعملية الاستثمار ، وإذا لاحظ بوجود انهيار فى الاقتصاد أو تدهور سيؤدى ذلك إلى بيع الأسهم التى لديه ومن ثم زيادة عرض الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها (داوود ، ٢٠٠٦).

ثامناً : منهجية البحث :

سيتم فى هذه الجزئية تصميم البحث من خلال عرض النماذج الرياضية للبحث وتوصيف متغيرات البحث وكيفية قياسها ، ثم تحديد مجتمع البحث وعينة البحث والقطاعات التى تنتمى إليها ومصادر جمع البيانات ، وحدود البحث ، وذلك من خلال النقاط التالية :-

أ- النماذج الرياضية للبحث :

لاختبار فروض البحث تم الاعتماد على نموذج الانحدار لاختبار العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح كمتغير مستقل ، وسيولة السهم كمتغير تابع معبراً عنها بمقاسيين هما (معدل دوران الأسهم ، نسبة سيولة السهم)

**النموذج الأول :**

نموذج الانحدار لاختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل دوران السهم :

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \Sigma$$

حيث :

Y : المتغير التابع ( معدل دوران السهم )

$\beta_0$  : ثابت الانحدار

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$  : معدلات الانحدار للمتغيرات

المستقلة.

$\Sigma$  : الخطأ العشوائى للنموذج

**النموذج الثانى :**

نموذج الانحدار لاختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ونسبة سيولة السهم :

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \Sigma$$

حيث :

Y : المتغير التابع ( نسبة السيولة للسهم )

$\beta_0$  : ثابت الانحدار

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$  : معدلات الإنحدار للمتغيرات المستقلة.

$\Sigma$  : الخطأ العشوائى للنموذج

ب- التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث :

- المتغير التابع : سيولة السهم :

سيتم قياسه من خلال مقياسين هما :

١- معدل دوران السهم :

ويتم قياس معدل دوران الأسمم بنسب حجم تداول الأسمم إلى إجمالي عدد الأسمم القائمة لكل شركة على حدة ، وذلك من خلال التعريف التالى (حمودة ، ٢٠١٨).

$$\text{TURN}_{i,t} = \frac{\text{TVOL}_{i,t}}{N_{i,t}}$$

حيث :

$\text{TURN}_{i,t}$  : معدل دوران الأسمم للشركة i فى الفترة t

$\text{TVOL}_{i,t}$  : عدد الأسمم المتداولة للشركة i فى الفترة t

$N_{i,t}$  : إجمالي عدد الأسمم القائمة للشركة i فى الفترة t

وقد تم الاعتماد على مقياس معدل دوران الأسمم كمقياس لسيولة الأسمم فى السوق ، لأنه يرتبط ارتباطاً وثيقاً بحجم تداول الأسمم ، حيث أنه من المحتمل أن يتأثر حجم تداول الأسمم ببيئة معلومات الشركة ، وكذلك سيولة أسهم الشركة فى السوق ، كما أن ارتفاع معدل دوران الأسمم فى السوق يعنى ارتفاع مستوى سيولة السوق (Prommin et. al.,2014 ، حمودة ، ٢٠١٨)

٢- نسبة السيولة :



يتم قياس نسبة السيولة للسهم بنسبة متوسط إجمالي حجم التداول على القيمة المطلقة لعوائد الأسهم خلال الفترة لكل شركة على حدة وارتفاع نسبة السيولة يعنى ارتفاع سيولة السوق (حمودة ، ٢٠١٨ ، 1997 ، Amihud et. al.)

$$LiQRATIO_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \left( \frac{\sum vol_{i,t}}{\sum R_{i,t}} \right)$$

حيث :

- $LiQRATIO_{i,t}$  : نسبة السيولة للشركة في  $i$  في الفترة  $t$   
 $\sum vol_{i,t}$  : إجمالي عدد الأسهم المتداولة للشركة  $i$  في الفترة  $t$   
 $\sum R_{i,t}$  : القيمة المطلقة لمجموع عوائد الأسهم للشركة  $i$  في الفترة  $t$   
 $D_{i,t}$  : عدد أيام التداول للشركة  $i$  في الفترة  $t$   
 - المتغيرات المستقلة :

وتتمثل في سياسات توزيع الأرباح ، وقد تم قياسها بعده متغيرات تتمثل في نصيب السهم في صافي الربح، نصيب السهم من الأرباح الموزعة ، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، نصيب السهم من الأسهم المجانية.

ويمكن توضيح التعريف الإجرائي للمتغيرات المستقلة من خلال الجدول التالي:  
 جدول رقم (١) التعريفات الإجرائية لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح

| اسم المتغير                    | رمز المتغير | التعريف الإجرائي للمتغير   |
|--------------------------------|-------------|--|
| نصيب السهم من صافي الربح       | $X_1$       | وتتمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح وتحسب كما يلي :<br>ربحية السهم = (صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية / متوسط عدد الأسهم) |
| نصيب السهم من الأرباح الموزعة  | $X_2$       | ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية  |
| نصيب السهم من الأرباح المحتجزة | $X_3$       | ويتم حسابه بقسمة الجزء غير الموزع من الأرباح على عدد الأسهم العادية  |
| نصيب السهم من الأسهم المجانية  | $X_4$       | ويتمثل في نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الاسمية للسهم.  |

- المتغيرات الضابطة :

وهي المتغيرات التي قد يكون لها تأثير على المتغير التابع ، ومن ثم قد تؤثر على عملية قياسه ، ولهذا يتم قياسه لتحديد أثره لجعل القياس يتسم بالدقة والصدق.

ويمكن توضيح التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة ، من خلال الجدول التالى :

جدول رقم (٢) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة

| اسم المتغير                        | رمز المتغير    | التعريف الإجرائي للمتغير  |
|------------------------------------|----------------|---|
| حجم الشركة                         | X <sub>5</sub> | اللوغاريتم الطبيعي لإجمالى أصول الشركة i نهاية الفترة t.  |
| الرفع المالى                       | X <sub>6</sub> | نسبة إجمالى التزامات الشركة إلى إجمالى أصولها فى نهاية العام.   |
| القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية | X <sub>7</sub> | ويتم حسابها بنسبة (القيمة الدفترية للالتزامات مضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية) إلى القيمة الدفترية للأصول |

- مبررات إضافة المتغيرات الضابطة :

١- حجم الشركة : تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط فى نموذج الإنحدار لعزل تأثير حجم الشركة على سيولة الأسهم.

٢- الرفع المالى : تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط فى نموذج الإنحدار لعزل تأثير الدفع المالى للشركة على سيولة الأسهم.

٣- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة : تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط فى نموذج الإنحدار لعزل تأثير القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة على سيولة الأسهم.

ج-مجتمع وعينة البحث :

- مجتمع البحث :

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المساهمة المتداولة فى سوق الأوراق المالية المصرية ، والتي حققت أرباح وقامت بالإعلان عنها خلال فترة الدراسة بغض النظر عن طبيعة القطاع الذى تنتمى إليه هذه الشركات.

- عينة البحث :
- لقد خضعت الشركات للشروط التالية ليتم إدخالها فى عينة الدراسة :
- توافر البيانات الخاصة بحصة السهم من الأرباح الموزعة والمحتجزة والمجانية وأسعار الإعلان اليومية للشركة خلال خمسة أعوام متتالية من عام ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ .
- أن تتوفر القوائم والتقارير المالية السنوية لهذه الشركات خلال أعوام الدراسة.
- توافر شروط التداول للأسهم قبل وبعد تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح. وبذلك بلغ مجموع عدد الشركات التى استوفت الشروط السابقة ، وبالتالي تم إدخالها فى عينة الدراسة (٦٠) شركة ، وذلك بعد استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية من العينة لما لها من طبيعة خاصة والجدول التالى يوضح التوزيع القطاعى لشركات العينة.

### جدول رقم (٣)

#### التوزيع القطاعى لعينة الدراسة

| النسبة | العينة | القطاع                       |
|--------|--------|------------------------------|
| ١٣.٣%  | ٨      | الصحة والأدوية               |
| ١٦.٧%  | ١٠     | الإسكان والعقارات            |
| ٦.٧%   | ٤      | الكيمويات                    |
| ٦.٧%   | ٤      | قطاع الموزعون وتجار التجزئة  |
| ١٣.٣%  | ٨      | السياحة والترفية             |
| ١٣.٣%  | ٨      | الأغذية والمشروبات           |
| ١٦.٧%  | ١٠     | خدمات ومنتجات صناعية وسيارات |
| ١٣.٣%  | ٨      | الموارد الأساسية             |
| ١٠٠%   | ٦٠     | الإجمالى                     |

د- مصادر الحصول على بيانات الدراسة :

تعتمد الدراسة فى جمع البيانات على المصادر الثانوية ، حيث تم الحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الميدانية من شركة مصر لنشر المعلومات .  
ه-حدود الدراسة :

تقتصر الدراسة الحالية على الشركات المتداولة أسهمها فى سوق الأوراق المالية المصرى والتي حققت أرباح وقامت بالإعلان عنها وتمت عملية تداول لأسهمها قبل وبعد تاريخ الإعلان سواء قررت هذه الشركة توزيعها لأرباحها فى صورة نقدية أو صورة غير نقدية أو احتجازها ، وذلك خلال فترة الدراسة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ .

تاسعاً : اختبار الفروض وتحليل نتائج البحث :

١-التحليل الوصفى الإحصائى للبيانات عينة الدراسة :

يعرض الجدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة فى نماذج الدراسة مصنفة إلى ثلاث مجموعات وهى : (متغير سيولة الأسهم ، متغيرات سياسات توزيع الأرباح ، والمتغيرات الضابطة) ، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة الدراسة .

جدول رقم (٤)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

| الانحراف المعياري | الوسيط | المتوسط | الحد الأقصى | الحد الأدنى | عدداً | المتغيرات                                   |
|-------------------|--------|---------|-------------|-------------|-------|---|
|                   |        |         |             |             |       | متغيرات سيولة الأسهم :                      |
| ١.٣٣٤             | ٠.١٨٧٢ | ٠.٤٨٧٢  | ٨.٠٣٢       | ٠.٠٠٧       | ٣٠٠   | ١-معدل دوران الأسهم                         |
| ١.٩٨٧             | ٥.٧٧١  | ٧.٢١٣   | ١٣.٢٧       | ٤.٢٣        | ٣٠٠   | ٢-نسبة السيولة                              |
|                   |        |         |             |             |       | متغيرات سياسة توزيع الأرباح :               |
| ٢.١٥٣٤            | ٠.٢٤٧٤ | ٠.٣١٨   | ٢.٢٢٦٦      | ٠.٤٥٤٣      | ٣٠٠   | ١-نصيب السهم من صافى الربح                  |
| ١.٣١٢٤            | ٠.١٧٥١ | ٠.٢٢٥   | ١.٥٧٥٩      | ٠.٢١٣٣      | ٣٠٠   | ٢-نصيب السهم من الأرباح الموزعة             |
| ٠.٨٣٤١            | ٠.١٦٢٧ | ٠.٢٠٩   | ١.٤٦٤٦      | ٠.١٧٢١      | ٣٠٠   | ٣-نصيب السهم من الأرباح المحتجزة            |
| ٠.٧٢١             | ٠.٢٠٣٤ | ٠.٣١٢   | ٢.١٨٦٠      | ٠.٠٦٨٩      | ٣٠٠   | ٤-نصيب السهم من الأسهم المجانية             |
|                   |        |         |             |             |       | المتغيرات الضابطة :                         |
| ١.٧٦٣             | ١٠.٢١٥ | ١٠.٠٧٥  | ١٢١٦٠       | ٨.٦٢٦       | ٣٠٠   | ١-حجم الشركة (لو غار يتم طبيعى)             |
| ٠.٣٣٢٤            | ٠.٢٨٧٥ | ٠.٣٤١٣  | ٢٦٧١        | ٠.٠٠٠٣      | ٣٠٠   | ٢-الرفع المالى للشركة                       |
| ٠.٣٣٧             | ٠.٢٥٢  | ٠.٢٢٥   | ٢٩٨         | ٠.١١٨٢      | ٣٠٠   | ٣-القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة |

فيما يتعلق بسيولة الأسهم تشير الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغير سيولة الأسهم ، أن معدل دوران الأسهم على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (٠.٠٠٧ ، ٨.٠٣٢) ، وذلك بمتوسط ٠.٤٨٧٢ وإنحراف معياري قدرة ١.٣٣٤ ، كما أن نسبة السيولة على مستوى شركات العينة تتراوح ما بين (٤.٢٣ ، ١٣.٢٧) ، وذلك بمتوسط ٧.٢١٣ ، وإنحراف معياري قدرة ١.٩٨٧ ، وبالنظر إلى متغيرات سياسة توزيع الأرباح ، تبين الإحصاءات الوصفية بأن نصيب السهم من صافي الربح يتراوح ما بين (٠.٤٥٤٣ ، ٢.٢٢٦٦) ، وذلك بمتوسط ٠.٢٤٧٤ ، وإنحراف معياري ٢.١٥٣٤ ، كما تظهر الإحصاءات الوصفية أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يتراوح ما بين (٠.٢١٣٣ ، ١.٥٧٥٩) ، وبمتوسط ٠.٢٢٥ ، وإنحراف معياري ١.٣١٢٤ ، وكذلك نصيب السهم من الأرباح المحتجزة تتراوح بين (٠.١٧٢١ ، ١.٤٦٤٦) ، وبمتوسط ٠.٢٠٩ ، وإنحراف معياري ٠.٨٣٤١ ، ونصيب السهم من الأسهم المجانية تتراوح ما بين (٠.٠٦٨٩ ، ٢.١٨٦٠) ، وبمتوسط ٠.٣١٢ ، وإنحراف معياري ٠.٧٢١ .

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة ، تظهر الإحصاءات الوصفية أن حجم الشركة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) يتراوح من ٨.٦٢٦ إلى ١٢.١٦٧٠ وبمتوسط ١٠.٧٧٥ ، وإنحراف معياري ١.٧٦٣ ، كما تبين أن الرفع المالي يتراوح ما بين (٠.٠٠٣ ، ٢.٢٧١) ، بمتوسط ٠.٣٤١٣ ، وإنحراف معياري ٠.٣٣٢٤ ، كما تراوحت القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ما بين ( ٠.١١٨٢ ، ٢.٩٨) ، وبمتوسط ٠.٦٢٥ ، وإنحراف معياري ٠.٣٧٧ .

- قياس اثر نصيب السهم من صافي الربح المعلن على معدل دوران السهم :  
تم قياس أثر نصيب السهم من صافي الربح المعلن على معدل دوران السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الأول ، والذي ينص على :  
" توجه علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ومعدل دوران السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن كمتغير تفسيري مستقل ومعدل دوران السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات التي تحدث في نصيب السهم من صافي الربح المعلن تستطيع أن تؤدي إلى تغيرات في معدل دوران السهم للشركات محل الدراسة.

وتم الاستعانة بنموذج الإنحدار الخطى البسيط لاختبار العلاقة بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ومعدل دوران السهم ، وتم إدخال نصيب السهم من صافي الربح المعلن كمتغير مستقل وإدخال معدل دوران السهم باعتباره المتغير التابع على حزمة البرامج الإحصائية Spss وتم التوصل إلى النتائج التي يعرضها الجدول رقم (٥).

#### جدول رقم (٥)

#### أثر نصيب السهم من صافي الربح المعلن على معدل دوران السهم

| معامل التحديد R <sup>2</sup> | الميل | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|------------------------------|-------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.٤٧                         | ٢.٢١٥ | ٢.٦٤٢      | ٠.٠١٦                    | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (٥) وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ومعدل دوران السهم ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المحسوبة ٠.٠١٦ مقارنة بمستوى المعنوية الذي يجرى عنده الاختبار وهو ٠.٠٥ الأمر الذي يؤكد وجود علاقة معنوية موجبة بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ومعدل دوران السهم ويؤكد النتيجة قيمة معامل التحديد R<sup>2</sup> التي بلغت ٠.٤٧ وهو يعنى أن نصيب السهم من صافي الربح المعلن يفسر ٠.٤٧ من تغيرات معدل دوران السهم. وهذا يعنى قبول الفرض الفرعى الأول للفرض الرئيسى الأول .

- قياس أثر نصيب السهم من صافي الربح المعلن على نسبة سيولة السهم :  
تم قياس أثر نصيب السهم من صافي الربح المعلن على نسبة سيولة السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعى الأول للفرض الرئيسى الثانى والذي ينص على :  
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ونسبة سيولة السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن كمتغير تفسيري مستقل ونسبه سيولة السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات

التي تحدث في نصيب السهم من صافي الربح المعلن تستطيع أن تؤدي إلى تغيرات في نسبة سيولة السهم للشركات محل الدراسة. وتم الاستعانة بنموذج الإندار الخطى البسيط لاختبار العلاقة بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ونسبة سيولة السهم وتم إدخال نصيب السهم من صافي الربح المعلن كمتغير مستقل وإدخال نسبة سيولة السهم كمتغير تابع على حزمة البرامج الإحصائية Spss وتم التوصل إلى النتائج التي يعرضها الجدول التالي .

#### جدول رقم (٦)

أثر نصيب السهم من صافي الربح المعلن على نسبة سيولة السهم

| معامل التحديد $R^2$ | الميل | المحسوبة $t$ | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|---------------------|-------|--------------|--------------------------|----------------|
| ٠.٢٧                | ١.٣١٨ | ٢.٣٤١        | ٠.١٧                     | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (٦) وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ونسبة سيولة السهم ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المحسوبة ٠.١٧ . ومقارنة بمستوى المعنوى الذى يجرى الاختبار عنده وهو ٠.٠٥ ، الأمر الذى يؤكد وجود علاقة معنوية موجبة بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ونسبة سيولة السهم ، ويؤكد النتيجة قيمة معامل التحديد  $R^2$  التى بلغت ٠.٢٧ وهو يعنى أن نصيب السهم من صافي الربح المعلن بنسبة ٠.٢٧ من تغيرات نسبة سيولة السهم.

وهو ما يعنى قبول الفرض الفرعى الأول للفرض الرئيسى الثانى.

- قياس أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على معدل دوران السهم :

تم قياس أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على معدل دوران السهم بهدف اختبار الفرض الفرعى الثانى للفرض الرئيسى الأول والذى ينص على :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة كمتغير تفسيري مستقل ومعدل دوران السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات التى تحدث في نصيب السهم من الأرباح الموزعة تستطيع أن تؤدي إلى تغيرات في معدل دوران السهم للشركات محل الدراسة.

وتم الاستعانة بنموذج الانحدار الخطى البسيط لاختبار العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم ، وتم التوصل إلى النتائج التى يعرضها الجدول التالى.

جدول رقم (٧)

أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على معدل دوران السهم

| معامل التحديد R <sup>2</sup> | الميل | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|------------------------------|-------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.٣٨                         | ١.٩٢٤ | ٢.١٢١      | ٠.٠١٣                    | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (٧) وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المسحوبة ٠.٠١٣ ومقارنة بمستوى المعنوية الذى جرى عنده الاختبار وهو ٠.٠٥ ، الأمر الذى يؤكد وجود علاقة معنوية موجبة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل دوران السهم ، ويؤكد النتيجة قيمة معامل التحديد R<sup>2</sup> التى بلغت ٠.٣٨ من تغيرات معدل دوران السهم.

وهذا يعنى قبول الفرض الفرعى الثانى للفرض الرئيسى الأول.

- قياس أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على نسبة سيولة السهم :  
تم قياس أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على نسبة سيولة السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعى الثانى للفرض الرئيسى الثانى الذى ينص على :  
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونسبة سيولة السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة كمتغير تفسيرى مستقل ونسبة سيولة السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات التى تحدث فى نصيب السهم من الأرباح الموزعة تستطيع أن تؤدى إلى تغيرات فى نسبة سيولة السهم.

وتم الاستعانة بنموذج الانحدار الخطى البسيط لاختبار تلك العلاقة وتم التوصل إلى النتائج التى يعرضها الجدول التالى.



### جدول رقم (٨)

أثر نصيب السهم من الأرباح الموزعة على نسبة سيولة السهم

| معامل التحديد R <sup>2</sup> | الميل | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|------------------------------|-------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.٤١                         | ٢.٦٧١ | ٢.٤١٤      | ٠.٠١١                    | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (٨) وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونسبة سيولة السهم ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المحسوبة ٠.٠١١ ومقارنة بمستوى المعنوية الذي يجرى عنده الاختبار وهو ٠.٠٥ ، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة معنوية موجبة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونسبة سيولة السهم ، ويؤكد النتيجة قيمة معامل التحديد R<sup>2</sup> التي بلغت ٠.٤١ وهو يعنى أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يفسر ٠.٤١ من متغيرات نسبة سيولة السهم.

وهو ما يعنى قبول الفرض الفرعى الثانى للفرض الرئيسى الثانى.

- قياس أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على معدل دوران السهم :

تم قياس أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على معدل دوران السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعى الثالث للفرض الرئيسى الأول ، والذي ينص على :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ومعدل دوران السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة كمتغير تفسيرى مستقل ومعدل دوران السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات التى تحدث فى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة تستطيع أن تؤدى إلى تغيرات فى معدل دوران السهم للشركات محل الدراسة.

وتم الاستعانة بنموذج الانحدار الخطى البسيط لاختبار تلك العلاقة ، وتم التوصل إلى النتائج التى يعرضها الجدول رقم (٩).

### جدول رقم (٩)

أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على معدل دوران السهم

| معامل التحديد R <sup>2</sup> | الميل   | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|------------------------------|---------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.١٨                         | - ١.١٣١ | - ٢.٣٥٥    | ٠.٠١٩                    | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (٩) وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ومعدل دوران السهم ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المحسوبة ٠.٠١٩ ، ومقارنة بمستوى المعنوية الذى يجرى عنده الاختبار وهو ٠.٠٥ ، الأمر الذى يؤكد وجود علاقة معنوية سالبة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ومعدل دوران السهم ، ويؤكد النتيجة قيمة معامل التحديد  $R^2$  التى بلغت ٠.١٨ وهو يعنى أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يفسر ٠.١٨ ، ومن تغيرات معدل دوران السهم ولكن فى الاتجاه العكسى ، أى كلما زاد نصيب السهم من الأرباح المحتجزة انخفض معدل دوران السهم.

وهذا يعنى قبول الفرض الفرعى الثالث للفرض الرئيسى الأول.

- قياس أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على نسبة سيولة السهم :

تم قياس أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على نسبة سيولة السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعى الثالث للفرض الرئيسى الثانى والذى ينص على :  
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونسبة سيولة السيولة "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة كمتغير تفسيرى مستقل ونسبة سيولة السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات التى تحدث فى نصيب السهم من الأرباح المحتجزة تستطيع أن تؤدى إلى تغيرات فى نسبة سيولة السهم للشركات محل الدراسة.

وتم الاستعانة بنموذج الانحدار الخطى لاختبار تلك العلاقة ، وتم التوصل إلى النتائج التى يوضحها الجدول رقم (١٠).

#### جدول رقم (١٠)

##### أثر نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على نسبة سيولة السهم

| معامل التحديد $R^2$ | الميل   | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|---------------------|---------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.١٦                | - ١.٧٩١ | ٢.١١٥      | ٠.٠١٤                    | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (١٠) وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونسبة سيولة السهم ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المحسوبة ٠.٠١٤

ومقارنة بمستوى المعنوية الذي يجرى عنده الاختبار وهو ٠.٠٥ ، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة معنوية سالبة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، ونسبة سيولة السهم ، ويؤكد النتيجة قيمة معامل التحديد  $R^2$  التي بلغت ٠.١٦ وهو يعنى أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بنسبة ٠.١٦ من تغيرات نسبة سيولة السهم ، ولكن فى الاتجاه العكسى ، أى كلما زاد نصيب السهم من الأرباح المحتجزة انخفضت نسبة سيولة السهم.

وهذا يعنى قبول الفرض الفرعى الثالث للفرض الرئيسى الثانى.

- قياس أثر نصيب السهم من الأسهم المجانية على معدل دوران السهم :

تم قياس أثر نصيب السهم من الأسهم المجانية على معدل دوران السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعى الرابع للفرض الرئيسى الأول والذي ينص على :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ومعدل دوران السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من الأسهم المجانية كمتغير تفسيري مستقل ومعدل دوران السهم كمتغير تابع ، واختبار مدى كون التغيرات التى تحدث فى نصيب السهم من الأسهم المجانية تستطيع أن تؤدى إلى تغيرات فى معدل دوران السهم للشركات محل الدراسة.

وتم الاستعانة بنموذج الانحدار الخطى البسيط لاختبار تلك العلاقة ، وتم التوصل إلى النتائج التى يوضحها الجدول رقم (١١).

#### جدول رقم (١١)

أثر نصيب السهم من الأسهم المجانية على معدل دوران السهم

| معامل التحديد $R^2$ | الميل | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|---------------------|-------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.٠٣٨               | ٠.٨٧٥ | ١.٩٣٩      | ٠.١٩                     | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (١١) عدم وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ومعدل دوران السهم ويؤكد ذلك معنوية النموذج المحسوبة ٠.١٩ مقارنة بمستوى المعنوية الذى يجرى عنده الاختبار وهو ٠.٠٥ .

وهذا يعنى عدم قبول الفرض الفرعى الرابع للفرض الرئيسى الأول.

- قياس أثر نصيب السهم من الأسهم المجانية على نسبة سيولة السهم :  
تم قياس أثر نصيب السهم من الأسهم المجانية على نسبة سيولة السهم بهدف اختبار صحة الفرض الفرعى الرابع للفرض الرئيسى الثانى ، والذى ينص على :  
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ونسبة سيولة السهم "

ويختبر هذا الفرض علاقة الارتباط بين نصيب السهم من الأسهم المجانية كمتغير تفسيرى مستقل ونسبة سيولة السهم كمتغير تابع واختبار مدى كون التغيرات التى تحدث فى نصيب السهم من الأسهم المجانية تستطيع أن تؤدى إلى تغيرات فى نسيه سيولة السهم للشركات محل الدراسة.  
وتم الاستعانة بنموذج الانحدار الخطى البسيط لاختبار تلك العلاقة وتم التوصل إلى النتائج التى يعرضها الجدول رقم (١٢).

#### جدول رقم (١٢)

#### أثر نصيب السهم من الأسهم المجانية على نسبة سيولة السهم

| معامل التحديد R <sup>2</sup> | الميل | المحسوبة t | المعنوية للمتغير المستقل | مستوى المعنوية |
|------------------------------|-------|------------|--------------------------|----------------|
| ٠.٠٤٣                        | ٠.٧٦٤ | ١.٧١٣      | ٠.١٨                     | ٠.٠٥           |

ويتضح من الجدول رقم (١٢) عدم وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ، ويؤكد ذلك معنوية النموذج المعنوية المحسوبة ٠.١٨ مقارنة بمستوى المعنوية الذى يجرى عنده الاختبار رقم ٠.٠٥ .

وهذا يعنى عدم قبول الفرض الفرعى الرابع للفرض الرئيسى الثانى.

- نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة وفقاً للنموذج الأول :  
تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة للتوصل إلى مدى تأثير المتغير التابع ( معدل دوران السهم ) بالمتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج والمتمثلة فى ( نصيب السهم من صافى الربح المعلن ، نصيب السهم من الأرباح الموزعة ، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، نصيب السهم من الأسهم المجانية ، وحجم الشركة ،

العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم " دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية "

د/ خالد صبيح المادي

والرفع المالي للشركة ، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة ، وكانت النتائج كما يوضحها الجدول رقم (١٣).

### جدول رقم (١٣)

#### نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج لأول

| معدل دوران الأسهم         |                  |                            |                     |                     | المتغيرات المستقلة                          |
|---------------------------|------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|---|
| معامل السماح<br>Tolerance | معدل تضخم<br>VIF | معنوية<br>المعاملات<br>Sig | في اختبار<br>T-Test | معاملات<br>الانحدار |   |
| -                         | -                | ٠.٠٢٣                      | ٢.٠٤٣               | ٠.٨٦٣               | - ثابت لانحدار                              |
| ٠.٩١٢                     | ١.٦٧١            | ٠.٠٠١                      | ١.٤٧٣               | ١.١٢١               | - نصيب السهم من صافى الربح المعن            |
| ٠.٨١٤                     | ١.٨١٣            | ٠.٠١٧                      | ١.٦٥٢               | ٠.٩١٦               | - نصيب السهم من الأرباح الموزعة             |
| ٠.٧١٣                     | ١.٩١٢            | ٠.٠٢١                      | ٠.٠٥٢٦-             | ٠.٨١٧-              | - نصيب السهم من الأرباح المحتجزة            |
| ٠.٥٧١                     | ١.٨٤٣            | ٠.١٧                       | ١.٠٤٤               | ٠.٠٠٢               | - نصيب السهم من الأسهم المجانية             |
| ٠.٧٨٧                     | ١.٩٥٣            | ٠.٠١٤                      | ٠.٧٤٣-              | ١.٣١٠-              | - حجم الشركة                                |
| ٠.٩٠٤                     | ١.٨٥٧            | ٠.٧١٢                      | ٣.١٢٣-              | ٠.٩٧٨-              | - الرفع المالي للشركة                       |
| ٠.٦٤٣                     | ١.٩٣٢            | ٠.٠٠٣                      | ٢.٠٥٣               | ٠.٣١٤               | - القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة |
|                           |                  | ٠.٦٣٢                      |                     |                     | - معامل الارتباط R                          |
|                           |                  | ٠.٣٩٩                      |                     |                     | - معامل التحديد R <sup>2</sup>              |
|                           |                  |                            |                     |                     | R Squared                                   |
|                           |                  | ٠.٣٦٧                      |                     |                     | - معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup>       |
|                           |                  |                            |                     |                     | Adjusted R- Squared                         |
|                           |                  | ٧.٦١٧                      |                     |                     | - قيمة اختبار F                             |
|                           |                  |                            |                     |                     | F-statistic                                 |
|                           |                  | ٠.٠٠                       |                     |                     | - قيمة F المعنوية                           |
|                           |                  |                            |                     |                     | Prob – (F-Statistic)                        |
|                           |                  | ١.٩٧٤                      |                     |                     | - قيمة اختبار ديرين واطسون                  |
|                           |                  |                            |                     |                     | Durbin – Watson State                       |
|                           |                  | ٠.١٦٢                      |                     |                     | - معنوية كلجروف سميروف نوف                  |
|                           |                  |                            |                     |                     | Kolmogorov Smirnov Sig                      |

ويتضح من الجدول رقم (١٣) ما يلي :

- تشير نتيجة معنوية اختبار (Kolmogorov Smirnov) إلى أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ، وبالنظر إلى نتيجة معامل اختبار (Durbin – Wotson) للتحقق من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي الانحدار نجد أن قيمته ١.٩٧٤ أي أنها تؤول إلى ٢ وهو ما يؤكد على عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء.

- وقد تم اختبار بيانات الدراسة للتحقق من عدم وقوع النموذج فى مشكلة الازدواج الخطى بين متغيرات الدراسة والذى يشير إلى مدى قدرة كل متغير مستقل على تفسير التغيرات فى المتغيرات المستقلة الأخرى ، وكلما كانت قيمة معامل تضخم البيانات VIF منخفضة > ١٠ كلما دل ذلك على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى، ويلاحظ من الجدول السابق رقم (١٣) انخفاض قيمة VIF لكافة المتغيرات المستقلة، حيث يتراوح ما بين ( ١.٦٧١ ، ١.٩٥٣ ) أى أنها أقل من ١٠، كذلك ارتفاع قيمة معامل السماح (Tolerance) عن ٠.١٠ وهى قيمة تشير إلى عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى.
- وتشير نتائج الجدول السابق رقم (١٣) إلى أن القوة التفسيرية للنموذج الأول ( $R^2$ ) استناداً إلى قيمة معامل التحديد تمثل ٣٩.٩% ، وذلك يعنى أن المتغيرات المستقلة بنموذج الدراسة تستطيع فى مجملها تفسير ٣٩.٩% من التغيرات التى تطرأ على معدل دوران السهم.
- كما يتضح من الجدول السابق رقم (١٣) وباستخدام اختبار تحليل التباين ANOVA معنوية النموذج إحصائياً بدلالة اختبار (F-Test) وذلك عند مستوى ١% ، ٥%.
- وبتحليل نتائج اختبار (T-Test) ومعاملات الإنحدار يتضح عدم جود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية والرفع المالى ومعدل دوران السهم ، وهذا يؤكد عدم وجود تأثير لنصيب السهم من الأسهم المجانية على معدل دوران السهم ، وكذلك عدم وجود تأثير للمتغير الضابط الرفع المالى للشركة) على معدل دوران السهم. وهذا يدعم صحة الفرض الرئيسى الأول ، والذى ينص على :  
" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل دوران السهم"
- نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثانى :
- تم إجراء تحليل الإنحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة للتوصل إلى مدى تأثر المتغير التابع (نسبة سيولة السهم ) بالمتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج والمتمثلة فى

العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسمم " دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية "

د/ خالد صبيح المادي

(نصيب السهم من صافي الربح المعلن ، نصيب السهم من الأرباح الموزعة ، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، نصيب السهم من الأسهم المجانية ، حجم الشركة ، الرفع المالي للشركة ، القيمة السوقية ، القيمة الدفترية للشركة ) ، وكانت النتائج كما يوضحها الجدول رقم (١٤).

جدول رقم (١٤)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني

| نسبة سيولة السهم       |                        |                      |                     | معاملات الانحدار | المتغيرات المستقلة                          |
|------------------------|------------------------|----------------------|---------------------|------------------|---|
| معامل السماح Tolerance | معدل تضخم البيانات VIF | معنوية المعاملات Sig | في الاختبار To test |                  |   |
| -                      | -                      | ٠.٠١٣                | ٠.١٥٣               | ٠.٦١٤            | - ثابت لانحدار                              |
| ٠.٧١٣                  | ١.٧٣١                  | ٠.٠٠١                | ٢.٣٣١               | ٠.٩١٧            | - نصيب السهم من صافي الربح المعلن           |
| ٠.٨٣٩                  | ١.٩٥٦                  | ٠.٠٠٤                | ٣.٤٢١               | ٠.٨١٩            | - نصيب السهم من الأرباح الموزعة             |
| ٠.٦٣٨                  | ١.٨٩٥                  | ٠.٠٠٠                | ١.٠٥٣-              | ٠.٦١٤ -          | - نصيب السهم من الأرباح المحتجزة            |
| ٠.٤٣٢                  | ١.٩٣١                  | ٠.١٣٠                | ٠.٩٣٧               | ٠.٠١٤            | - نصيب السهم من الأسهم المجانية             |
| ٠.٧٠٤                  | ١.٣٢٣                  | ٠.٠٠٣٠               | ٤.١٣ -              | ٠.٧١٤            | - حجم الشركة                                |
| ٠.٩٧٨                  | ١.٦٧١                  | ٠.٠٣٧                | ٢.٦٧١-              | ٠.٩٧٦ -          | - الرفع المالي للشركة                       |
| ٠.٨٣١                  | ١.٨٣١                  | ٠.٠٠٦                | ١.٣١٢               | ٠.٥٦١            | - القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة |
|                        |                        | ٠.٥٨٣                |                     |                  | - معامل الارتباط R                          |
|                        |                        | ٠.٣٩٩                |                     |                  | - معامل التحديد R <sup>2</sup>              |
|                        |                        |                      |                     |                  | R Squared                                   |
|                        |                        | ٠.٣١٤                |                     |                  | - معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup>       |
|                        |                        |                      |                     |                  | Adjusted R- Squared                         |
|                        |                        | ٦.٣١٤                |                     |                  | - قيمة اختبار F                             |
|                        |                        |                      |                     |                  | F-statistic                                 |
|                        |                        | ٠.٠٠١                |                     |                  | - قيمة F المعنوية                           |
|                        |                        |                      |                     |                  | Prob – (F-Statistic)                        |
|                        |                        | ١.٨٧٨                |                     |                  | - قيمة اختبار دربن واطسون                   |
|                        |                        |                      |                     |                  | Durbin – Watson State                       |
|                        |                        | ٠.١٨٤                |                     |                  | - معنوية كلمجروف سمير نوف                   |
|                        |                        |                      |                     |                  | Kolmogorov Smirnov Sig                      |

ويتضح من الجدول رقم (١٤) ما يلي :-

تشير نتيجة معنوية اختبار (Kolmogorov Smirnov) إلى أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ، وبالنظر إلى نتيجة معامل اختبار (Durbin- Watson) للتحقق

من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين بواقي الانحدار نجد أن قيمة  $1.878$  أي أنها تؤدي إلى  $2$  وهو ما يؤكد على عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء. وقد تم اختبار بيانات الدراسة للتحقق من عدم وقوع النموذج في مشكلة الازدواج الخطي بين متغيرات الدراسة والذي يشير إلى مدى قدرة كل متغير مستقل على تفسير التغيرات في المتغيرات المستقلة الأخرى ، كما كانت قيمة معامل تضخم البيانات VIF منخفضة  $> 10$  كلما دل ذلك على عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي ، ويلاحظ من الجدول السابق رقم (١٤) انخفاض قيمة VIF لكافة المتغيرات المستقلة ، حيث يتراوح ما بين (١.٣٢٣ ، ١.٩٥٦) لأنها أقل من  $10$  ، كذلك ارتفاع قيمة معامل السماح (Tolerance) عن  $10$  وهي قيمة تشير إلى عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي.

وتشير نتائج الجدول السابق رقم (١٤) إلى أن القوة التفسيرية للنموذج الثاني ( $R^2$ ) استناداً إلى قيمة معامل التحديد تمثل  $33.9\%$  ، وذلك يعني أن المتغيرات المستقلة بنموذج الدراسة تستطيع في مجملها تفسير  $33.9\%$  من التغيرات التي تطرأ على نسبة سيولة السهم.

كما يتضح من الجدول السابق رقم (١٤) وباستخدام اختبار تحليل التباين ANOVA معنوية النموذج إحصائياً بدلالة اختبار (F-Test) وذلك عند مستوى معنوية  $1\%$  ،  $5\%$ .

وبتحليل نتائج اختبار (T-Test) ومعاملات الانحدار يتضح عدم وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من الأسهم المجانية ونسبة سيولة الأسهم ، وهذا يدعم صحة الفرض الرئيسي الثاني والذي ينص على :

" توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح ونسبة سيولة السهم "

خلاصة الدراسة :

لقد تم في هذه الدراسة اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم في الشركات المساهمة المصرية ، وذلك من خلال أربع متغيرات لسياسات توزيع الأرباح وهي (نصيب السهم من صافي الربح المعلن ، ونصيب السهم من الأرباح



الموزعة ، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، ونصيب السهم من الأسهم المجانية ( بالإضافة إلى ثلاث متغيرات ضابطة وهي ( حجم الشركة ، الرفع المالي لشركة والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة ) ، وتم قياس سيولة الأسهم من خلال ( معدل دوران الأسهم ، ونسبة سيولة السهم ) ، وقد تم استخدام معدل دوران الأسهم ، ونسبة سيولة السهم كمتغيرات تابعة في نماذج الانحدار ، وذلك لعينة مكونة من ٦٠ شركة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وعدد مشاهدات ٣٠٠ مشاهدة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩ .

وباستخدام أسلوب الإنحدار المتعدد ، تشير النتائج التي توصلت إليها الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نصيب السهم من صافي الربح المعلن ونصيب السهم من الأرباح الموزعة وسيولة الأسهم ( معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم ، ونسبة سيولة السهم ) ، ووجود علاقة سالبة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وسيولة الأسهم ، وعدم وجود علاقة بين نصيب السهم من الأسهم المجانية وسيولة الأسهم. دراسات مستقبلية :

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة يمكن التوصية بإجراء دراسات مستقبلية أخرى وهي:

- ١- إجراء نفس الدراسة مع تغيير مقاييس سيولة السهم.
- ٢- إجراء دراسة للعلاقة بين القيمة السوقية للسهم وسيولة الأسهم في ظل سياسية توزيع الأرباح.
- ٣- إجراء دراسة لأثر الاحتفاظ بالنقدية على سيولة الأسهم.

## قائمة المراجع :

### أولاً : المراجع العربية :

- أبو خزانه ، إيهاب محمد ، ٢٠١٨ ، " مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في ضوء (ZIFRS) في تنشيط سيولة الأسهم بالبورصة المصرية " ، مجلة الفكر المحاسبى ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد ٢٢ .
- أبو سريع ، عواطف عبد الحليم ، ٢٠١٠ ، " الأصول والمبادئ العلمية للإدارة المالية والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق .
- أبو الهجاء ، أيمن أحمد حسين ، ٢٠٠٤ ، " سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم " ، دراسة ميدانية فى سوق عمان ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية .
- أبو فخره ، نادية مكاوى ، ٢٠٠٠ ، " تحليل ودراسة محددات سياسة توزيع الأرباح فى البنوك المصرية وأثرها على أسعار أسهمها فى السوق : دراسة تطبيقية " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الأول ، ص٠ ص ١٩١-٢٨٥ .
- أحمد ، ضياء ، محمد صلاح ، ٢٠١٥ ، " العلاقة بين مستوى شفافية الإفصاح وأسعار وحجم تداول الأسهم فى إطار حوكمة الشركات ، دراسة أميريكية – تحليلية " ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق .
- البراجنه ، أمجد إبراهيم ، ٢٠٠٩ ، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة فى سوق فلسطين للأوراق المالية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية .
- الحناوى ، محمد صالح ، العبد ، جلال ، ٢٠٠٧ ، " أساسيات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية .
- الدليمى ، عراك عبود عمير ، ٢٠١٨ ، " تأثير سيولة الأسهم على عوائدها الرأسمالية " ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلة ١٠ ، العدد ٢٣ ، ص٠ ص ١٢٢-١٤٠ .
- الظاهر ، مفيد عبدالله ، ٢٠١١ ، " تقضيات المستثمرين فى سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح " ، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإنسانية والاجتماعية ، جامعة القدس المفتوحة ، العدد ٢٣ .
- الظاهر ، مفيد ، ٢٠٠٣ ، " سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي : دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة فى سوق عمان المالى " ، مجلة جامعة بيت لحم ، فلسطين ، العدد ٢٢ ، ص٠ ص ١٨٧-٢٠٦ .

- السيد ، هيام حسن وهبة ، ٢٠٠٧ ، " منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح " ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس.
- الشوادة ، فيصل محمود ، ٢٠١٢ ، " أثر الإعلان على الأرباح المحاسبية وتوزيعاتها النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة المقيدة في بورصة عمان " ، مجلة العلوم الإدارية ، الجامعة الأردنية ، عمان ، المجلد الثلاثون ، العدد الأول.
- القحطاني ، صهيب غايض ، ٢٠١٦ ، " تأثير مبادئ الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم :دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية " ، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية ، جامعة الزرقاء ، العدد الثاني.
- بخيت ، محمد بهاء الدين محمد ، ٢٠١٩ ، " قياس ستوى العلاقة بين سيولة السوق ومستوى العائد المطلوب لمؤشر EGX100 خلال الفترة من العام ٢٠١٢ حتى العام ٢٠١٧ " ، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ، كلية التجارة بالإسماعيلية ، جامعة قناة السويس ، المجلد ١٠ ، العدد ٣ بهي ، عاطف سعيد محمد ، ٢٠١٧ ، " أثر سياسات توزيع الأرباح على سعر السهم بالتطبيق على الشركات المساهمة المتداولة في البورصة المصرية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
- حسن ، أحمد محمد شاكر ، ٢٠٠٩ ، " دراسة اختيارية للعلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء بالتطبيق على الشركات المصرية" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
- حنفى ، عبد الغفار ، ٢٠٠٢ ، " أساسيات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية " ، الدار الجامعية ، جامعة الإسكندرية.
- حمودة ، أحمد عبد المنعم محمد ، ٢٠١٨ ، " العلاقة بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم " ، دراسة اختبارية على الشركات المساهمة ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق.
- داوود ، على سعد محمد ، ٢٠١٣ ، " العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح وأثرها على الأداء السعري للسهم " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، المجلد ٤ ، العدد الثالث.
- داوود ، عبد اللطيف ، ٢٠٠٦ ، " العوامل المؤثرة على سيولة السهم فى سوق الأوراق المالية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية ، غزة.
- زيدان ، مى أحمد عبد الظاهر ، ٢٠١٢ ، " دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.

- عبد الرحمن ، السيد على أحمد محمد ، ٢٠١١ ، " أثر القيمة السوقية وسمات العاملين لأسهم الاكتتاب العام على سيولتها في البورصة المصرية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة .
- عبد الملك ، أحمد رجب ، ٢٠٠٨ ، " دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم بسوق الأوراق المالية : دراسة تحليلية " ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، المجلد الخامس والأربعون ، العدد لأول .
- عبد الحافظ ، السيد البدوى ، ٢٠٠٠ ، " تأثير عدم تماثل المعلومات على حجم التداول وأسعار الأسهم داخل سوق الأسهم المصرية : مدخل جديد لاختيار نموذج تسلسل وصول المعلومات ، مجلة الدراسات والبحوث التجارية ، كلية التجارة ، جامعة بنها ، العدد الأول ، ص٠ ص ٣٠٠-٣١٢ .
- على ، السيد جمال محمد ، ٢٠١٩ ، " أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الأرباح وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرية " ، دراسة إمبريقية ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق .
- عمير عراك عبود ، ٢٠١٨ ، " تأثير سيولة الأسهم على عوائدها الرأسمالية " ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الأنبار ، المجلد ١٠ ، العدد ٢٣ .
- فودة ، السيد أحمد محمود ، ٢٠١٧ ، " العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح ، دراسة اختيارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية " ، مجلة البحوث المحاسبية ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد ٢ ، ص٠ ص ٢١٢-٣٣٩ .
- قنون ، عبد الرحمن ، ٢٠١٣ ، " دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسييد ، جامعة قاصدى مرياح ، الجزائر .
- مطاوع ، سعيد عبد الحميد ، ٢٠٠١ ، " الإدارة المالية مدخل حديث " ، كلية التجارة ، جامعة المنصورة ، مكتبة أم القرى .
- مصطفى ، سامح عبد السلام ، ٢٠١٨ ، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والوضع المالى للشركة فى إطار تفسيرات نظريتي الوكالة والإشارة ، دراسة تحليلية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، كلية التجارة ، جامعة أسيوط ، العدد ٦٥ .
- منصور ، محمد السيد ، زينة ، أحمد السيد ، ٢٠١٩ ، " التمويل والإدارة المالية فى المنظمات الاقتصادية ، مكتبة المدينة ، الزقازيق .

- نصر ، خالد جمال ، ٢٠١٥ ، " أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم فى القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة فى بورصة عمان للأوراق المالية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة ، عمان .
- هندی ، نصر الدين محمد على ، كمال الدين ، بهاء الدين فوزى ، زين الدين ، على تبوك حكيم ، ٢٠١٨ ، " العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالى للشركة فى إطار تفسيرات نظريتي الوكالة والإشارة ، دراسة تحليلية " ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، كلية التجارة ، جامعة أسيوط ، العدد ٦٥ ، ص٠ ص١١٣-١٤٤ .
- هندی ، منير إبراهيم ، ٢٠٠٨ ، " الفكر الحديث فى هيكل تمويل الشركات " ، دار المعارف ، الإسكندرية .
- وقاد ، محمد زيد ناجى ، ٢٠٠٨ ، " أثر السياسات المتبعة فى توزيع الأرباح على السعر السوقى للسهم وحجم تداوله " ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الإدارية والمالية ، جامعة الشرق الأوسط .

#### ثانياً : المراجع الأجنبية :

- Aitken, M. and B. Forde. (2003). How should liquidity be measured? Pacific basin finance journal 11 (1) : P.P. 45-59.
- Ajina. A. and F. Lakhali. (2010). Ownership structure and stock market liquidity in France available at: <http://www.Researchgate.net/publication/268277591>
- Ajina, A., f. Lakhali, And D. Sougnée., (2015), Institutional Investors, Information asymmetry and stock market liquidity in France. International journal of managerial finance 11 (1):P.P. 44-59.
- Ali, S., (2016), Corporate governance and stock liquidity : Panel evidence from2001 t0 2013. Available at: <http://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?Abstractid=2720534>
- Ali Jaifi, H.A.,A.H. Al-Rassas, and A.A. AL-Qadasi, (2017), Corporate governance strength and stock market liquidity in Malaysia, Avaluable at : <http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/IJMF-10-2016-0195>.
- Attig, N., (2003), Corporate governance, corporate policies, and stock market liquidity, Evidence on dilution of minority interests, Faculty des sciences de l'adnistration university Laval.

- Bar-Yosef, S. and A. Principe,(2013),The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a Highly concentrated ownership capital market, Journal of Accounting Auditing & Finance 29 (3)”2922-316.
- Benic, V. and I. Franic, (2008), Stock market liquidity: Comparative Analysis of Croatian and regional markets. Available at: [http:// hrcak. Srce hr /file/55169](http://hrcak.Srce.hr/file/55169).
- Cheung,W. M, R. Chung, and S. Fung.(2015),The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the RETT Experiment. Journal of corporate finance P.P. 211-231..
- Chung, K. H., J. C. Kim, K. Park, and T. Sung, (2010), Corporate governance, legal system and stock market liquidity: Evidence around the world Journal of financial studies 41(6): P.P. 686-703.
- Christensen, John A., Demski, Jet S., (2003), Accounting theory, international Edition, Mc graw- Hill- Co., Inc, U.S.A.
- Hachmeister, A., (2007), In formed traders as liquidity providers, Deutsche university – ver lag, Germany.
- Hassan, H, (2017), Impact of Corporate governance practices on stock liquidity : Evidence from Karachi stock exchange (Pakistan), Working paper available at: [http://www.cust.edu.pk/ms-thesis/Uploadedfiles/hascb% 20Hassan-Mmi131077.pdf](http://www.cust.edu.pk/ms-thesis/Uploadedfiles/hascb%20Hassan-Mmi131077.pdf).
- Hearn, B., J. Piesseb, and R. Strange, (2009), Market Liquidity and stock size premia in emerging financial markets: The implications for foreign investment. International Business review 19 (5) : P.P. 489-501.
- Ilmanen, A., (2011), Expected Returns : An investor’s guide to harvesting market rewards, John wiley sons LTD, The Britain.
- Kapoor, Sujata, (2009), Impact of dividend policy on shareholder’s value: A study of Indian firms, Taypee instit of information technology, India, Phd.

- Karmani, maidi and Ajina, Aymen , (2012) , market stock liquidity and corporate governance ., 29 th international conference of the French finance association(AFFI) 2012, Available at Ssrn : <https://ssrn.com/abstract,208470>.
- Riahi, Y., Lamiri, L., and Ben Arab, M (2013) , The impact of earnings management on liquidity: Case of the tunisian stock market , journal of finance economics. Vol. 1, No.4,
- Roulstone, D.T., (2003), Analyst following and market liquidity journal of financial market 10(31):P.P. 552-578.
- Sayari, S., and Omni, A.,(2017), Earning management, accruals and stock liquidity , Journal of finance and bank management, Vol. 5, No.1, PP.17-28.
- Singh, T., (2017), Stock market liquidity and firm per forename , American – Eurasian, journal of scientific research,Vol.12, No.1, P.P. 37-56.

ملاحق البحث

ملحق رقم (١)

قائمة بأسماء الشركات محل البحث والدراسة

| م  | أسماء الشركات                             | القطاع                            |
|----|---|-----------------------------------|
| ١  | المصرية الدولية للصناعات الدوائية (إبيكو) | الصحة والأدوية                    |
| ٢  | العربية للأدوية والصناعات الكيماوية       |                                   |
| ٣  | النيل للأدوية والصناعات الكيماوية         |                                   |
| ٤  | القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية       |                                   |
| ٥  | ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية         |                                   |
| ٦  | مينا فارم للأدوية                         |                                   |
| ٧  | الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية    |                                   |
| ٨  | جلاسكو سميثكلين                           |                                   |
| ٩  | الشمس للإسكان والتعمير                    |                                   |
| ١٠ | الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية       |                                   |
| ١١ | المجموعة المصرية العقارية                 |                                   |
| ١٢ | القاهرة للإسكان والتعمير                  |                                   |
| ١٣ | المتحدة للإسكان والتعمير                  |                                   |
| ١٤ | القاهرة للإستثمارات والتنمية              |                                   |
| ١٥ | الوطنية للإسكان للتقانات المهنية          |                                   |
| ١٦ | مصر الجديدة للإسكان والتعمير              |                                   |
| ١٧ | العالمية للإستثمار والتنمية               |                                   |
| ١٨ | مينا للإستثمار السياحي والإستثمار العقاري | الكيماويات                        |
| ١٩ | كفر الزيات للمبيدات والكيماويات           |                                   |
| ٢٠ | المالية والصناعية المصرية                 |                                   |
| ٢١ | سيدي كرير للبتر وكيماويات                 |                                   |
| ٢٢ | مصر لصناعة الكيماويات                     | قطاع<br>الموزعون<br>وتجار التجزئة |
| ٢٣ | اسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة والتنمية  |                                   |
| ٢٤ | العامة للصوامع والتخزين                   |                                   |
| ٢٥ | القاهرة للخدمات التعليمية                 |                                   |
| ٢٦ | مصر للأسواق الحرة                         | السياحة والترفيه                  |
| ٢٧ | عبر المحيطات للسياحة                      |                                   |
| ٢٨ | أوراسكوم للفنادق والتنمية                 |                                   |
| ٢٩ | رواد مصر للإستثمار السياحي                |                                   |
| ٣٠ | المصرية للمشروعات السياحية العالمية       |                                   |
| ٣١ | مصر للفنادق                               |                                   |



العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسمم " دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية "

د/ خالد صبيح العادي

|                              |   |    |
|------------------------------|---|----|
|                              | بيراميدز للفنادق والقرى السياحية                      | ٣٢ |
|                              | رمكو لإنشاء القرى السياحية                            | ٣٣ |
|                              | شارم دريمز للإستثمار السياحي                          | ٣٤ |
| الأغذية والمشروبات           | مصر للزيوت والصابون                                   | ٣٥ |
|                              | القاهرة للدواجن                                       | ٣٦ |
|                              | الإسماعيلية مصر للدواجن                               | ٣٧ |
|                              | مطاحن مصر الوسطى                                      | ٣٨ |
|                              | أجواء للصناعات الغذائية (مصر)                         | ٣٩ |
|                              | الدلتا للسكر  | ٤٠ |
|                              | شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي (نيو داب)        | ٤١ |
|                              | القاهرة للزيوت والصابون                               | ٤٢ |
|                              | الشرق الأوسط لصناعة الزجاج                            | ٤٣ |
|                              | الصناعات الهندسية والمعمارية للإنشاء والتعمير (ايكون) | ٤٤ |
| خدمات ومنتجات صناعية وسيارات | الكابلات الكهربائية المصرية                           | ٤٥ |
|                              | مصر لصناعة التبريد والتكييف (ميراكو)                  | ٤٦ |
|                              | القناة للتوكيلات الملاحية                             | ٤٧ |
|                              | المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)                      | ٤٨ |
|                              | العربية للصناعات الهندسية                             | ٤٩ |
|                              | الأهرام للطباعة والتغليف                              | ٥٠ |
|                              | الشروق الحديثة للطباعة والتغليف                       | ٥١ |
|                              | النصر لصناعة المحولات (الماكو)                        | ٥٢ |
|                              | الإلمونيوم العربية                                    | ٥٣ |
|                              | الحديد والصلب المصرية                                 | ٥٤ |
| الموارد الأساسية             | العامة لصناعة الورق (ركنا)                            | ٥٥ |
|                              | العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية                       | ٥٦ |
|                              | حديد عز   | ٥٧ |
|                              | شركة أسيك للتعددين - إسكوم                            | ٥٨ |
|                              | مصر للألمونيوم  | ٥٩ |
|                              | الورق للشرق الأوسط (سيمو)                             | ٦٠ |