

## د/ متولي السيد متولي عيطة

مدرس بقسم المحاسبة

معهد الجزيرة العالي للحاسب الآلي

ونظم المعلومات الإدارية

استاذ مساعد بكلية إدارة الأعمال

جامعة شقراء بالمملكة العربية السعودية

## أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية

### ملخص البحث

**الهدف:** استهدفت الدراسة الحصول على دليل عملي من واقع بيئة الأعمال السعودية، لأثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

**التصميم والمنهجية:** اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة من (١١) مصرفاً مقيداً بالبورصة السعودية للفترة (٢٠١٦-٢٠١٩)، بإجمالي مشاهدات (٤٤) مشاهدة، وذلك لاختبار فروض الدراسة، والتي تعكس سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وانعكاس ذلك على القيمة السوقية. وقد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فروض الدراسة.

**النتائج والتوصيات:** تُشير نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة معنوية لهيكل رأس المال على القيمة السوقية، في حين يوجد أثر ذو دلالة معنوية لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، وذلك بالمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. واستناداً إلى ذلك، توصي الدراسة، بضرورة العمل على تحديد المزيج المناسب من مصادر التمويل (الذاتي، والخارجي)، حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، بما يعظم من قيمة المنشأة ويفسح المجال أمامها لمزيد من فرص الاستثمار ومن ثم زيادة ربحيتها. كذلك توصي بضرورة اهتمام كل من أسواق المال وإدارة المنشآت بسياسة توزيع الأرباح، وذلك لما لها من تأثير على الأرباح المحتجزة، والتي تمثل أحد أشكال التمويل الذاتي، بالإضافة إلى تأثيرها على القيمة السوقية للمنشآت.

E.mail:Dr-metwalyelsayed@su.edu.sa

**الدلالات العملية:** قد تكون نتائج الدراسة محل اهتمام إدارة منشآت الأعمال في اتخاذ قرارات من شأنها تعظيم القيمة السوقية للمنشآت، بالإضافة إلى استفادة المساهمين بتلك المنشآت للتنبؤ بأسعار الأسهم، بناءً على معلومات توزيعات الأرباح والتغيرات في هيكل رأس المال. كما قد تُوفر نتائج الدراسة الحالية مقترحات وتوصيات تساعد صانعي القرار في منشآت الأعمال السعودية والعربية، على اتخاذ التدابير والقرارات المالية والمحاسبية والتمويلية المناسبة بما يخدم كافة المستثمرين الحاليين والمرتبين.

**الأصالة والإضافة:** تُسهم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي والتمويلي من خلال محاولة تقليل الجدول بشأن أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال، وهو ما قد يُسهم في تفسير التباين بين أداء الأسهم بالمصارف السعودية. كما تُقدم دليلاً إضافياً لتفسير تلك العلاقة في بيئة الأعمال السعودية.

**الكلمات المفتاحية:** سياسة توزيع الأرباح، هيكل رأس المال، الهيكل المالي، القيمة السوقية، المصارف السعودية.

## The Impact of Dividend Policy and Capital Structure on the Market Value of Banks Listed on Saudi Stock Exchange

### Abstract

**Purpose:** The aim of this study is to obtain Empirical evidence from Saudi business environment; for the impact of the dividend policy and the capital structure on the market value of banks listed on Saudi stock exchange

**Design and Methodology:** The study adopted the content analysis approach to examine the annual reports of a sample of (11) banks listed on the Saudi stock exchange during the period (2016: 2019), with a total of (44) observations. To test the hypotheses of the study that reflect the dividend policy and the capital structure on the market value, the study used the simple and multiple regression analysis method.

**Results and Recommendations:** The results of the study indicate that there is a significant impact of dividend policy on the market value. However, the study finds that there is in significant impact of the capital structure on the market

value. However, it shows that there is a significant impact of both dividend policy and capital structure on the market value of Saudi banks. According to the results, the study recommends the necessity of determining the appropriate mix of financial sources (external and internal), as the optimal use of this mix may lead to a reduction in the cost of capital, which maximizes the enterprise value and opens its way for more investment opportunities, and thus increase its profitability. In addition, the financial markets and firmans management should pay attention to the dividend policy, due to its great effect on retained earnings, which represent a form of self-financing, as well as its effect on the market value of enterprises.

**Practical Implications:** The results of this study may be of interest to business enterprises management in making decisions that would maximize the market value of the enterprises. In addition, the benefit that shareholders and bearer shares get from those enterprises by forecasting stock prices based on data of dividends and the changes in the capital structure of the enterprise. The results of the study may also provide suggestions and recommendations that help decision-makers in Saudi and Arab business enterprises to take the right measures, financial, accounting and financing decisions in a way that serves present and expected investors.

**Originality and Value:** This study contributes to the accounting and finance literature by attempting to reduce the argument regarding the impact of the dividend policy and the capital structure on the market value of business enterprises, which may contribute to explain the variance of shares performance in Saudi banks. It also provides additional evidence to explain that relationship in the Saudi business environment.

**Keywords:** Dividend Policy, Capital Structure, Financial Structure, Market Value, Saudi Banks.

## ١ - مقدمة

يعتمد الكثير من مستخدمي القوائم المالية على الأرباح كمؤشر لتقييم أداء المنشآت، لما تمثله الأرباح من إنعكاس للإجراءات المحاسبية التي تعكس الأداء المالي للمنشآت. إلا أن الاعتماد على الأرباح من قبل أصحاب المصالح عند اتخاذ القرارات لا يعني اتخاذ قرارات رشيدة، ويرجع ذلك إلى أن صافي الربح في حد ذاته يؤدي إلى إغفال ما تحتويه بنود المستحقات من معلومات لها تأثير على عملية اتخاذ القرارات (Cho,2019). كما تسعى المنشآت إلى تعظيم الأرباح كهدف استراتيجي. وفي سبيل ذلك، تسعى المنشآت جاهدة إلى إيجاد الفرص والبدائل الاستثمارية التي تحقق العائد الأعلى، ونظرًا لمحدودية الموارد الداخلية للمنشآت وعدم كفايتها، تسعى الشركات لإيجاد موارد إضافية تساعد على استغلال الفرص المتاحة عن طريق الاقتراض (Ardillah,2018). وهو الأمر الذي ينتج عنه خليط تمويلي من مصادر تمويل داخلية وخارجية يسمى هيكل رأس المال. ويعتبر قرار اختيار هيكل رأس المال الأمثل من أهم أعمال مجلس إدارة المنشآت، والذي يُعد من القرارات الاستراتيجية الحاسمة التي تؤثر على قيمة المنشأة، وما يستتبعه من تأثير على ثروة المساهمين. ولذا اهتم العديد من النظريات بتفسير كيفية تأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة، ولكن لوحظ وجود اختلاف وتباين بين النظريات مما أدى إلى تعدد التفسيرات حول قرار تحديد هيكل رأس المال الأمثل.

وفي سياق آخر، تُعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية في منشآت الأعمال، حيث تمثل التوزيعات حجر الزاوية في مجال تمويل المنشآت، بالإضافة إلى جانب انعكاسها على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية (Singla&Samanta,2019). وينظر إلى قرار التوزيعات بوصفه من المكونات الأساسية لسياسة المنشأة، وأحد القضايا المهمة في الأدب المحاسبي والتي مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال التمويل. ويُعد توزيع الأرباح مكافأة للمساهمين عن استثماراتهم في المنشأة وتحملهم للمخاطر. لذا يجب أن تراعي سياسة توزيع الأرباح أهداف المنشأة بما يُسهم في تعظيم ثروة المساهمين (القرشي، ٢٠٢٠). إذ يطالب المساهمون بالمزيد من توزيعات الأرباح بناءً على المعلومات التي تم الحصول عليها من القوائم والتقارير المالية، في حين أن سياسة توزيع الأرباح هي نتيجة لعدة عوامل تؤثر على قرار الشركة في إقرار التوزيعات، سواء أكانت توزيعات نقدية عن طريق صرف أرباح، أو عينية عن طريق توزيع أسهم مجانية يتم تمويلها من الأرباح المحتجزة (Gyapong,2019). لذا تُعد سياسة توزيع الأرباح قضية أساسية للشركات بسبب تأثيرها الملحوظ على قرارات الاستثمار والتمويل. فإذا ما قررت الشركة عدم دفع توزيعات أرباح، أو دفع توزيعات أرباح أقل، فإنه سيكون لدى الشركة أموال داخلية أكثر، مما يقلل من اعتمادها على الأموال الخارجية. ومن ناحية أخرى، إذا دفعت الشركة توزيعات أرباح عالية، فسوف ينتج عنها أموال داخلية أقل، مما يزيد من اعتماد الشركة على الديون أو

أي شكل آخر من أشكال التمويل الخارجي (Naeem&Khurram,2019). ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قرار الاستثمار وتكلفة رأس المال بالشركة، ومن ثمّ التأثير على القيمة السوقية للشركة.

من هنا، جاءت أهمية هذه الدراسة في التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، ومقدار الأرباح التي يجب احتجازها لتوفير القدر الكافي من الأموال لاحتياجات الشركة الاستثمارية، وتكوين هيكل تمويلي أمثل بالنسبة لظروف المنشأة. إذ أظهر التطبيق العملي العديد من أوجه التباين بين الأدبيات المحاسبية تجاه أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة. وبناءً على ما سبق، يهدف البحث إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

## ١-٢ الفجوة البحثية وتساؤلات الدراسة

تُعد قضايا هيكل رأس المال من أكثر القضايا التي نالت اهتماماً كبيراً في أدبيات الإدارة المالية عبر السنوات الماضية وإلى يومنا هذا، حيث لا يوجد ما يطلق عليه هيكل رأس المال الأمثل. ويرجع ذلك التباين إلى عدم التجانس في الظروف المحيطة بالشركات. ويُعد تكوين الهيكل المالي للشركات من أصعب أنواع القرارات للمدراء الماليين، حيث أن هذه القرارات تؤثر تأثيراً مباشراً على الوضع المالي للشركة (Ramlia et al., 2019). ويرجع ذلك إلى أن النسبة الأمثل لمصادر التمويل سواء أكانت عن طريق الملكية أو الديون لها تبعات كثيرة، وغالباً ما تكون سلبية، إذا ما أخذ بعين الاعتبار الكثير من العوامل المحددة لاختيار المزيج الأنسب للشركة مثل (طبيعة الشركة واحتياجاتها وحجمها). ويحتوي هيكل رأس المال في منشأة الأعمال على مصدرين أساسيين يتمثل أولهما في إصدار الأسهم، والثاني في التمويل من خلال الاقتراض، واللذان يوفران الأموال اللازمة لتسيير أداء المنشآت (Collins et al., 2019). ويرتبط هيكل رأس المال الأمثل إيجابياً بالفرص الاستثمارية داخل المنشأة، حيث تشير نظرية الإشارة إلى وجود علاقة طردية بين الفرص الاستثمارية والتمويل من خلال الديون. إذ أن هيكل رأس المال بالمنشآت يُعد مرآة عاكسة لوضعها تجاه المستثمرين. لذا فإن المنشآت التي تُقدم على الاقتراض لتمويل الفرص الاستثمارية التي تواجهها وتحمل الخطر المالي الناتج عن هذا الاقتراض، لدليل واضح على أن هذه المنشآت تنتظر عوائد مستقبلية عالية، وبدرجة ثقة مرتفعة من وراء هذا الاستثمار، فقد لا تلجأ إلى إصدار الأسهم لرفض مساهميتها القدامي تقاسم الأرباح المستقبلية مع مساهمين جدد (Dufour et al., 2018; Park, 2019).

وعلى الجانب الآخر، تُعد سياسة توزيع الأرباح أيضاً من القضايا المهمة في الإدارة المالية لما لها من صلة وثيقة بربحية الشركة، والأداء المالي بشكل عام. إذ تمثل إحدى أهم السياسات والقرارات المالية

بعد قرار الاستثمار والتمويل، نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في سوق المال (Nyere & Wesson, 2019)، حيث مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال الأدب المحاسبي والتمويلي، وذلك لاختلاف مستويات تطور الأسواق المالية بين الدول، وما يترتب عليه من اختلاف البيئة المؤسسية والحكومية لتلك الاقتصاديات. وتخضع سياسة توزيع الأرباح لعدة اعتبارات لعل أهمها الربحية، ووضع السيولة، والقواعد والقيود القانونية، والرفع المالي، وفرص النمو، ورغبات المساهمين ونوعية المستثمرين، وغيرها من الاعتبارات (Tijjani, 2019). وقد ظهر العديد من النظريات التي حاولت تفسير سياسة التوزيعات منها نظرية عصفور في اليد (Bird-in hand theory)، ونظرية أولوية التمويل، ونظرية الإشارة، وغيرها من النظريات (Tran, 2019; Labhane, 2019). ورغم ذلك لازال الجدل مستمرًا منذ عقود، ولم يتم التوصل إلى أي توافق في الآراء يمكن الإستناد إليه كمنهج لإتخاذ قرار توزيع الأرباح الذي يحقق أهداف الشركة والمساهمين. لذلك يتعين على المديرين صياغة سياسة توزيع مثلي تأخذ في الاعتبار أغلب المحددات التي من شأنها أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، ونسبة الأرباح التي يجب احتجازها لتوفير القدر الكافي من الأموال لاحتياجات الشركة الاستثمارية.

واستنادًا إلى ما تقدم، يُعد هيكل رأس المال أحد العوامل المهمة المؤثرة على سياسة الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والإدارة، حيث يؤثر نمط هيكل رأس المال في مستوى حوكمة الشركات، وأداء المنشأة، والشكل التنظيمي داخل المنشأة، ومستويات الاستثمار، والرقابة على جوانب الأداء. ومما لا شك فيه يُمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على هيكل رأس المال سواء فيما يتعلق بقرار دفع توزيعات أرباح أو عدم دفع توزيعات، وكذلك مقدار التوزيعات المدفوعة. ومن هنا يثار السؤال الرئيس للبحث بشأن اختلاف نمط هيكل رأس المال وما يترتب عليه من تأثير على سياسة توزيع الأرباح، وما لذلك من أثر على الأداء المالي للشركة وكفاءتها في تعظيم قيمتها. ويمكن الاستدلال على كفاءة إدارة المنشآت بالعديد من الجوانب منها القيمة السوقية، واهتمام إدارة المنشآت بالجوانب التي تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة لما تمثله من مقياس اقتصادي، من شأنه أن يبعث الرضا بالنسبة للعديد من الأطراف المتعاملة مع المنشأة والثقة بها بالإضافة إلى رضا الملاك. وهذا يتطلب، جهدًا للمواءمة مع القرارات التي قد تكون ذات علاقة مؤثرة بالقيمة السوقية (Lee & Lee, 2019). لذا يُعد قياس الأثر المتوقع لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشأة هو جوهر الدراسة الحالية، حيث لا تتوافر الدراسات الكافية - في حدود علم الباحث - عن متغيرات الدراسة وأثرها على القيمة السوقية للمنشآت. وفي إطار ذلك تتناول الدراسة الحالية التساؤلات الفرعية التالية: هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمصارف العاملة في السوق المالية السعودية؟ هل يؤثر نمط

هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف العاملة في السوق المالية السعودية؟ هل يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف العاملة في السوق المالية السعودية؟

### ٣-١ هدف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، والذي ينبثق عنه الأهداف الفرعية التالية: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، وتحليل أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية. كذلك قياس أثر كلٍ من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، وذلك للحصول على دليل عملي من خلال دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

### ٤-١ أهمية ودوافع الدراسة

يمكن إبراز أهمية ودوافع الدراسة من حيث:

- **الأهمية العلمية:** تُعد الدراسة الحالية امتداداً للأدبيات المحاسبية التي حاولت اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشآت (مشكور وصادق، ٢٠١٨؛ Ehikioya, 2016; Luvembe et al., 2016)، حيث تسلط الدراسة المزيد من الضوء على تأثير سياسات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية، ومن ثم مساعدة المستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم من الأطراف ذات الصلة لفهم هذه العلاقة، بما يُسهم في اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية المثلى. إذ توفر السوق المالية السعودية بيئة جديرة بالاهتمام، لاكتشاف ودراسة هذه العلاقة. فمع تركيز ملكية المنشآت السعودية وانخفاض جودة ممارسات حوكمة الشركات تزيد تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات، ومن ثم يزيد احتمال استخدام سياسة توزيع الأرباح كألية لتخفيض مشاكل الوكالة، أو في المقابل استخدام سياسة التوزيع التي تحقق مصالح كبار المساهمين أو الأطراف المسيطرة. لذا يتوقع أن تُسهم نتائج الدراسة في خدمة أصحاب المصالح، ومستخدمي المعلومات المالية، بما قد يقدم أدلة إضافية ويقلل من الجدل المثار حولها.
- **الأهمية العملية:** تتمثل هذه الأهمية في تزايد الحاجة إلى زيادة منفعة المعلومات المحاسبية في تحسين قرارات الاستثمار والتمويل. لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليل عملي من البيئة السعودية، من خلال توفير نموذج لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية. كما قد تُسهم نتائج هذه الدراسة في تمكين مستخدمي التقارير المالية في تقييم الفرص الاستثمارية بشكل أفضل. إذ تكتسب الدراسة أهمية خاصة نظرًا لوجود فروق بين البيئات التي تمت بها أغلب

الدراسات السابقة وبيئة الأعمال السعودية، وذلك من حيث كفاءة السوق المالية، وحجم المعلومات المتاحة، وحجم الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية، وكذلك الفروق الثقافية والقانونية والنظامية مع تلك البيانات.

- **دوافع الدراسة:** تتمثل دوافع الدراسة في محاولة تضيق فجوة البحث المحاسبي في هذا المجال، وإيجاد دليل عملي تجريبي بشأن كيف يُمكن للمديرين أن يتخذوا القرارات السليمة بشأن توزيعات الأرباح، أو الاحتفاظ بها لتمويل زيادات رأس المال، ومن ثم تعظيم قيمة المنشأة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

### ١-٥ حدود الدراسة

تقتصر الدراسة الحالية على اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في المصارف السعودية. كما تم استخدام عدد من المتغيرات الرقابية ذات التأثير في القيمة السوقية لضبط العلاقة بين المتغيرات مثل (حجم المصرف، ربحية المصرف، جودة خصائص الحوكمة). وبالتالي يخرج عن نطاق الدراسة، العوامل الأخرى التي يُمكن أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال مثل (عمر المنشأة، ومعدل النمو، والسيولة). كما تقتصر الدراسة التطبيقية على القطاع المصرفي السعودي، والمكون من (١١) مصرفاً مدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٩). لذا يخرج عن نطاق هذه الدراسة الشركات التجارية والصناعية والخدمية المدرجة بالسوق المالية السعودية. وأخيراً يجب التعامل مع نتائج الدراسة في حدود حجم العينة وأساليب قياس المتغيرات المستخدمة.

### ١-٦ منهج الدراسة

يتبع الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي الاختباري بإتباع المنهج الاستقرائي، حيث تم مسح المصادر العلمية المتعلقة بموضوع الدراسة، اعتماداً على البحث المكتبي سواء الإصدارات المهنية أو الدراسات الأكاديمية المرتبطة بموضوع الدراسة. فضلاً عن إتباع المنهج الاستنباطي، لاستكشاف وتفسير طبيعة العلاقة بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية واشتقاق فروض البحث. كما قام الباحث بدراسة تطبيقية مستخدماً أسلوب تحليل المحتوى (ContentAnalysis) حيث تم تحليل التقارير المالية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، خلال الفترة المالية (٢٠١٦-٢٠١٩). وذلك لتطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض الدراسة.



## ٧-١ خطة الدراسة

انطلاقاً من أهمية الدراسة وتحقيقاً لأهدافها والإجابة على تساؤلاتها، سيتم تناول ما تبقى من الدراسة كما يلي: ٢- سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي. ٣- هيكل رأس المال (المفهوم والأهمية وطرق قياسه). ٤- القيمة السوقية للشركة (المفهوم وطرق قياسها). ٥- الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث. ٦- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

## ٢- سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي

تُعد الأرباح التي تحققها الشركة محل خلاف ومثار جدل بين إدارة الشركة والمساهمين، حيث أنها تُعد مصدر الاستثمار والتمويل الداخلي للشركة، إذا ما تم الاحتفاظ بها واستثمارها داخل الشركة، كما تمثل مكافأة أو عائد للمساهمين، إذا ما تم توزيعها مقابل استثمارهم داخل الشركة وتحملهم للمخاطر (Nyere&Wesson, 2019). ففي اقتصاديات تمويل الشركات يوجد نوعان من العناصر الأساسية في ملكية الشركات هما: الحق في السيطرة والرقابة، والحق في الحصول على صافي أرباح الشركة. ويُعد الحصول على التوزيعات هو الوسيلة التي يحصل من خلالها المساهمون على العائد من استثماراتهم في الشركة. وبالرغم من أن توزيعات الأرباح أحد حقوق المساهمين، إلا أنه في الشركات المساهمة لا يكون من حق المساهمين إجبار الشركات على دفع التوزيعات. إذ أن دفع هذه التوزيعات يُعد قرارًا اختياريًا للأطراف الداخلية التي تسيطر على المنشأة سواء توزيع الأرباح أو احتجازها أو إعادة استثمارها لتحقيق أرباح مستقبلية (Tran, 2019).

## ٢-١ مفهوم سياسة توزيع الأرباح

ناقش الأدب المالي والمحاسبي مفهوم سياسة توزيع الأرباح، إذ أشار إلى أنها توزيع جزء من أرباح الشركة على المساهمين العاديين، وقد تكون التوزيعات على شكل توزيعات نقدية أو أسهم (Olang et al., 2017). كما عرفها (Naeem& khurram, 2019) على أنها سياسة لتحديد التخصيص بين الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار وأرباح الأسهم الموزعة على المساهمين. في حين يري (القرشي، ٢٠٢٠) سياسة توزيع الأرباح بأنها جزء لا يتجزأ من قرار التمويل الاستراتيجي للشركة، وجوهر هذه السياسة هو قيام مديري الشركة بتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها على المساهمين، الذين يمتلكون الأسهم العادية في الشركة كعوائد على استثماراتهم، وتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي احتجازها لتمويل النمو المستقبلي في الشركة، ويجب أن يكون هدف قرار توزيع الأرباح، هو تعظيم ثروة المساهمين. بينما عرف (Tijjani, 2019) سياسة توزيع الأرباح بأنها إحدى القرارات الاستراتيجية المهمة في الشركة، والتي تخضع لاعتبارات عديدة في تحديدها، حيث تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وما لذلك من أهمية بالنسبة للمستثمرين والمقرضين والمدراء وغيرهم من أصحاب

المصلحة. في حين فرق (الصاوي، ٢٠١٦) بين مفهومين هما توزيعات الأرباح وهي العوائد التي يتلقاها المساهمون على استثماراتهم في أسهم المنشأة، وبين سياسة توزيع الأرباح "وهي قرار بالمفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في المنشأة". وتتطور السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية، ذلك مع الأخذ في الاعتبار مجموعة من العوامل أهمها سلامة المركز المالي للمنشأة بعد التوزيعات، وعدم الاضرار بمصالح المساهمين والأطراف ذوي المصالح (Rampershad&Villiers, 2019).

مما سبق، يوضح الباحث، أنه يوجد اختلاف بين مفهوم توزيعات الأرباح، وسياسة توزيع الأرباح. فإذا كانت الأرباح هي عبارة عن "العوائد التي حققتها الشركة سواء خلال الفترة المالية الحالية أو خلال الفترة الماضية والتي يستحقها المساهمون أو أولئك الذين يملكون حصص في رأس مال الشركة"، فإن سياسة توزيع الأرباح "هي عبارة عن النهج الذي تتبناه الشركة عند المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، وبين احتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها في المنشأة، بهدف تعظيم قيمة المنشأة وثروة المساهمين مستقبلاً. في حين أن توزيعات الأرباح "هي ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين، ويكون التوزيع أما نقدي، أو عيني في شكل أسهم. وتعتبر هذه التوزيعات بمثابة مكافأة للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في أسهم الشركة".

## ٢-٢ استراتيجيات سياسة توزيعات الأرباح

تُعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي يستخدمها المديرون لإرسال إشارة للمحللين الماليين وللمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل (الصاوي، ٢٠١٦)، لذلك فهي مقياس رئيس لتحديد قيمة الشركة السوقية. وقد تَخار الشركات بين ثلاث استراتيجيات لسياسة توزيعات الأرباح، وهي (Rampershad&Villiers, 2019):

- الاستراتيجية الأولى: تحديد مقدار الأرباح الموزعة كنسبة مستهدفة من صافي ربح الشركة، وهو ما يؤدي إلى تقلب توزيعات الأرباح خاصة عندما تكون الأرباح غير مستقرة. وتعد هذه الاستراتيجية أكثر إنتشارًا في اقتصاديات الدول الناشئة.
- الاستراتيجية الثانية: احتفاظ الشركة بتوزيعات أرباح ثابتة نسبيًا، وهو أمر شائع في اقتصاديات الدول المتقدمة.
- الاستراتيجية الثالثة: احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر داخلي لعمليات التوسع والنمو.

## ٢-٣ دوافع توزيعات الأرباح

- قدم الأدب المحاسبي العديد من الدوافع التي تحفز الشركات على توزيع جزء من أرباحها. وتتضمن هذه الدوافع الآتي (Singla&Samanta,2019; Anh&Tuan,2019):
- تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح المنشأة وأدائها، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية للشركة.
  - تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهم المنشأة وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الاكتتاب عند زيادة رأس المال، ما قد يسهم في تعظيم قيمة المنشأة.
  - زيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال تلبية احتياجاتهم، والحد من استغلال صغار المساهمين.
  - تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للمنشآت.
  - تسهيل رقابة سوق رأس المال على أنشطة المنشآت ومتابعة أدائها.
  - تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة.

## ٢-٤ نظريات سياسة توزيعات الأرباح

يُعد قرار التصرف في الأرباح من أكثر القضايا اهتماماً لدى إدارات المنشآت. إذ تتعدد النظريات التي تفسر سلوك المستثمرين والمديرين تجاه سياسة توزيع الأرباح. وقد اختلفت نتائج هذه النظريات بين مؤيد وحيادي تجاه أثر سياسة توزيعات الأرباح وإنعكاسها على قيمة المنشأة. ومن أهم هذه النظريات مايلي:

- **نظرية عصفور في اليد (Bird-in Hand Theory):** تقوم هذه النظرية على افتراض وجود علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيع الأرباح وقيمتها السوقية، إذ أن المستثمرين يرون أن الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية والأرباح الرأسمالية، ومن ثم يفضلون الحصول على الأرباح الحالية (Azeez, 2015).
- **نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory):** وفقاً لهذه النظرية، فإن المستثمرين يفضلون الشركات التي تقوم باحتجاز مقداراً أكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين، بسبب التميز الضريبي نتيجة انخفاض معدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية عن الضريبة على التوزيعات، حيث تؤدي هذه السياسة إلى إعادة استثمار تلك الأرباح في أنشطة الشركة، بما يؤدي إلى زيادة معدل النمو، ومن ثم تحسين سعر السهم (محمد، ٢٠٢٠؛ Gyapong et al.,2019).

- **نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح:** قدم هذه النظرية (Miller&Modigliani) عام (١٩٦١) حيث أوضح أن قيمة المنشأة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة، وليس على الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح. وقد أكد هذان الباحثان على أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين. وبالتالي فإن قيمة المنشأة لا تتأثر بهيكل رأس المال، وأن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المنشأة وليست مؤثرة على ثروة المساهمين (Nyere&Wesson,2019).
- **نظرية فائض النقدية (FreeCashFlow Theory):** تعتمد هذه النظرية على افتراض أن سياسة توزيعات الأرباح يُمكن أن تخفض من مستوى الأموال (التدفقات النقدية الحرة)، والتي يُمكن أن يستخدمها المديرون لتحقيق مصالحهم الشخصية، سواء على المكافآت أو الاستثمار في مشاريع غير مربحة. ومن ثم يُمكن أن تقوم الشركات بتوزيع التدفقات النقدية الحرة على المساهمين بدلاً من سوء استغلالها، أو عدم الاستخدام الأمثل لها (Gyapong et al.,2019).
- **نظرية الوكالة (Agency Theory):** وتستند هذه النظرية على فكرة أن آليات رقابة المنشأة يُمكن أن تقيد في تخفيض تعارض الوكالة (محمد، ٢٠٢٠). ويمكن أن تُسهم توزيعات الأرباح في تخفيض مشاكل الوكالة وذلك لسببين. أولهما: أن توزيعات الأرباح تخفض مقدار التدفقات النقدية الحرة المتاحة لإدارة المنشأة، والتي قد تستغل لتحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين. وثانيهما: أن توزيعات الأرباح تُعرض المنشأة لمزيد من رقابة سوق رأس المال، وذلك لأن التوزيعات تخفض من الأموال المتاحة، وقد تلجأ المنشأة لأسواق رأس المال للحصول على تمويل خارجي، إذا رغبت في زيادة الاستثمارات المخططة، مما يضع المنشأة تحت رقابة وتقييم المستثمرين المحتملين، ومن ثم تخفيض مشاكل الوكالة (Mosavi et al., 2013; Vintila, 2013).
- **نظرية الإشارة (Signaling Theory):** وفقاً لهذه النظرية فإن الإدارة التي لديها أخبارًا جيدة تحاول أن تصح عنها، حتى تميز نفسها عن الشركات التي لديها أخبارًا غير جيدة. وبالتالي، فإن زيادة جودة التقارير المالية يُحد من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم، حيث أنها تجعل المديرين يفضلون التخلي عن مشاريع استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة (الاستثمار الأقل من اللازم)، ومن ثم فإن الحد من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم سيؤدي إلى توفير نقدية كبيرة، وهو ما سيدفع المديرين إلى القيام بتوزيعات أكبر (Tran et al.,2017; Tran, 2019).

## ٢-٥ محددات سياسة توزيع الأرباح

تتعدد المحددات التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح بشكل كبير من بلد إلى آخر، بسبب التناقضات أو الاختلافات في القوانين والسياسات الضريبية والمحاسبية (Budiarso, 2019). ويجب أخذ هذه المحددات في الاعتبار عند وضع السياسة المثلى للمنشأة والأكثر ملاءمة لظروفها. ومن أهم هذه المحددات ما يلي (Trihermanto & Nainggolan, 2019):

- **الربحية (Profitability):** تقيس الربحية مدى قوة توليد الأرباح في شركة ما. وقد وجد الباحثون أن الربحية تُعد أحد أهم محددات سياسة توزيع الأرباح. ومع ذلك فإن نتائج علاقة الربحية مع توزيعات الأرباح كانت مختلطة. فوفقاً لنظرية أولوية التمويل: لا تحتاج الشركات الأكثر ربحية إلى تمويل خارجي، حيث تفضل الاعتماد بشكل أكبر على الأموال الداخلية أو الأرباح المحتجزة. ونتيجة لذلك، ستميل الشركات إلى توزيعات أرباح أقل ومن ثم الاحتفاظ بالمزيد من الأرباح (Ekanayake et al., 2016; Labhane, 2019). في حين أظهرت نتائج دراسة (Brahmaiah et al., 2018) أن الشركات التي تحقق أرباحاً كبيرة تقوم بتوزيعات أرباح أعلى مقارنة بالشركات الأقل ربحية. لذلك فإن العلاقة المتوقعة بين الربحية والأرباح الموزعة غير محددة. وقد أظهرت دراستنا (Trihermanto & Nainggolan, 2019; Sani & Musa, 2017) وجود علاقة إيجابية بين ربحية الشركة وسياسة توزيع الأرباح. بينما أشارت دراسة (Litai et al., 2011) إلى وجود علاقة سلبية بين الربحية وتوزيعات الأرباح.

- **الرافعة المالية (Financial leverage):** تُعد الرافعة المالية للشركة عاملاً مهماً في سياسة توزيع الأرباح. وتُشير الرافعة المالية إلى درجة اعتماد الشركة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروضاً أو سندات، بما ينعكس على الأرباح التي يحصل عليها الملاك (القرشي، ٢٠٢٠). بمعنى آخر، يكون لدى الشركات ذات نسبة الرافعة المالية العالية مدفوعات ثابتة عالية لاستخدامها التمويل الخارجي. ومن ثم كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما قلت فرصة توزيع الأرباح. نتيجة لذلك فإن الرفع المالي يرتبط ارتباطاً سلبياً بتوزيعات الأرباح. ويتفق هذا التفسير مع نظرية تكلفة الوكالة. وعلى النقيض من ذلك، يُمكن لأرباح الشركة أن تحقق معدل عائد أعلى مما تدفعه مقابل الأموال المقترضة، حيث يُمكنها من استخدام مستويات أعلى من الديون في هيكل رأس المال الخاصة بها للاستفادة من الوفر الضريبي (Brahmaiah et al., 2018). بالإضافة إلى ما سبق، تُعد نسبة الاقتراض من المحددات المهمة لسياسة توزيع الأرباح. فقد أشارت دراسة (Budiarso, 2019) إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الاقتراض وسياسة توزيعات الأرباح. أي أنه كلما زاد الاقتراض في الشركة كلما انخفضت نسبة التوزيعات.

وفي سياق آخر، أشارت دراساتاً (محمد، ٢٠٢٠؛ الصاوي، ٢٠١٦) إلى وجود علاقة إيجابية بين معدلات الاقتراض وسياسة التوزيعات. وعلى صعيد آخر أظهرت دراساتاً (Musiega et al., 2016; Tahir et al., 2016) عدم وجود علاقة بين نسبة الاقتراض وسياسة توزيعات الأرباح.

- **حجم الشركة (Firm Size):** يُعد حجم الشركة أحد المحددات الأساسية لتوزيعات الأرباح، حيث تتمتع الشركات الأكبر حجماً بسهولة الوصول إلى سوق رأس المال. كما تدفع الشركات الكبيرة تكلفة معاملات أقل مقارنةً بالشركات الأصغر حجماً، ومن ثم فهي في وضع أفضل في السوق لجمع المزيد من الأموال، ما يجعلها أقل اعتماداً على الأموال المتولدة داخلياً ودفع المزيد من توزيعات الأرباح (Singla & Samanta, 2014). بالإضافة إلى ذلك، تحتاج الشركات الكبرى إلى دفع المزيد من توزيعات الأرباح من أجل تخفيض مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين (Arieri & Nyang, 2018). وقد أظهرت دراسة (Brahmaiah et al., 2018) أن حجم الشركة يرتبط ارتباطاً سلبياً بقرارات توزيع الأرباح، نظراً لأن الشركات الكبرى تميل إلى أن يكون لديها فرص إعادة استثمار أكبر، ومن ثم توزيعات أرباح أقل. وعلى صعيد آخر، أظهرت نتائج دراسة (Baker, 2019; Litai et al., 2011) أن الشركات الكبيرة تكون أكثر قدرة على تحقيق الأرباح، وبالتالي تكون قدرتها أكبر على زيادة نسبة التوزيعات الموجهة للمساهمين، ومن ثم وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح.

- **نمو الشركة (Growth):** تحتاج الشركات ذات النمو وفرص الاستثمار المرتفعة إلى الأموال المتولدة داخلياً لتمويل تلك الاستثمارات، ومن ثم تميل إلى دفع توزيعات أرباح منخفضة (Jiraporn & Lee, 2018). لذا فإن العلاقة بين نمو الشركة وفرص الاستثمار لديها ترتبط ارتباطاً سلبياً بتوزيع أرباح على الأسهم. علاوة على ذلك، من المرجح أن تكون الشركات ذات النمو وفرص الاستثمار المنخفضة ليس لديها الدوافع لبناء الاحتياطيات، نتيجة لانخفاض النمو وقلّة الأنفاق الرأسمالي، وبالتالي تميل إلى دفع توزيعات أرباح أكبر، ومن ثم يوجد ارتباط إيجابي بتوزيعات الأرباح على الأسهم (Al-Malkawi, 2007). ومن ناحية أخرى، نجد أن معدل النمو للشركات يُعدّ محدداً مهماً لسياسة التوزيعات، حيث أشارت دراساتاً (Musiega et al., 2016; Batool & Javid, 2014) إلى وجود علاقة إيجابية بين معدلات النمو وسياسة التوزيعات. وعلى العكس من ذلك، توصلت دراسة (Khan et al., 2016) إلى وجود علاقة سلبية بين فرص النمو وتوزيعات الأرباح. وعلى صعيد آخر، أثبتت دراساتاً (Tahir et al., 2016; Shamsabadi et al., 2016) عدم وجود علاقة بين معدلات النمو وسياسة توزيع الأرباح.

- السيولة (Liquidity): تُعد سيولة الشركة أمرًا أساسيًا في الكثير من قرارات توزيع الأرباح، فالشركات قد تحقق أرباحًا ولكنها تعاني من نقص السيولة النقدية اللازمة لإعلان توزيع الأرباح. وبناءً على ذلك، يتوقع أن تدفع الشركات ذات السيولة المرتفعة توزيعات أرباح أعلى بسبب توافر مبالغ نقدية لديها، وتكون العلاقة إيجابية بين السيولة وتوزيع الأرباح (Ahmed et al., 2015). وقد أوضحت دراسة (Budiarso, 2019) وجود علاقة إيجابية بين السيولة النقدية للشركة وسياسة توزيع الأرباح. ويعود ذلك إلى أن السيولة الجيدة في الشركة تتيح لها تمويل عملياتها بعيدًا عن الاقتراض، أو احتجاز الأرباح، مما يعني وجود فرصة أكبر لتوزيعات الأرباح.
- نسبة التوزيعات السابقة (Past Dividend): يعطي استقراء سياسة توزيعات الأرباح في الماضي مؤشرًا على سياسة التوزيع المستقبلية (Das&Mohanty, 2018). وغالبًا ما يعتقد المستثمرون أن الشركات ذات التوزيعات المستقرة أقوى وأكثر قيمة. وهذا ما أكدته دراسة (Kaur, 2019) حيث أظهرت أن نسبة توزيعات أرباح السنوات السابقة تؤثر بشكل إيجابي على نسبة توزيعات أرباح الأسهم الحالية للشركة.

## ٢-٦ المقاييس الكمية لتوزيعات الأرباح

- قدم الأدب المحاسبي مجموعة من المقاييس التي تستخدم لقياس توزيعات الأرباح. ويُمكن عرض أهم هذه المقاييس كما يلي:
- العائد على الكوبون: ويعتمد في حسابه على قسمة توزيعات الأرباح لكل سهم (سواء كان سهم عادي أو سهم ممتاز) على سعر السهم الحالي في السوق. ويقاس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الأسهم، وبالتالي يساعد في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم ببيع الأسهم أو الاحتفاظ بها (Labhan, 2019).
  - نسبة توزيع الأرباح: يعتمد في حسابه على قسمة توزيع الأرباح لكل سهم على نصيب السهم من صافي الأرباح. وبالتالي، يُعبر هذا المقياس عن النسبة المئوية من صافي أرباح الشركة التي تدفع إلى المساهمين، والتي تدل على سياسة الشركة تجاه المساهمين (Aladwan, 2019). هذا وقد تم استخدام هذا المقياس في الدراسة الحالية قياسًا على دراستنا (Nyere&Wesson, 2019; Anazonwu, 2018) والتي أوضحنا أنه كلما زادت نسبة توزيع الأرباح من عام إلى آخر، كلما كان هناك انطباع جيد لدى المستثمرين في الأوراق المالية عن أداء الشركة، وهو ما سيؤدي بدوره إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم. كما يستطيع المستثمر أن يقدّر من خلال هذه النسبة ما إذا كانت

توزيعات الأرباح بالشركة مستقرة، أو نسبة توزيعاتها طبيعية، أو إذا كانت الشركة تحتجز الأرباح وتعيد استثمارها لزيادة نموها وتعظيم ثروتها المستقبلية.

## ٧-٢ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، واشتقاق الفرض الأول.

تُعد سياسة توزيع الأرباح من القرارات ذات الأهمية التي تواجه مجلس إدارة الشركة، حيث أن إدارة الشركة تكون المسؤولة عن الأرباح المحققة وتقسيمها إلى أرباح موزعة على المساهمين، وأرباح محتجزة يتم استخدامها في تمويل الاستثمارات الجديدة. وبالتالي، يجب على مجلس الإدارة تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية للأرباح وبين احتجاز الأرباح لتحقيق النمو المستقبلي (Aladwan, 2019). ويعتبر تحقيق هذا التوازن معضلة أو تحدي يواجه إدارة منشآت الأعمال. ولتحقيق هذا التوازن عند اتخاذ قرار توزيعات الأرباح ينبغي على إدارة الشركة مراعاة العوامل والمتغيرات التي قد تؤثر أو تتأثر بقرار التوزيعات (Tijjanu, 2019). كما تُعد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم ذات أهمية كبيرة لمنشآت الأعمال، وذلك لأهميتها من الناحية الاستثمارية والتمويلية، والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركات. إذ يُعد تعظيم القيمة السوقية للشركة هدفاً استراتيجياً تسعى إليه جميع الشركات من خلال تعظيم سعر السهم (المناصير، ٢٠٢٠). وقد قدمت الأدبيات المحاسبية مجموعة من الأدلة العملية لأهمية سياسة توزيع الأرباح في التأثير على قيمة الشركة، وفيما يلي عرض لأهم تلك الدراسات:

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (M'rabe&Boujjat, 2016) في تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للشركات، وذلك لعينة من الشركات المدرجة في المغرب. وباستخدام أسلوب الانحدار البسيط، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها وجود أثر قوي وإيجابي لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات، وذلك لأن سياسة توزيع الأرباح هي عامل مهم يؤثر على أداء الشركة.

في حين هدفت دراسة (Ehikioya, 2016) إلى تحديد التأثير المحتمل لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة وأدائها المالي، لعينة من (٨١) من الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠١٤). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لسياسة توزيع الأرباح على أداء الشركات.

كما تناولت دراسة (الصريرة، ٢٠١٧) أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لشركات المساهمة في القطاع الصناعي الأردني، من خلال عينة من (٣٥) شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. وقد أظهرت الدراسة أن هناك أثرًا ذا دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح مجتمعة على القيمة



السوقية للشركات الصناعية الأردنية، وأن لكل من سياسة توزيع الأرباح النقدية والأسهم أثرًا ذا دلالة إحصائية على القيمة السوقية.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (Yahaya,2017) إلى فحص أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة، وذلك لعينة من (١٦) من شركات السلع الاستهلاكية المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٦). وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى أن عائد توزيعات الأرباح ونسبة الأرباح الموزعة تؤثران على الأداء المالي للشركة، عندما يقاس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول و (Tobin's Q). ولكن عندما يقاس الأداء المالي بالعائد على حقوق المساهمين أو السعر السوقي للسهم فإن سياسة توزيع الأرباح لا تظهر أي تأثير معنوي.

وتناولت دراسة (Adesina et al., 2017) اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقييم المستثمرين لأسعار الأسهم في المصارف النيجيرية. وقد استخدمت الدراسة البيانات المالية المنشورة لعدد (٤) مصارف رئيسية في نيجيريا خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٦). وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية كبيرة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

وقد حاولت دراسة (قنون، ٢٠١٨) معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، باستخدام عينة من (٢٥) شركة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي للفترة (٢٠١١-٢٠١٦). باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وأن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيرًا على القيمة السوقية.

أما دراسة (Sijoinur&Abdul Basit,2018) فقد هدفت إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين في الصناعة التحويلية من بورصة ناسداك للأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية. وقد إشمطت الدراسة على متغيرين مستقلين هما (نسبة توزيعات الأرباح، ومعدل عائد توزيعات الأرباح)، فيما تم قياس المتغير التابع (ثروة المساهمين) باستخدام ربحية السهم وسعر السهم السوقي والعائد على حقوق الملكية وذلك لعينة من (٣٠٠) شركة تم استخراجها من ثلاثة قطاعات فرعية من الصناعة التحويلية خلال الفترة من (٢٠١١-٢٠١٥). وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها نمط ثابت في التأثير على الأداء المالي للشركات في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتناولت دراسة (البراجنة، ٢٠١٩) اختبار مدى تأثير القيمة السوقية بسياسة توزيع الأرباح، وذلك لعينة من (٣٥) شركة مدرجة في بورصة فلسطين، لخمسة قطاعات للفترة (٢٠٠٨-٢٠١٨). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في

البورصة. وقد فسرت الدراسة ذلك بقلة الشركات الموزعة للأرباح حيث بلغت فقط (١١) شركة من أصل (٣٥) شركة، بالإضافة إلى أن هناك متغيرات أخرى مؤثرة منها ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين.

في حين هدفت دراسة (قدوم وآخرون، ٢٠١٩) إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، من خلال إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد، لعينة من (٣٠) شركة خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٧)، وذلك للشركات المدرجة في مؤشر دواجونز (DJIA) الأمريكي. وقد توصلت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المفسرة كان لها دلالة إحصائية ما عدا متغير نمو الأصول، وأن تأثير متغير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة إيجابي ومعنوي.

وتناولت دراسة (الصفار، ٢٠٢٠) قياس أثر آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، ولتحقيق هدف الدراسة استخدام عينة من (٣٠) شركة خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٧). وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم في الشركات الأردنية، بالإضافة إلى عدم وجود علاقة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم كمؤشر على القيمة السوقية للشركة.

وبتحليل الدراسات السابقة يتضح أنها اهتمت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، ومدى تأثيرها على القيمة السوقية، من خلال التطبيق على أسواق المال في العديد من البلدان. وقد تباينت نتائج بعض هذه الدراسات على الرغم من استخدامها نفس المتغيرات، واتفقت في بعض النتائج. ويُرجع الباحث هذا الاختلاف والتباين في النتائج إلى اختلاف البيانات التي أجريت فيها هذه الدراسات (المغرب، نيجيريا، الولايات المتحدة الأمريكية، قطر، الأردن، فلسطين) من حيث الاختلافات القانونية والنظامية والثقافية لتلك البيانات.

وتميل الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية بالمصارف السعودية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

**الفرض الأول:** توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

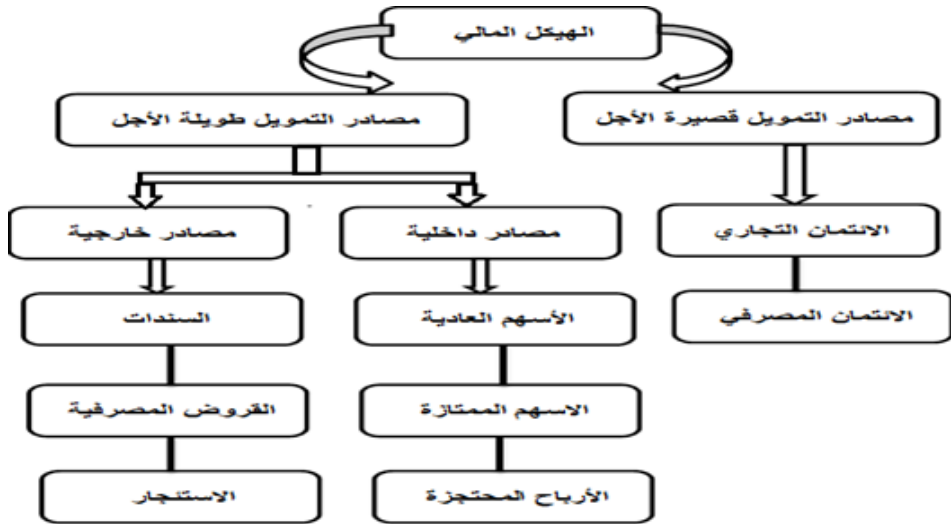
### ٣- هيكل رأس المال (المفهوم والأهمية وطرق قياسه)

تناول الأدب التمويلي والمحاسبي هيكل رأس المال بمزيد من الإهتمام بشكل كبير، نظرًا لعدم وجود وضوح تركيبية هيكل رأس المال بشكل يتناسب مع مختلف المنشآت. ويعود ذلك إلى إختلاف المناخ الاقتصادي والظروف البيئية والسياسية والتشريعية للشركات المختلفة من جهة، وكذلك وجود تنوع بين القطاعات الاقتصادية من جهة أخرى (Elmanakhly, 2018). ويختلف هيكل رأس المال في المنشآت حسب الشكل القانوني للمنشأة. ففي المنشآت الفردية يتمثل في المبلغ المدفوع من قبل الملاك ويظهر بمسمى رأس المال، أما في شركات الأشخاص فيظهر بمسمى رأس مال الشريك، وفي شركات الأموال يتم تجزئة رأس مال الشركة إلى وحدات تسمى كل وحدة منها سهمًا، حيث يكون رأس المال هو مجموع القيم الأسمية للأسهم (Khemiri & Noubbigh, 2018). ونظرًا لتوسع أعمال المنشآت والرغبة في الحصول على مزيد من مصادر لتمويل الاستثمارات أصبح هناك حاجة لدراسة مصادر التمويل والمفاضلة بينها. ونظرًا لأهمية القرارات التي تتخذها الإدارات والتي تتعلق بمزيج هيكل رأس المال، فقد ركز العديد من الباحثين على العوامل المرتبطة بهيكل رأس المال، وخاصة السعي إلى إيجاد هيكل ملائم لرأس المال، والذي يحقق أعلى منفعة للشركات والإهتمام بالمخاطر التي قد تترتب على حدوث أى خلل في هيكل رأس المال، مما يؤدي إلى حدوث اضرار وآثار سلبية على الشركات قد تنتهي إلى الإفلاس والتصفية. ومن جهة أخرى، قد تتأثر قدرة الشركة على المنافسة وتفقد مركزها التنافسي، بالإضافة إلى العديد من الفرص نتيجة عدم توفيق الإدارة في تحديد هيكل وتركيبية مناسبة لرأس المال (Tran, 2019).

### ١-٣ مفهوم هيكل رأس المال

يُمكن التفرق بين مفهومين لبنية التمويل في المنشآت، هما الهيكل المالي وهيكل رأس المال. فالهيكل المالي (Financial Structure): يتمثل في هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق المساهمين في قائمة المركز المالي للمنشأة (Khemiri & Noubbigh, 2018). ويعني الهيكل المالي الكيفية التي يتم بها تمويل موجودات واستثمارات المنشأة، والذي يوضح أدوات التمويل المستخدمة في المنشأة، ويتضمن كافة أشكال وأنواع مصادر الأموال مملوكة كانت أو مقترضة، قصيرة أم طويلة الأجل (Elmanakhly, 2018). في حين يشير مفهوم هيكل رأس المال (Capital Structure) إلى مصادر التمويل طويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة، والأرباح المحتجزة، والقروض طويلة الأجل، دون الإهتمام بالمصادر قصيرة الأجل (Ameen & Shahzaadi, 2017).

وبناءً على ما تقدم، يمكن للباحث توضيح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمنشأة والذي يشمل كافة المصادر قصيرة وطويلة الأجل. ومع ذلك، قد يري البعض ضرورة استبعاد الالتزامات قصيرة الأجل من الهيكل المالي على أساس أنها تمويل قصير ومؤقت (الصاوي، ٢٠١٦). وبالتالي فإنهم يفضلون التركيز على مفهوم هيكل رأس المال بدلا من مفهوم الهيكل المالي. ويوضح الشكل التالي مصادر التمويل المتاحة للمنشآت:



المصدر: (Kulati,2014.p18)

### شكل ١: مصادر التمويل المتاحة للمنشآت

وقد اهتم الأدب المحاسبي بمفهوم هيكل رأس المال، حيث تم تعريفه بأنه "الخليط أو المزيج من الديون وحقوق الملكية التي يتم استخدامها في تمويل عمليات المنشأة واستراتيجيتها (Ramlia et al., 2019). وقد عرفه (Yildirim et al., 2018) بأنه "الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها من خلال حقوق الملكية أو الديون أو مزيج منهما". كما عرفه (Tsoy&Heshmati,2017) بأنه "الموازنة بين مصادر التمويل من الديون وحقوق الملكية مع الأخذ بعين الاعتبار محاولة تخفيض تكاليف رأس المال لأدنى حد ممكن، مع تعظيم قيمة الشركة لأعلى درجة ممكنة". في حين عرفه (Saputra et al., 2015) بأنه "مزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل مثل القروض وحقوق الملكية بما فيها الاحتياطات المستخدمة في تمويل استثمارات الشركة".

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن للباحث تعريف هيكل رأس المال بأنه "مجموع الأموال المستغلة في تمويل أنشطة المنشأة، سواء تم الحصول عليها من مصادر التمويل الذاتية ممثلة في حقوق الملكية،

أو من الجهات الخارجية مثل القروض والسندات، بهدف تمويل عمليات المنشأة والاستثمارات المستقبلية.

### ٣-٢ النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

ناقش الأدب المحاسبي العديد من النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، حيث ظهرت عدة نظريات حول اختيار هيكل رأس المال الأمثل للمنشأة وتفسير السلوك التمويلي لها، إلا أنه لا يوجد اتفاق على نظرية أو مدخل يجيب على كافة التساؤلات في هذا المجال (Ramlia et al., 2019). ويمكن تناول أهم نظريات هيكل رأس المال كما يلي:

- **نظرية مودجلياني وميلر (Modigliani & Miller):** أوضحت هذه النظرية أن قيمة الشركة تمثل الأصول المملوكة وليس مقدار الديون أو حقوق الملكية (الأسهم). ويعني هذا أن الديون وحقوق الملكية لا يؤثران على قيمة الشركة في ظل سوق غير مثالي ولا يوجد فيه ضرائب. وبالتالي يكون الافتراض خال من المخاطر إضافة لغياب مشكلة الوكالة، وإن قيمة الشركة يتم تحديدها بالاعتماد على ربح المشروع وليس بطريقة التمويل، وهذا كله غير مطبق فعلياً على أرض الواقع (Yildirim et al., 2018). لكن في عام ١٩٦٣ قام الباحثان (Modigliani & Miller) بتعديل هذه النظرية، وذلك بافتراض وجود الضرائب حيث توصلنا لنتيجة مفادها أن هيكل رأس المال يؤثر على قيمة الشركة، كما تبين أن المنشآت تستخدم الديون أكثر من حقوق الملكية بسبب الوفورات الضريبية مما يؤدي لتعظيم قيمة الشركة (الصاوي، ٢٠١٦).

- **نظرية المفاضلة (Trade off theory):** تم تطوير هذه النظرية نتيجة للانتقادات التي تم توجيهها لنظرية (Modigliani & Miller). إذ تقوم هذه النظرية على تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال المفاضلة بين منافع التمويل بالميديونية، والتي تتمثل في الوفورات الضريبية مقابل معدلات الفائدة المرتفعة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، حيث تؤدي هذه الموازنة إلى الوصول إلى هيكل رأس المال الأفضل (Dufour et al., 2018).

- **نظرية أولوية مصادر التمويل (Pecking Order Theory):** تم التوصل إلى هذه النظرية من قبل (Myers & Majluf). ووفقاً لهذه النظرية يوجد ثلاثة مصادر للتمويل: التمويل الداخلي المعتمد على أرباح الشركة، والتمويل بالاقتراض، والتمويل بإصدار أسهم جديدة (Kontesa, 2015). ووفقاً لهذه النظرية فإن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يتبع التسلسل الهرمي في التمويل، بحيث يجب أولاً إستغلال السيولة المتوفرة من خلال الأرباح المحتجزة نظراً لتكلفتها المنخفضة، وعدم دخول ملاك جدد للشركة. وبعد الإستغلال الكامل لمصادر التمويل الداخلي يتم الاتجاه للتمويل من خلال

القروض لما يوفره من ميزة ضريبية، وأخيرًا التمويل من خلال إصدار أسهم جديدة، وهو آخر خيار حيث يأتي بملك جدد ودائمين بما يؤثر على قرارات وسياسات الشركة (Park., 2019).

- **نظرية تكلفة الوكالة (The Agency Cost Theory):** ظهرت هذه النظرية مع انفصال ملكية المنشآت عن إدارتها، حيث اهتمت بتنظيم العلاقة بين الملاك وإدارات المنشآت، ثم توسعت لتشمل كافة أصحاب المصالح الذين تتضارب مصالحهم في المنشآت. وتشير هذه النظرية إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل تخفض من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين، إلا أنها قد توجد مشاكل وكالة جديدة بين المساهمين والدائنين مثل عدم كفاءة الاستثمار (Chang et al., 2014). كما تُشير إلى أن المديرين عندما يمتلكون جزءًا من أسهم الشركة فإنهم يفضلون الديون بدلاً من الأسهم، وذلك للحفاظ على حقوقهم وزيادة الدافع لديهم لتعظيم مصلحة المساهمين، هذا بالإضافة إلى أن الديون تساعد المستثمرين في الرقابة على أداء المديرين (Kontesa, 2015).

- **نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory):** أوصى (Baker & Wurgler) في عام ٢٠٠٤م بنظرية جديدة لهيكل رأس المال، والتي تُشير إلى أنه يُمكن للمديرين زيادة ثروة المساهمين الحاليين عن طريق تحديد توقيت شراء وبيع أسهم الشركة، حيث تعمل على شراء أسهمها المدرجة في السوق عندما تكون مقيمة بأقل من القيمة العادلة، وإعادة بيعها عندما يكون هناك مبالغة في قيمتها السوقية (Saputra et al., 2015).

- **نظرية الإشارة (The Signal Theory):** تفترض هذه النظرية أن هيكل رأس المال يُمكن أن يرسل إشارات تُعبر عن الوضع المالي للمنشأة في المستقبل، بما يسمح بالحصول على العديد من المعلومات واتخاذ القرار المناسب، حيث يُمكن لنسبة الديون أن ترسل إشارات للمستثمرين عن الوضع المالي للمنشأة في المستقبل. ففي حالة قيام المنشأة بزيادة نسبة الديون فإن هذا يعطي إشارة إيجابية عن المركز المالي الجيد للمنشأة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها في المستقبل. أما في حالة تجنب زيادة نسبة الديون، فإن هذا يعطي إشارة سلبية عن المركز المالي للمنشأة واحتمال تعرضها لآزمات مالية قد تؤدي بها إلى الإفلاس. كما أن قيام المنشأة بإصدار أسهم جديدة يساعد على توفير معلومات بأن أسعار الأسهم أعلى من قيمتها الحقيقية (Ojo, 2012) مما يرسل إشارات سلبية بأن قرار إصدار الأسهم الجديدة هو بغرض مساهمة المستثمرين الجدد في الخسارة التي تعرضت لها المنشأة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم في السوق (محمد، ٢٠٢٠).

- **نظرية التدفق النقدي الحر (The Free Cash Flow Theory):** تُشير هذه النظرية إلى صراع المصالح بين المساهمين والمديرين حول السياسة النقدية للمنشأة. ففي حالة تحقيق تدفق نقدي حر

لدى المنشأة يكون الصراع حول كيفية تحفيز المديرين لتوزيع التدفق النقدي على المساهمين بدلاً من الاستثمار بمعدل أقل من تكلفة رأس المال. وقد أوضح (Kontesa, 2015) بأنه يُمكن استخدام الديون كأداة للرقابة من خلال إلزام المديرين بدفع تدفق نقدي حر للمساهمين في حالة عدم قدرة المنشأة على الاستثمار بشكل مريح. كما توصلت دراسة (Stretcher&Johnson, 2011) إلى أنه يُمكن استخدام الديون في تخفيض التكاليف، من خلال الحد من التدفق النقدي الحر وإيجاد دافع لدى المديرين لاتخاذ قرارات استثمارية أفضل، والعمل بكفاءة أكبر لخدمة الديون والحد من مخاطر الإفلاس. وأشارت دراسة (Myers, 2001) إلى أن زيادة مستوى الديون يُمكن أن يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة في حالة زيادة التدفقات النقدية التشغيلية عن الفرص الاستثمارية المربحة.

يتضح من العرض السابق وجود اختلاف بين نتائج النظريات حول العوامل المحددة لهيكل رأس المال، حيث ركزت نظرية المفاضلة على المزايا الضريبية، وركزت نظرية تسلسل مصادر التمويل على عدم تماثل المعلومات، في حين ركزت نظرية توقيت السوق على توقيت الحاجة إلى التمويل، بينما ركزت نظرية التدفق النقدي الحر على تكاليف الوكال. كما لوحظ اختلاف نظريات هيكل رأس المال من حيث علاقتها بقيمة الشركة.

### ٣-٣ العوامل المحددة لهيكل رأس المال

تعددت النظريات والاتجاهات التفسيرية التي ركزت على صياغة وشرح هيكل رأس المال، ومدى ارتباطه بتعظيم القيمة السوقية للمنشأة، باعتباره الهدف الاستراتيجي لأي إدارة مالية في الفكر المالي الحديث. فقد تعددت نوعية المحددات التي تؤثر على هيكل رأس المال، والتي يجب أخذها بعين الإهتمام عند تحديد نسبة الاقتراض المثلي لما لها من انعكاسات على قيمة المنشأة (Ramli et al., 2019). ويُمكن استعراض أهم العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال كما يلي:

- السيولة (Liquidity): يلاحظ تباين النظريات حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال. إذ أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين السيولة وهيكل رأس المال، حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية تكون لديها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، مما يسهل الحصول على الديون، فضلاً عن تجنب عدم الاستخدام الكفء للتدفقات النقدية (Gomez et al., 2014). في حين أشارت، نظرية تسلسل مصادر التمويل، ونظرية الوكالة، ونظرية التدفق النقدي الحر إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال، حيث أن المنشآت التي لديها نسبة سيولة عالية تميل إلى الاعتماد على الأموال المتولدة داخلياً دون الحاجة إلى الاقتراض (Deesomsak et al., 2004). كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين السيولة وهيكل رأس المال، حيث أشارت دراسة (Sheikh&Wang, 2011) إلى وجود

علاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال حيث أن المنشآت عالية السيولة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي وما يستتبعه من انخفاض نسب الديون. كما أشارت دراسة (Eldomiaty & Azim, 2008) إلى أن نسبة التداول كمقياس لتقييم السيولة ذات علاقة عكسية بنسب الديون عند كافة مستويات المخاطر. وأن نسبة النقدية ذات علاقة عكسية مع نسب الديون عند مستوى منخفض من المخاطر، كما توصلت دراسة (Pacheco&Tavares, 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون طويلة الأجل، في حين توصلت دراسة (Mateev et al., 2013) إلى وجود علاقة طردية بين السيولة ونسبة الديون قصيرة الأجل.

**معدل النمو (Growth Rate):** تباينت نتائج النظريات حول العلاقة بين معدل النمو وهيكل رأس المال، حيث أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن زيادة فرص النمو تكون في شكل أصول رأسمالية لا يمكن استخدامها كضمان، مما يجعل المنشآت مرتفعة النمو تعتمد بشكل أقل على الديون من المنشآت التي لديها أصول ملموسة (Skeikh&Wang,2011). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، حيث يترتب عليه وجود فرص نمو مرتفعة، وزيادة الطلب على مصادر التمويل الخارجية وبالتحديد بعد استنفاد الأموال الداخلية وعدم كفايتها للقيام بعمليات النمو (Bhattacharjee & Dash, 2015). كما يؤدي وجود فرص النمو المستقبلية إلى زيادة الاعتماد على مصادر التمويل ذات الحساسية المنخفضة للمعلومات، وما يستتبعه من زيادة الطلب على الديون وانخفاض الاعتماد على إصدار الأسهم ذات درجة الحساسية المرتفعة للمعلومات (Viviani,2008). بينما أشارت نظرية الوكالة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن ارتفاع مرونة الاستثمار لدى المنشآت مرتفعة النمو، يؤدي إلى تحويل الثروة من أصحاب الديون إلى المساهمين مما يجعلها تعتمد بصورة أقل على الديون لتخفيض صراع المصالح بين أصحاب الديون والمساهمين (Sheikh&Wang,2011). كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Abor&Biekpe,2009) إلى أن المنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم في جنوب أفريقيا تتميز بارتفاع معدلات النمو وتميل إلى مستويات مرتفعة من الديون. كما أظهرت دراسة (Sogrob-Mira,2005) وجود علاقة طردية بين معدل النمو وكل من الديون قصيرة وطويلة الأجل. بينما توصلت دراسة (Deesomsak et al.,2004) إلى وجود علاقة عكسية بين معدل النمو وهيكل رأس المال، حيث تميل المنشآت مرتفعة النمو إلى التمويل من خلال زيادة حقوق الملكية، واستخدام مستويات منخفضة من الديون بالنسبة لقرارات التمويل المستقبلية. إذ أن الاعتماد على الديون في



تمويل الفرص الاستثمارية يحتوي على درجة عالية من المخاطر. في حين أشارت دراسة (Karadeniz et al.,2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل النمو وهيكل رأس المال.

**حجم المنشأة (Firm Size):** أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن المنشآت كبيرة الحجم تتميز بأنها أكثر تنوعًا، وأكثر استقرارًا من حيث التدفقات النقدية، وأكثر قدرة على تحمل زيادة نسبة الديون، وسداد مدفوعات الفوائد، وأعلى إفصاحًا عن المعلومات، وأقل تقلبًا في الأرباح السنوية، وأقل تعرضًا لمخاطر الإفلاس، وأسهل وصولًا إلى سوق الائتمان، مع انخفاض تكاليف الوكالة، فضلًا عن أنها تطلب المزيد من الديون لتحقيق الاستعادة الكاملة من المنافع الضريبية (Deesomsak et al., 2004). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة بين الحجم وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن عدم تماثل المعلومات يكون أقل حدة في المنشآت كبيرة الحجم، ما يجعلها أقل اعتمادًا على الديون نظرًا لقدرتها على إصدار أسهم ذات درجة حساسية عالية للمعلومات (Bhattacharjee&Dash,2015). كما لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Karadeniz et al.,2009) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين حجم المنشأة وهيكل رأس المال في ظل فرض كفاءة السوق. في حين أكدت دراساتًا (Sogorb-Mira,2005; Fama&French,2002) على وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال، وأن المنشآت صغيرة الحجم تكون أكثر اعتمادًا على حقوق الملكية، بينما تعتمد المنشآت الأكبر حجمًا على الديون. بينما توصلت دراسة (Mateev et al.,2013) إلى وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال. وعلى العكس، توصلت دراسة (Benkraiem&Gurau,2013) إلى وجود علاقة طردية بين الحجم والديون طويلة الأجل مع علاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل.

**عُمر المنشأة (Firm Age):** أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال. ويرجع ذلك إلى أن المنشآت الحديثة تتميز بانخفاض تنوعها، وقلة أرباحها، وزيادة الاحتياجات التمويلية لديها، فضلًا عن انخفاض جدارتها الائتمانية، ومن ثم انخفاض قدرتها في الحصول على الديون (Pacheco&Tavares,2015). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال، حيث أن عدم تماثل المعلومات يكون أكثر حدة في المنشآت الحديثة، مما يجعلها تعتمد بشكل كبير على مصادر التمويل ذات درجة حساسية منخفضة للمعلومات، والتي تتمثل في الديون (Bhattacharjee&Dash,2015). وقد تبين وجود اختلاف بين نتائج الدراسات التطبيقية

حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Collins et al.,2019) إلى وجود علاقة طردية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال، حيث أنه كلما زاد عُمر المنشأة كلما زادت درجة الاعتماد على المصادر الخارجية، وذلك لوجود ضمانات كافية لمواجهة عدم الوفاء بالالتزامات. في حين توصلت دراسة (Saputra et al.,2004) إلى وجود علاقة طردية بين عُمر المنشأة ونسبة الديون طويلة الأجل، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين عُمر المنشأة وهيكل رأس المال وهو ما يتفق مع دراسة (Matias&Serrasqueiro, 2008)، والتي أيدت أن المنشآت الحديثة تعتمد بشكل كبير على الديون نظراً لعدم كفاية الأرباح المحتجزة لتلبية الاحتياجات التمويلية، كما أن المنشآت الأقدم عُمرًا قادرة على توليد موارد داخلية كافية لتلبية احتياجات التوسع والنمو.

- **الربحية (Profitability):** أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال، والتي ترجع إلى أن زيادة الربحية تؤدي إلى انخفاض مخاطر الإفلاس، وارتفاع معدلات الضرائب المتوقعة، مما يدفع المنشآت إلى حيازة المزيد من التدفق النقدي، الأمر الذي يحقق لها أرباحًا تزيد عن الأرباح الناتجة عن الاستثمارات (Mateev et al.,2013). في حين أشارت نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال حيث تفضل المنشآت مصادر التمويل الداخلية لتلبية احتياجاتها التمويلية أكثر من الديون وإصدار أسهم جديدة (Pacheco&Tavares, 2015). وقد تباينت نتائج الدراسات التطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Ezeoha,2008) إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وهيكل رأس المال. كما توصلت دراسة (Abor,2005) إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية وكل من نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل. في حين توصلت دراسة (Margaritis&Psillaki,2007) إلى وجود علاقة طردية بين الربحية وهيكل رأس المال. كما توصلت دراسة (Pacheco&Tavares,2015) إلى وجود علاقة طردية بين الربحية ونسبة الديون قصيرة الأجل، وعلاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون طويلة الأجل. وعلى عكس ذلك أظهرت دراسة (Tang&Jang,2007) عدم وجود علاقة معنوية بين الربحية وهيكل رأس المال.

- **الضرائب (Taxes):** أشارت نظرية المفاضلة إلى وجود علاقة طردية بين معدل الضريبة وهيكل رأس المال، نظرًا لخصم فوائد الديون من الدخل الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الديون، وبالتالي يزداد التمويل من خلال الديون مع زيادة معدلات الضريبة (Brigham&Houston,2009). إلا أن نظرية تسلسل مصادر التمويل لم تتناول تفسير العلاقة بين معدل الضريبة الفعلي ومستوى الديون. كما تباينت نتائج الدراسات التطبيقية حول تفسير هذه العلاقة، حيث أشارت دراسة (Antoniou et al.,2008) إلى وجود تأثير معنوي للضرائب

على الاختيار بين الديون وحقوق الملكية، فضلاً عن وجود تأثير للتغيرات في معدل الضريبة على قرارات هيكل رأس المال. كما توصلت دراسة (Graham,1996) إلى وجود علاقة بين معدل الضريبة ونسبة الديون طويلة الأجل. بينما أكدت دراسة (Handoo&Sharma,2014) على وجود تأثير معنوي لمعدل الضريبة على هيكل رأس المال. في حين دعمت دراسة (Antoniou et al.,2008; Sogrob-Mira,2005) وجود علاقة عكسية بين معدل الضريبة وهيكل رأس المال، نظراً لأن تأثير هذا المعدل على هيكل رأس المال يتوقف على القوانين الضريبية في كل دولة. وعلى عكس النتائج السابقة، توصلت دراسة (Huang&Song,2006) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل الضريبة وقيمة الديون في هيكل رأس المال.

يتضح من العرض السابق، اختلاف نظريات هيكل رأس المال ونتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين العوامل المحددة وهيكل رأس المال، وهو ما يؤدي إلى تعدد التفسيرات حول أهم تلك العوامل المؤثرة. يضاف إلى ذلك اختلاف التفسيرات حول درجة تأثير تلك العوامل على اتخاذ قرار اختيار هيكل رأس المال الأمثل وما يستتبعه من التأثير على قيمة منشآت الأعمال.

### ٣-٤ المقاييس الكمية لهيكل رأس المال

تتنوع مقاييس هيكل رأس المال بما قد يؤدي إلى إختلاف النتائج المترتبة على استخدام تلك المقاييس. لذا، فإن تحديد مقياس هيكل رأس المال قد يتوقف على الغرض من القياس. وقد قدم العديد من الأدبيات المحاسبية مجموعة من المقاييس الكمية لهيكل رأس المال، والتي يُمكن التعبير عنها بالجدول التالي (Khemiri&Nobbigh.,2018):

#### جدول ١: أهم المقاييس المستخدمة لقياس هيكل رأس المال

م	المؤشر	م	المؤشر
١	إجمالي الخصوم/إجمالي الأصول	٦	إجمالي الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول.
٢	إجمالي المديونية/ إجمالي صافي الأصول	٧	إجمالي الديون القابلة للتحويل/ إجمالي الأصول.
٣	إجمالي الخصوم/ القيمة السوقية لرأس المال	٨	إجمالي المديونية/ (إجمالي الديون + حقوق الملكية)
٤	إجمالي الخصوم/حقوق الملكية.	٩	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب/ الفوائد
٥	إجمالي الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول.	١٠	حقوق الملكية/ القيمة السوقية لإجمالي الأصول

المصدر: (Khemiri&Nobbigh,2018.p24)

هذا، وقد اعتمدت الدراسة الحالية في قياس هيكل رأس المال على نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، قياساً على دراسات (Chemutai et al., 2016; Matias & Serrasqueiro, 2008; Schroeder et al., 2015). إذ تُعد الالتزامات أحد مكونات القوائم المالية التي يتم تصنيفها إلى قصيرة وطويلة الأجل. ويتم النظر إليها وفقاً لنظرية الملكية المشتركة بأنها التزامات على المالك، ويمكن للدائن الرجوع على الأموال الخاصة للمالك، في حين يُنظر لها وفقاً لنظرية الشخصية المعنوية بأنها التزامات على المنشأة ذاتها باعتبارها شخصية اعتبارية مستقلة عن المالك، وكذلك فيما يتعلق بالأصول حيث ينظر إليها بأنها ملك لصاحب المشروع تبعاً لنظرية الملكية المشتركة وكذلك ملكاً للمشروع تبعاً لنظرية الشخصية المعنوية. (Khemiri & Nobbigh, 2018)

### ٣-٥ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية،

#### واشتقاق الفرض الثاني

يتمثل الهدف الأساسي للمنشآت في تعظيم ثروة المساهمين، حيث يؤدي ارتفاع قيمة المنشأة إلى زيادة ثراء المساهمين واستمرار استثماراتهم في المنشأة (Mathanika et al., 2015). ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال اتخاذ نوعين من القرارات ذات الأهمية هما: (قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل). ويُشير قرار الاستثمار إلى: تحقيق أعلى عائد ممكن للمنشأة، في حين يشير قرار التمويل إلى: الاختيار بين مزيج من مصادر التمويل الذاتية والخارجية لتمويل كافة الأنشطة الخاصة بالمنشأة بما يُسهم في تعظيم قيمتها (Fatoki & Olweny, 2017). ويعتبر هيكل رأس المال من أكثر القضايا التي حظيت باهتمام الباحثين في الفكر والأدب المحاسبي عبر فترة طويلة، ولازال محل اهتمام لما له من أثر واضح على الأداء المالي وتعظيم قيمة المنشآت وحقوق المساهمين. إذ أن العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة هي علاقة جوهرية وجدلية في آن واحد، حيث أن تعظيم قيمة الشركة يُعد الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية. لذا يجب على إدارة الشركة أن تختار التركيبة المناسبة لهيكل رأس المال، بما يكفل تغطية تكاليف التمويل والحصول على عوائد تُسهم في تعظيم ثروة الملاك والمساهمين (Tsoy & Heshmati, 2017). وقد أوضحت الأدلة العملية من خلال الدراسات التطبيقية وجود اختلاف وتباين حول طبيعة العلاقة بين نمط هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمنشآت، وسيتم عرض أهم تلك الدراسات كما يلي:

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (Adesina et al., 2015) في تحديد أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي والقيمة السوقية للمصارف، وذلك على عينة من (١٠) مصارف مدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية عن الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٢). وباستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط. وقد توصلت

الدراسة إلى: وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والأداء المالي والقيمة السوقية للمصارف العاملة في نيجيريا .

في حين هدفت دراسة (Hasbi,2015) إلى اختبار أثر كل من هيكل رأس المال، والنمو، والربحية على قيمة الشركة في أندونيسيا، باستخدام عينة من (١٥٢) شركة من شركات التمويل الإسلامية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٤). وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مهمة، مؤداها وجود علاقة قوية وإيجابية لهيكل رأس المال، والنمو، والربحية على القيمة السوقية للشركة.

وتناولت دراسة (Kontesa,2015) اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال، والربحية، وقيمة الشركة وذلك للشركات الصناعية في أندونيسيا باستخدام عينة من (١٣٠) شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٤). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي لكل من هيكل رأس المال والربحية على قيمة الشركة.

كما هدفت دراسة (Mathanika et al.,2015) إلى التحقق من أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات الصناعية في سيريلانكا، باستخدام عينة من (١٥) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية، والتي تعادل (٣٤.٨%) من إجمالي عدد الشركات الصناعية بها. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية وربحية السهم، فضلاً عن وجود تأثير سلبي ومعنوي لكل من نسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول على قيمة الشركة.

وتناولت دراسة (Zen&Rashid,2016) تحليل أثر الأداء المالي وهيكل رأس المال على قيمة الشركة، وذلك لعينة من الشركات المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٦). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للأداء المالي على قيمة الشركة، كما يوجد أثر إيجابي أيضاً لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (Abdul Hadi et al.,2017) إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة، حيث تم التطرق لأهمية نظريات هيكل رأس المال، وقد تكونت عينة الدراسة من (١٤) شركة في قطاع الإنشاءات المدرجة ببورصة ماليزيا للفترة (٢٠١٠-٢٠١٥)، باستخدام تحليل البيانات Panel Data. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين ربحية السهم الواحد والرافعة المالية وبين قيمة الشركة.

كما اهتمت دراسة (Aggarwal & Padhan, 2017) بالتعرف على أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة، وقد تم استخدام تحليل البيانات Panel Data لعدد (٢٢) شركة للفترة (٢٠٠١-٢٠١٥).

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي قوي بين قيمة الشركة والرفع المالي، في حين يوجد أثر سلبي بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال مع رفض لنظريات هيكل رأس المال.

وتناولت دراسة (Noorhayati et al.,2018) تحديد أثر هيكل رأس المال على مخاطر وأداء الشركات وقيمتها السوقية، وذلك خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٦) باستخدام عينة من الشركات المدرجة في بورصة بوخارست للأوراق المالية. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود ارتباط إيجابي بين الرافعة المالية وحجم الشركة وتقلب سعر السهم، وبالتالي وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة، وأن هناك تبايناً بين هيكل الديون وأداء الشركة وقيمتها السوقية تبعاً لطريقة إحتساب الأداء المالي سواء بالمقاييس المحاسبية أو المقاييس السوقية والتي تعتمد على سعر السهم والقيمة السوقية.

في حين حاولت دراسة (Nagatemin&Erlina,2018) التحقق من أثر كلٍ من الربحية وحجم الشركة والملكية المؤسسية على هيكل رأس المال وتأثيرها على قيمة الشركة، وذلك لعينة من (١٩) شركة سياحية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٤). وقد توصلت الدراسة إلى أن الربحية وحجم الشركة والملكية المؤسسية تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، وأن هناك أثر إيجابي لنسبة المديونية على قيمة الشركة. كما أن كل زيادة في معدل العائد على حقوق الملكية والملكية المؤسسية يتبعها زيادة في قيمة الشركة.

بينما هدفت دراسة (العرمان،٢٠١٨) إلى معرفة أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات الصناعية والخدمية الأردنية خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٧) باستخدام على عينة شملت (٩٥) شركة. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وكانت أبرز النتائج وجود أثر سلبي لهيكل رأس المال (الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل) على قيم الشركات الصناعية والخدمية في بيئة الأعمال الأردنية.

وتناولت دراسة (Chowdhury,2019) اختبار أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة، وذلك لعينة من (٧٧) شركة غير مالية من أربعة قطاعات مختلفة في سوق رأس المال بينغلاش للفترة (٢٠١٤-٢٠١٨). وقد توصلت الدراسة إلى أن تعظيم القيمة السوقية للشركة يحتاج إلى تركيبة مثالية من مكونات هيكل رأس المال، من الديون وحقوق الملكية، بما يعني أن التغيير في تركيبة هيكل رأس المال يزيد من قيمة الشركة. إذ أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة.

كما هدفت دراسة (Collins et al.,2019) إلى إجراء دراسة تجريبية لقياس أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية. وقد تم تطبيق الدراسة على عدد (٣٩) شركة غير مالية في بورصة نيجيريا

للفترة (٢٠١٥-٢٠١٩) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لهيكل رأس المال (مقاسًا بالديون طويلة الأجل /حقوق الملكية) على القيمة السوقية للشركة، في حين يوجد أثر سلبي لهيكل رأس المال (مقاسًا بإجمالي الديون/مجموع الديون وحقوق الملكية) على القيمة السوقية للشركة، مع وجود أثر إيجابي لحجم الشركة على القيمة السوقية للشركة.

وبتحليل الدراسات السابقة يتضح أنها اهتمت بتناول العديد من العوامل والمتغيرات المتعلقة بهيكل رأس المال، ومدى تأثيرها على القيمة السوقية، من خلال التطبيق على أسواق المال في العديد من البلدان. وقد تباينت نتائج بعض هذه الدراسات رغم استخدامها نفس المتغيرات، واتفقت في بعض النتائج. ويُرجع الباحث هذا الاختلاف والتباين في النتائج إلى اختلاف البيانات التي أُجريت فيها هذه الدراسات (نيجيريا، إندونيسيا، باكستان، سيرلانكا، ماليزيا، رومانيا، الأردن، بنغلاديش) من حيث الاختلافات القانونية والنظامية والثقافية لتلك البيانات. وتميل الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

**الفرض الثاني:** يؤثر هيكل رأس المال معنويًا على القيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

#### ٤ - القيمة السوقية للشركة (المفهوم وطرق قياسها)

يتمثل الهدف الرئيس للشركات في مجال الأعمال في تعظيم قيمة الشركة وثروة المستثمرين فيها، خصوصًا حملة الأسهم وذلك من خلال تعظيم القيمة السوقية للسهم. وبالتالي تُعد قيمة الشركة من الأمور المهمة للمستثمرين كمؤشر لتقييم وضع المنشأة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة، حيث تنعكس قيمة الشركة في سعر السهم (الورقة المالية) في ظل الفرص الاستثمارية المتاحة في سوق المال (Ardillah, 2018). ومن ثم فإن أسعار الأسهم المرتفعة تؤدي إلى تقييم أعلى للشركة، وتؤثر على ثقة المستثمرين نحو أداء الشركة الحالي والمستقبلي. لذا تُعد القيمة السوقية للشركة من المتغيرات التي تهم المستثمرين الحاليين والمرتقبين. كما يُعد تعظيم القيمة السوقية للشركة من ضمن الأهداف الاستراتيجية التي تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقها، وذلك للتعبير عن مدى كفاءتها في إدارة أصول الشركة (Adesina et al., 2017).

#### ٤-١ مفهوم القيمة السوقية

قدمت الأدبيات المحاسبية العديد من المفاهيم ذات الصلة بالقيمة السوقية، حيث تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية. ويُقوم سعر السهم في السوق على أساس العلاقة بين سعر ذلك السهم والأرباح المحتجزة، والربح الذي تحققه الشركة، وذلك وفقًا لما تمتلكه من

أصول (Kulati,2014). كما عرف (Sijoinur&AbdulBasit,2018) القيمة السوقية بأنها السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية. ونظرًا لتعدد العوامل التي تُسهم في تحديد هذا السعر فإن هذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغيير من وقت لآخر (Adesina et al.,2017). في حين يري (Ardillah,2018) القيمة السوقية بأنها عبارة عن السعر الذي يتم التعامل به في الأسهم في سوق الأوراق المالية، والذي يأتي نتيجة لتفاعل قوى العرض والطلب في سوق المال.

#### ٤-٢ قياس قيمة الشركة

قدمت الأدبيات المحاسبية مجموعة متعددة من الأساليب المستخدمة في تقدير قيمة المنشأة وذلك من خلال قائمة المركز المالي إتمادًا على قيمة الأصول أو نسبة القيمة السوقية للأصول إلى قيمتها الدفترية (Cho,2019). كما يتم تقدير قيمة المنشأة من خلال قائمة الدخل بالاعتماد على المبيعات أو الأرباح، وغيرها من المؤشرات مثل ربحية السهم، ونسبة القيمة السوقية للسهم إلى ربحية السهم (Mathanka et al.,2015). وقد اعتمدت دراسة (Lee & Lee., 2019) على مؤشرين لتقدير قيمة المنشأة، هما القيمة الدفترية للسهم معبرًا عنها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية للسهم معبرًا عنها بسعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية. كما اعتمدت دراسة (Ardillah,2018) على إجمالي كل من القيمة السوقية للأسهم العادية، والقيمة الدفترية للأسهم الممتازة، والقيمة الدفترية للديون مقسومًا على إجمالي الأصول. في حين أكدت دراسة (Kulati,2014) على أن القيمة السوقية من أفضل المقاييس لتقدير قيمة المنشأة حيث تعكس الثمن الذي يدفعه المستثمر كقيمة لأصول المنشأة معبرًا عنها بسعر إقفال السهم في نهاية السنة المالية مضمروبًا في عدد الأسهم المتداولة. كما استخدم العديد من الدراسات نموذج (Tobin's Q) الذي يُعبر عن قيمة المنشأة من خلال تكلفة الاستبدال المطلوبة للحصول على نفس أصول المنشأة والتي تساعد في التعرف على ما إذا كانت قيمة المنشأة أكبر من تكلفة الأصول اللازمة لتوليد التدفقات النقدية (Cho,2019).

وقد اعتمدت الدراسة الحالية على مقياس القيمة السوقية لقياس قيمة الشركة، من خلال استخدام مقياس (Tobin's Q) لقياس القيمة السوقية للمنشأة، ويعكس القيمة الحقيقية للشركة، حيث يتفق الباحث مع ما توصلت إليه دراسات (Cho,2019; Kulati, 2014; Ehikioya, 2016) من حيث وجود أفضلية لاستخدام نموذج (Tobin's Q) في قياس قيمة الشركة مقارنة ببعض المقاييس الأخرى، حيث أنه مقياس للأداء في الأجل الطويل. كما أنه لا يقتصر على المعلومات المحاسبية فقط، بل يأخذ في الاعتبار المعلومات المحاسبية والسوقية معاً. ويعتمد هذا المقياس على نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً لها القيمة الدفترية للديون إلى القيمة الدفترية لإجمالي قيمة الأصول، فإذا قلت قيمة الأصول عن القيمة السوقية، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع العائد على استثمارات المنشأة.



### ٤-٣ الدراسات السابقة التي تناولت سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وعلاقتها بالقيمة السوقية، واشتقاق الفرض الثالث

تُعبّر قيمة المنشأة عن كفاءة أدائها المالي والاستخدام الأمثل لمواردها، وتقييم العائد المتوقع من استثماراتها. لذا فقد اهتمت الأدبيات المحاسبية بمحاولة فهم العلاقة بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وأثرهما على القيمة السوقية. إذ أشارت دراسة (Ehikioya,2016) إلى أن القيمة السوقية للشركة لا تعتمد على مشاريعها الاستثمارية فقط، لكن هناك عوامل أخرى مثل سياسة توزيع الأرباح ونمط هيكل رأس المال. فقد تزيد قيمة الشركة بشكل متتالي تبعاً لزيادة ملكية المساهمين، كما أن تعظيم القيمة السوقية للشركة وزيادتها هي من القرارات المالية التي تستطيع إدارة الشركة التحكم فيها سواء استثمارياً أو تمويليًا. وقد تباينت الأدلة العملية لتفسير تلك العلاقة. ويمكن عرض أهم تلك الدراسات ذات الصلة كما يلي:

تمثل الهدف الرئيس لدراسة (Al-Najjar,2015) في تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال وسياسة التوزيعات في الأردن، ولقد اعتمدت هذه الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار المتعدد، اعتماداً على بيانات الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة (١٩٩٤-٢٠١٣). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين نسبة الديون إلى الأصول، وأيضاً يوجد علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين نسبة الديون إلى الأصول وبين الربحية، وتوصلت أيضاً إلى أن انخفاض هيكل رأس المال يؤدي إلى انخفاض التوزيعات.

وتناولت دراسة (Luvembe et al.,2016) تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح والهيكل المالي على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق المال بكينيا، وذلك باستخدام المنهج التحليلي الاختباري، لعينة من (١٠) مصارف مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٤). وقد تم قياس القيمة السوقية للمصارف بالقيمة السوقية المضافة والتي تمثل التغير في أسعار الأسهم، في حين تم قياس الهيكل المالي بنسبة الالتزامات إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، وقياس سياسة توزيع الأرباح بنسبة الأرباح الموزعة إلى صافي الربح بعد الضرائب. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمصارف التجارية بكينيا، حيث أشارت إلى أن قرارات المستثمرين في الأسواق المالية تعتمد بشكل كبير على كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المصارف.

بينما هدفت دراسة (Lundgren,2017) إلى اختبار أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في السويد، وذلك باستخدام عينة من (٢٨٤) شركة مدرجة في سوق ستوكهولم للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٥). وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الملكية المؤسسية ونسبة

توزيع الأرباح وعائد الأرباح وكذلك وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مع كل من نسبة توزيع الأرباح والعائد من توزيعات الأرباح.

كما هدفت دراسة (ابن الضب، ٢٠١٧) إلى تحليل أثر اختيار هيكل رأس المال مع قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية. وقد شملت عينة الدراسة (٣٠) شركة خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠١٦)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال له تأثير ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت.

وفي ذات السياق، هدفت دراسة (Mohamadi & Amiri, 2018) إلى اختبار أثر الهيكل المالي ممثلاً في الرفع المالي وربحية الشركة والفرص الاستثمارية وهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، لعينة من (١٠٥) شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران المالي عن الفترة (٢٠١٠-٢٠١٥)، وقد تم تحليل البيانات باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية قوية بين الملكية الإدارية والربحية وسياسة توزيع الأرباح. كذلك وجود علاقة عكسية قوية بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح.

وتناولت دراسة (مشكور وآخرون، ٢٠١٨) اختبار العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة وأثرها على هيكل رأس المال، وذلك لعينة من (١٤) مصرف مدرجة في بورصة العراق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠١٥) وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: يوجد علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة، كذلك يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية للسهم في بيئة الأعمال العراقية.

وبتحليل الدراسات السابقة ذات الصلة بسياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وعلاقتها بالقيمة السوقية، تبين قلة الدراسات التي اهتمت بالربط بين تلك المتغيرات- على حد علم الباحث- إلى جانب وجود تباين بين نتائجها. ويرجع الباحث هذا التباين في النتائج إلى اختلاف البيئات التي أجريت فيها هذه الدراسات (الأردن، وكينيا، والسويد، والكويت، وإيران، والعراق). وتميل الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية بين أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي:

**الفرض الثالث:** يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

## ٥- الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

### ٥-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة المصارف المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودية (تداول) خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٩). وقد بلغ عدد هذه المصارف حتى نهاية عام ٢٠١٩ (١٢) مصرفاً، تم إستبعاد شركة أملاك العالمية للتمويل العقاري وذلك لإنحصار أعمالها في مزاوله أعمال نشاط التمويل العقاري للشركات والأفراد دون الأعمال المصرفية مثل باقى المصارف، وبالتالي أصبحت عينة الدراسة (١١) مصرفاً، حيث تم إختيارهم جميعاً كعينة للدراسة. كما بالجدول التالى:

### جدول ٢: بيان بعينة الدراسة

م	اسم المصرف	رقم القيد	تاريخ القيد بالبورصة
1	مجموعة سامبا المالية - سامبا	1090	1993
2	البنك السعودى الفرنسى	1050	1993
3	البنك السعودى البريطانى - ساب	1060	1993
4	بنك الرياض	1010	1993
5	البنك العربى الوطنى	1080	1993
6	مصرف الراجحى	1120	1993
7	بنك الجزيرة	1020	1993
8	البنك السعودى للاستثمار	1030	1993
9	بنك البلاد	1140	2005
10	مصرف الأنماء	1150	2008
11	البنك الأهلى التجارى	1040	2014

المصدر: إعداد الباحث

### ٥-٢ مصادر الحصول على البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية، وتقارير مجلس الإدارة، والإيضاحات المتممة لشركات العينة المنشورة في مواقع هيئة سوق المال السعودي- تداول- [www.tadawal.com](http://www.tadawal.com)، إضافة إلى موقعي مباشر [www.Mubasher.info](http://www.Mubasher.info)، وأرقام [www.argaam.com](http://www.argaam.com) المتخصصان في تجميع البيانات المختلفة للشركات العاملة في المنطقة العربية.

### ٥-٣ فترة وحدود الدراسة

تغطي الدراسة القوائم المالية للفترة (٢٠١٦-٢٠١٩) وذلك بهدف إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق السعودية، كذلك تقتصر الدراسة التطبيقية فيما يختص بالعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للشركة كعوامل رقابية لضبط العلاقات بين المتغيرات في النموذج العام على بعض خصائص الشركة (حجم الشركة، ربحية الشركة، جودة خصائص الحوكمة). ويقتصر الباحث عند قياسه للقيمة السوقية للمصارف على نموذج (Tobin's Q) وذلك لما أثبتته الدراسات السابقة من جودة هذا النموذج ودقة نتائجه عند قياس قيمة المنشأة، ولن يتعرض إلى المقاييس الأخرى لقيمة المنشأة إلا بما يخدم هدف البحث.

### ٥-٤ متغيرات ونموذج الدراسة

#### أولاً: المتغيران المستقلان

- سياسة توزيعات الأرباح (Dividend Policy): وهي السياسة المتبعة بالمصرف لتوزيع صافي الأرباح بعد تحديد قيمة الأرباح المحتجزة. ويتم قياسها بالأرباح الموزعة منسوبة إلى ربحية السهم من خلال المعادلة التالية (قياساً على دراستاً 2018, Anazonw., 2019; Nyere&Wesson).

$$\text{الأرباح النقدية الموزعة (DP)} = \frac{\text{الأرباح النقدية الموزعة للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

- هيكل رأس المال (Capital Structure): وتمثل الطريقة التي تمول بها المصارف موجوداتها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونيات الخارجية. وقد تم قياسه بإجمالي الإلتزامات منسوبة إلى إجمالي الأصول، وذلك من خلال النموذج التالي قياساً على دراسات (Chemutai et al., 2016; Matias&Serrasqueiro, 2017; Schroeder, 2015):

$$\text{هيكل رأس المال (CS)} = \frac{\text{إجمالي الإلتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

#### ثانياً: المتغير التابع

القيمة السوقية (Market Value): ويتم قياسها باستخدام نموذج (Tobin's Q) وهو مقياس للقيمة السوقية للمصرف، ويحسب قيمة المصرف من خلال المعادلة التالية: وذلك قياساً على دراسات (Cho, 2019; Kulati, 2014; Ehikioya, 2016)

$$\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} + \text{القيمة الدفترية لإجمالي الإلتزامات}$$

$$\frac{\text{القيمة الدفترية لإجمالي الأصول}}$$

القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد الأسهم المتداولة (القائمة) للمصرف X القيمة السوقية للسهم (سعر الإقفال).

ويُلخص الجدول التالي التعريف بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

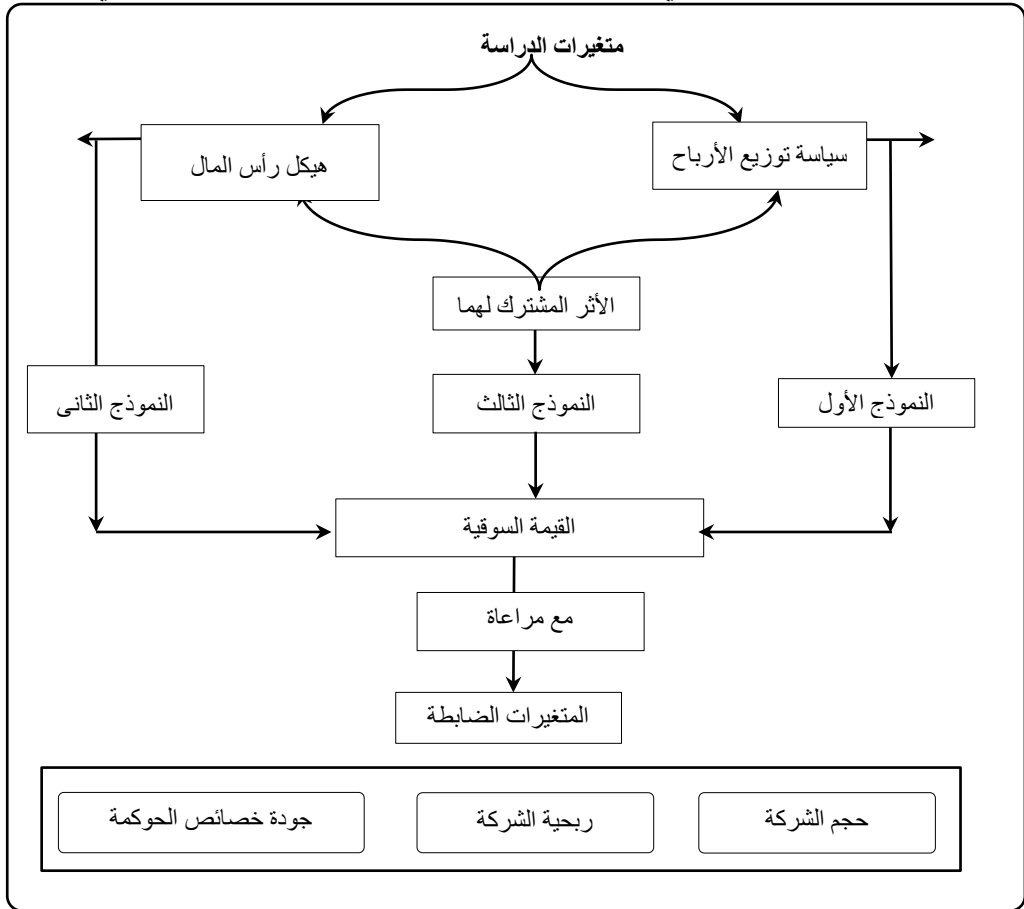
### جدول ٣: التعريف بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	نوع المتغير	مصدر الحصول على البيانات
<b>أولاً: المتغير التابع: (القيمة السوقية للمصرف)</b>				
القيمة السوقية للمصرف	MV	ويتم قياسها باستخدام نموذج (Tobin's Q) من خلال المعادلة الآتية: القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات القيمة الدفترية لإجمالي الأصول	تابع	القوائم المالية والمواقع الإلكترونية للمصارف والبورصة
<b>ثانياً: المتغيرات المستقلة</b>				
سياسة توزيع الأرباح	DP	ويتم قياسها بالأرباح الموزعة منسوبة إلى ربحية السهم من خلال المعادلة التالية: الأرباح النقدية الموزعة (DP) = الأرباح الموزعة للسهم ÷ ربحية السهم.	مستقل	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
هيكّل رأس المال	CS	ويتم قياسه بإجمالي الالتزامات منسوبة إلى إجمالي الأصول من خلال المعادلة التالية: هيكّل رأس المال (CS) = إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول	مستقل	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
<b>ثالثاً: المتغيرات الضابطة</b>				
حجم المصرف	BSIZ	يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	رقابي	التقارير السنوية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية
ربحية المصرف	BROA	يقاس من خلال صافي ربح العام قبل الضرائب مقسوماً على إجمالي الأصول.	رقابي	
جودة خصائص الحوكمة	BGQ	يقاس كمتغير تجميعي تتراوح قيمته من (١ إلى ٤) حسب مدى توافر بعض خصائص جودة خصائص الحوكمة (إستقلالية غالبية أعضاء مجلس الإدارة، عدم ازدواجية منصب المدير التنفيذي، وجود لجان متابعة أداء مجلس الإدارة ومطابقة حجم مجلس الإدارة ولجانه لقواعد الحوكمة) أو صفر بخلاف ذلك.	رقابي	

المصدر: إعداد الباحث.

## ثالثاً: نموذج الدراسة

يعتمد الباحث على النموذج العام التالي، والذي يتكون من ثلاثة نماذج كما بالشكل رقم (٢) التالي:



المصدر: إعداد الباحث

## شكل ٢: إطار الدراسة ونماذج العلاقة بين المتغيرات

يمكن صياغة نماذج الدراسة في المعادلات التالية وذلك قياساً على دراسات (Ehikioya,2016; Sijoinur&Abdul Basit,2016; Adesina et al.,2017) كما يلي:

**النموذج الأول:** هو نموذج لقياس سياسة توزيعات الأرباح في المصارف، واختبار أثر ذلك على القيمة السوقية، ويغطي هذا النموذج الفرض الأول: "توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم قياسه من خلال نموذج انحدار خطي بسيط، من خلال النموذج الرياضي التالي:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DP_{it}) + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الثاني:** هو نموذج لقياس هيكل رأس المال في المصارف، واختبار أثر ذلك على القيمة السوقية للمصرف، ويغطي هذا النموذج الفرض الثاني: "يؤثر هيكل رأس المال معنوياً على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم قياسية من خلال نموذج انحدار خطي بسيط، من خلال النموذج الرياضي التالي:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (CS_{it}) + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الثالث:** هو نموذج لقياس الأثر المشترك لسياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال في المصارف معاً على القيمة السوقية للمصرف، وذلك في ضوء إدخال بعض المتغيرات الرقابية والتي تمثل العوامل المؤثرة على المتغير التابع (القيمة السوقية للمصرف)، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل تحييد أثرها وضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ومن أهم هذه المتغيرات حجم المصرف، وربحية المصرف، وجودة خصائص الحوكمة المطبقة في المصرف، ويغطي هذا النموذج الفرض الثالث "يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". وتم قياسية باستخدام الانحدار الخطي المتعدد، بناءً على النموذج الرياضي التالي:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DP_{it}) + \beta_2 (CS_{it}) + \beta_3 (BSIZ_{it}) + \beta_4 (BROA_{it}) + \beta_5 (GOVQ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: ( $MV_{it}$ ) تعبر عن القيمة السوقية للمصرف ( $i$ ) في نهاية السنة ( $t$ ). ( $\beta_0$ ) الجزء الثابت في النموذج وتعبر عن مستوى القيمة السوقية للمصرف الذي لا يتأثر بالمتغيرات المستقلة. ( $\beta_1$ ) معاملات الانحدار لسياسة توزيع الأرباح، ( $DP_{it}$ ) سياسة توزيع الأرباح. ( $\beta_2$ ) معاملات الانحدار لهيكل رأس المال. ( $CS_{it}$ ) هيكل رأس المال، ( $\beta_3$ ) معامل الانحدار لحجم المصرف، ( $\beta_4$ ) معامل الانحدار لربحية المصرف، ( $\beta_5$ ) معامل الانحدار لجودة خصائص الحوكمة. ( $\varepsilon_{it}$ ) معامل الخطأ العشوائي.

## ٥-٥ تحليل نتائج الدراسة واختبار الفروض ومناقشتها

اعتمد تحليل نتائج الدراسة على ثلاث مراحل بدأت بالتحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، ثم عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة وانتهاء بتقدير نماذجها واختبار الفروض من خلال تحليل الارتباط والانحدار، وذلك كما يلي:

## ٥-٥-١ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

أولاً: اختبار مدى إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test):

للتحقق من مدى اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي تم استخدام اختبار (Kolmogorov - Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) للتأكد من أن نمط التوزيع الذي تسلكه بيانات الدراسة هو توزيع طبيعي، وذلك بالنسبة لمتغيرات الدراسة، وذلك لتحديد نوع الاختبارات التي سيستخدمها الباحث في التحليل الإحصائي للبيانات، ما بين اختبارات الإحصاء المعلمي واختبارات الإحصاء اللامعلمي، والجدول التالي يوضح قيم الاختبارات ومستوى المعنوية لكل متغير أمام كل اختبار:

جدول ٣: التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة المتصلة

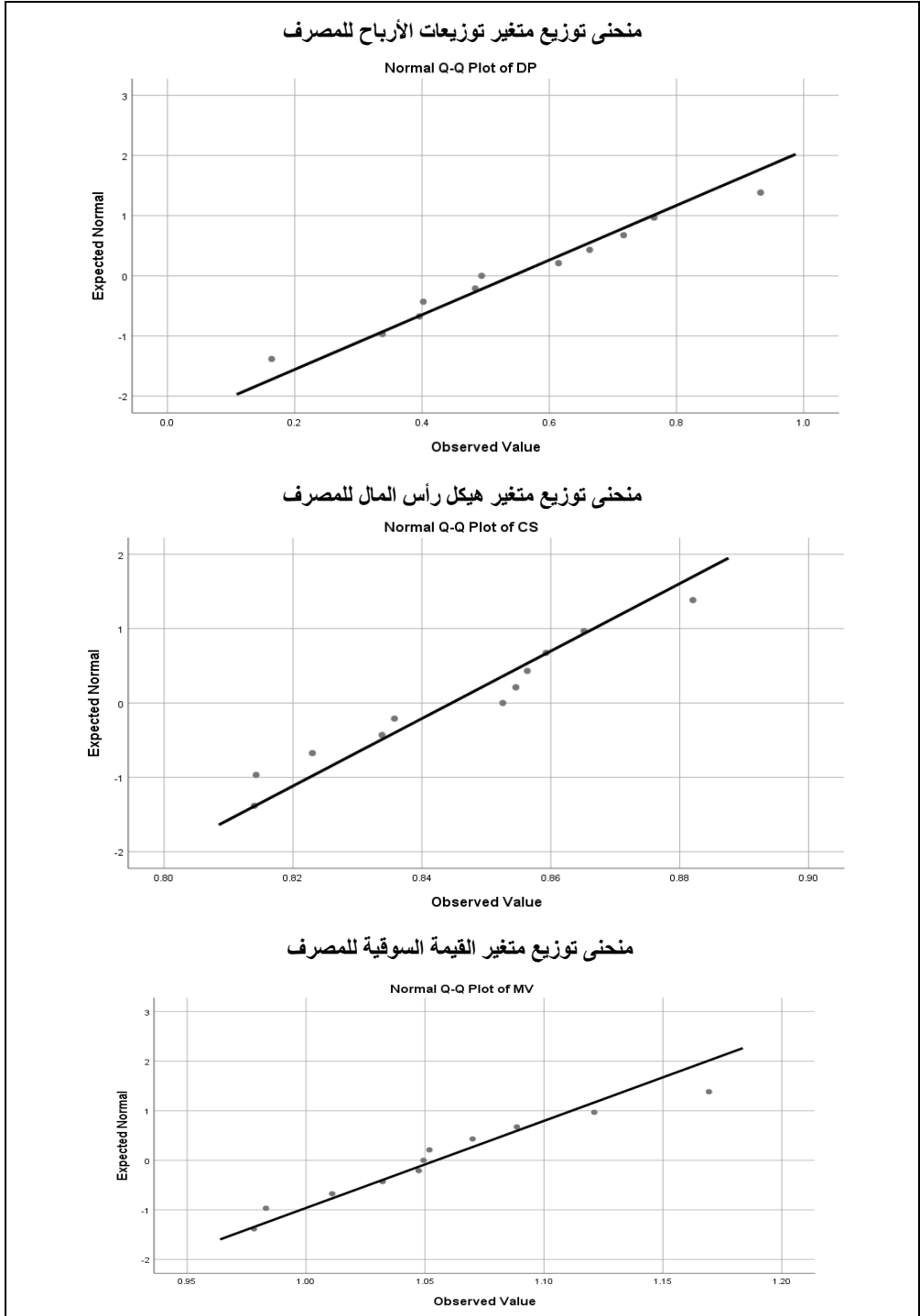
Variables		Kolmogorov-Smirnov Statistic		Shapiro-Wilk Statistic	
		Value	Sig.	value	Sig.
توزيعات الأرباح	DP	٠.١٣٣	*٠.٢٠٠	٠.٩٨٧	٠.٩٩٢
هيكل رأس المال	CS	٠.١٨٦	*٠.٢٠٠	٠.٩٤٤	٠.٥٦٧
القيمة السوقية للمصرف	MV	٠.١٥٧	*٠.٢٠٠	٠.٩٥٦	٠.٧٢٤
حجم المصرف	BSIZ	٠.١٥٨	*٠.٢٠٠	٠.٩٥٦	٠.٧١٨
ربحية المصرف	BROA	٠.١٧٦	*٠.٢٠٠	٠.٩٨٠	٠.٩٦٥
جودة خصائص الحوكمة	BGQ	٠.٢٢٨	٠.١١٥	٠.٨٣٨	٠.٠٣٠

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الأحصائي

ويتضح من الجدول السابق: أن قيمة مستوى المعنوية (Sig.) لاختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) أكبر من (٠.٠٥) لجميع المتغيرات، وبناءً على ذلك فإن البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

وللتدليل على ماسبق تظهر الأشكال التالية منحنيات التوزيع لبيانات المتغيرات الأساسية التي تتبع التوزيع الطبيعي (توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصرف) وذلك كما يلي:





المصدر: إعداد الباحث

شكل ٣: التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة الأساسية

ويلاحظ من الأشكال السابقة أن نقاط تمثيل بيانات المتغيرات تقترب حول الخط المستقيم وهذه يؤكد أن هذه المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي، وفي ضوء ما سبق، قام الباحث بمراجعة ذلك أثناء التحليل الإحصائي، حيث قام بإتباع الاختبارات المعلمية أثناء التحليل الإحصائي للبيانات التي تتبع التوزيع الطبيعي.

#### ثانياً: اختبار مدى قوة نموذج الدراسة وقدرته التفسيرية

حيث يتم التحقق من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال اختبار (Multicol linearity Test) والذي من خلاله يتم حساب معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF)) لكل متغير من المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع، وذلك للنموذج العام للدراسة، بالإضافة إلى التحقق من خلو متغيرات النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي باستخدام اختبار (Durbin Watson Test)، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

#### جدول ٤: نتائج اختبار (Multicol linearity Test)، (Durbin Watson Test)

قيمة معامل (VIF) و قيمة (D-W) لمتغيرات نموذج للدراسة			
المتغيرات المستقلة		MV القيمة السوقية للمصرف	
		VIF	Tolerance
توزيعات الأرباح	DP	٣.٢١١	٠.٣١١
هيكل رأس المال	CS	١.٢٦٦	٠.٧٩٠
حجم المصرف	BSIZ	٦.٠٠٥	٠.١٦٧
ربحية المصرف	ROA	١٣.٧٧٢	٠.٠٧٣
جودة خصائص الحوكمة	GOVQ	٢.٦٦٧	٠.٣٧٥
قيمة (Durbin Watson Test)		٢.٤٥٩	

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

#### يتضح من الجدول السابق مايلي:

- أن قيم (VIF) لغالبية المتغيرات المستقلة ومتغيرات الرقابة لنموذج الدراسة أقل من (١٠)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي، فالارتباط بينها ليس له دلالة إحصائية ومنخفض جداً، الأمر الذي يدل على قوة النموذج المستخدم في تفسير وتحديد تأثيرات المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

- أن قيمة (D-W) المحسوبة بلغت (٢.٤٥٩)، وهي بذلك تقع ضمن المدى المثالي وهو الذي يقترب من ٢ (١.٥ - ٢.٥)، مما يدل على عدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة تؤثر على صحة النتائج.

وفى ضوء ما سبق، يتضح أن المتغيرات المستقلة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي وعدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي، وبالتالي قوة نموذج الدراسة وزيادة قدرته التفسيرية، ومن ثم صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي.

### ٥-٥-٢ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

وهنا يقوم الباحث بوصف تحليلي لمتغيرات الدراسة حيث يظهر الجدول التالي الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة للدراسة وذلك على مدار سنوات الدراسة، وذلك كما يلي:

#### جدول ٥: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الرمز	السنة	الوسط	الإحتراف المعياري	أقصى قيمة	أقل قيمة
توزيعات الأرباح ( على مدار سنوات الدراسة)	DP16	٢٠١٦	٠.٣٧٥٦	٠.١٠١٨٢	٠.٥٩	٠.٢٣
	DP17	٢٠١٧	٠.٤٧١٥	٠.١٤٥٧٨	٠.٧١	٠.٢١
	DP18	٢٠١٨	٠.٨٠٦٢	٠.٥٧٤٢٣	١.٨٣	٠.٠٠
	DP19	٢٠١٩	٠.٥١٧٤	٠.٢٧٥٥٤	٠.٧٧	٠.٠٠
في المتوسط	DP		٠.٥٤٢٧	٠.٢٢٠٠٠	٠.٩٣	٠.١٦
هيكل رأس المال ( على مدار سنوات الدراسة)	CS16	٢٠١٦	٠.٨٤٦٧	٠.٢٠٩٨	٠.٨٨	٠.٨٢
	CS17	٢٠١٧	٠.٨٤٠٨	٠.٢٣٢٦	٠.٨٨	٠.٨٠
	CS18	٢٠١٨	٠.٨٤٦٠	٠.٢٣٤٦	٠.٨٩	٠.٨١
	CS19	٢٠١٩	٠.٨٤٥٠	٠.٢٨٩٨	٠.٨٩	٠.٧٩
في المتوسط	CS		٠.٨٤٤٦	٠.٢٢٠٤	٠.٨٨	٠.٨١
القيمة السوقية ( على مدار سنوات الدراسة)	MV16	٢٠١٦	١.٠٠٤٩	٠.٣٨٠١	١.٠٦	٠.٩٥
	MV17	٢٠١٧	١.٠٣٥٩	٠.٥٨٤١	١.١٤	٠.٩٧
	MV18	٢٠١٨	١.٠٨٩٣	٠.٧٨٠٥	١.٢٦	٠.٩٩
	MV19	٢٠١٩	١.٠٨٨٨	٠.٧١١٨	١.٢٣	٠.٩٨
في المتوسط	MV		١.٠٥٤٧	٠.٥٦٩٦	١.١٧	٠.٩٨
حجم المصرف ( على مدار سنوات الدراسة)	BSIZ16	٢٠١٦	٢٥.٧٩٦٢	٠.٦٥٨٠٥	٢٦.٨١	٢٤.٧١
	BSIZ17	٢٠١٧	٢٥.٨١٧٥	٠.٦٢٣٠٠	٢٦.٨٢	٢٤.٨٧
	BSIZ18	٢٠١٨	٢٥.٨٥٤١	٠.٥٩٩٨١	٢٦.٨٤	٢٥.٠١
	BSIZ19	٢٠١٩	٢٥.٩٦٨١	٠.٥٩٦٥٠	٢٦.٩٥	٢٥.١٨
في المتوسط	BSIZ		٢٥.٨٥٩٠	٠.٦١٦١٧	٢٦.٨٦	٢٤.٩٥

١.١٢	٢.٣٩	٠.٤٠٥٩٨	١.٧٣٥٦	٢٠١٦	ROA16	ربحية المصرف ( على مدار سنوات الدراسة)
١.٢٦	٢.٦٦	٠.٤٠٢٨٩	١.٨٧٥٥	٢٠١٧	ROA17	
١.٣٧	٢.٨٢	٠.٥١٠٥٢	٢.٠٥٠٦	٢٠١٨	ROA18	
٠.٢٤	٢.٩٥	٠.٧٥٠٧٦	١.٨١٤١	٢٠١٩	ROA19	
١.٠٩	٢.٧١	٠.٤٥٢٩٤	١.٨٦٩٠		ROA	في المتوسط
١.٠٠	٤.٠٠	١.١٣٦١٨	٢.٩٠٩١	٢٠١٦	GOV16	جودة خصائص الحوكمة ( على مدار سنوات الدراسة)
٢.٠٠	٤.٠٠	٠.٨٣١٢١	٣.٠٩٠٩	٢٠١٧	GOV17	
٢.٠٠	٤.٠٠	٠.٦٧٤٢٠	٣.٣٦٣٦	٢٠١٨	GOV18	
٣.٠٠	٤.٠٠	٠.٤٠٤٥٢	٣.٨١٨٢	٢٠١٩	GOV19	
٢.٥٠	٤.٠٠	٠.٦٤٠٤٩	٣.٢٩٥٥		GOVQ	في المتوسط

المصدر: إعداد الباحث اعتمادًا على نتائج التحليل الإحصائي

### ويقدم الجدول السابق العديد من الإستنتاجات أهمها:

١- بالنسبة لمستوى توزيعات الأرباح: تُشير النتائج إلى قيام المصارف التي تمثل العينة بتوزيعات أرباح بمتوسط عام بلغ (٠.٥٤) بنسبة ٥٤% وهي نسبة مقبولة، ولكنها غير جيدة، ومن خلال تتبع النسبة على مدار سنوات الدراسة نجد أن توزيعات الأرباح شهدت إرتفاعا ملحوظا من عام ٢٠١٦ والتي بلغت فيه (٠.٣٧) حتى وصلت إلى أعلى نسبة لها عام ٢٠١٨ وهي (٠.٨٠)، ثم إنخفضت في عام ٢٠١٩ بمتوسط (٠.٥١).

٢- بالنسبة لمتغير تكلفة رأس المال: تُشير النتائج إلى إستقراره على مدار سنوات الدراسة، حيث تراوحت قيمته حول (٠.٨٤) وسجلت أقل قيمة لها في عام ٢٠١٧ وبلغت (٠.٨٤٠٨) بينما كانت أكبر قيمة لهيكل رأس المال للعينة في عام ٢٠١٦ والذي بلغ (٠.٨٤٦٧)، وعلى المستوى العام لإجمالى العينة وللمدة ككل، بلغ المتوسط العام لهيكل رأس المال (٠.٨٤٤٦).

### ٣- بالنسبة لمتغير القيمة السوقية تشير النتائج إلى:

- أن القيمة السوقية في المتوسط للعينة على مدار سنوات الدراسة بلغت (١.٠٥٤٧) وهي قيمة جيدة وفقا لمقياس (Tobin's Q) حيث إذا كانت  $Q > 1$  معنى ذلك أن المصرف استطاع خلق قيمة لأن القيمة الحالية التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً أعلى من القيمة المحاسبية التي اعتمدت من خلال العقود التي تتم في السوق.

- إرتفاع القيمة السوقية من سنة لأخرى حيث بلغت القيمة السوقية للعيينة (١.٠٠٤٩) عام ٢٠١٦ وارتفعت عام ٢٠١٧ لتصبح (١.٠٣٥٩) ثم إرتفعت عام ٢٠١٨ لتصبح (١.٠٨٩٣) وحققت أعلى قيمة لها في عام ٢٠١٩ وهي (١.٠٨٨٨).

#### ٤- بالنسبة للمتغيرات الرقابية (الضابطة) تُشير النتائج إلى مايلي:

- بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول المصارف التي تمثل العينة (٢٥.٨٥٩٠)، وتؤكد النتائج على إرتفاع حجم المصارف من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠١٩، حيث بلغ على الترتيب (٢٥.٨١٧٥)، (٢٥.٨٥٤١)، (٢٥.٩٦٨١).
  - بلغ متوسط المصارف التي تمثل العينة (١.٨٦٩٠) بأعلى نسبة ربحية وصلت إلى (٢.٠٥٠٦)، وتؤكد النتائج على إرتفاع ربحية شركات العينة من عام ٢٠١٦ حتى عام ٢٠١٨، حيث بلغ متوسط الربحية (١.٧٣٥٦)، (١.٨٧٥٥)، (٢.٠٥٠٦) للسنوات ٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨ على الترتيب.
  - بلغ متوسط نسبة جودة خصائص الحوكمة للعيينة (٣.٢٩٥٥) بنسبة ٨٢% وهي نسبة جيدة، وتدل على التزام المصارف في السعودية بتطبيق آليات الحوكمة، وتحققت أقصى درجات الإلتزام بالتطبيق الجيد لآليات الحوكمة في عام ٢٠١٩ بمتوسط بلغ (٣.٨١٨٢) بنسبة ٩٥%.
- وسوف يركز الباحث، على المتغيرات الأساسية وهي توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية، ويقوم بدراسة مدى الإختلاف بين المصارف المكونة للعيينة، وذلك من خلال اختبار مقارنة المتوسطات لقياس التباين لعينة واحدة، وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

#### جدول ٦: مدى التباين بين المصارف من حيث توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية

المصرف	المتوسط على مدار مدة الدراسة (٤ سنوات)	
	هيكل رأس المال	القيمة السوقية
بنك الرياض	٠.٨٣٣٨	٠.٦١٤٦
بنك الجزيرة	٠.٨٦٥١	٠.٤٨٣٨
البنك السعودي للإستثمار	٠.٨٥٦٤	٠.١٦٣٧
البنك السعودي الفرنسي	٠.٨٣٥٧	٠.٧٦٤٨
البنك السعودي البريطاني	٠.٨١٤٠	٠.٦٦٣٦
البنك العربي الوطني	٠.٨٥٢٥	٠.٣٩٦١
مجموعة سامبا المالية	٠.٨١٤٣	٠.٧١٦٩
مصرف الراجحي	٠.٨٥٤٦	٠.٩٣٢٣
بنك البلاد	٠.٨٨٢١	٠.٣٣٧٨
مصرف الإنماء	٠.٨٢٣٠	٠.٤٠٢١
البنك الأهلي التجاري	٠.٨٥٩٣	٠.٤٩٣٨
إجمالي العينة	٠.٨٤٤٦	٠.٥٤٢٧

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الأحصائي

**يلاحظ من الجدول السابق مايلي:**

- أعلى المصارف من حيث نسبة توزيعات الأرباح هو مصرف الراجحي بمتوسط نسبة توزيعات بلغت (٠.٩٣٢٣)، وبلغ هيكل رأس المال لهذا المصرف متوسط (٠.٨٥٤٦) بينما بلغت نسبة القيمة السوقية له في السوق (١.١٦٩٤).
- أعلى المصارف من حيث نسبة هيكل رأس المال هو بنك البلاد بمتوسط بلغ (٠.٨٨٢١)، وبلغ نسبة التوزيعات لهذا المصرف متوسط (٠.٣٣٧٨) بينما بلغت نسبة القيمة السوقية له في السوق (١.٠٨٨٦).
- أعلى المصارف من حيث القيمة السوقية في السوق هو مصرف الراجحي بمتوسط بلغ (١.١٦٩٤)، وبلغ نسبة التوزيعات لهذا المصرف متوسط (٠.٩٣٢٣) وهي أعلى نسبة توزيعات بين المصارف في العينة.

**٥-٥-٣ تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة**

لاختبار فروض الدراسة تم استخدام تحليل الارتباط بالإضافة إلى تحليل الانحدار الخطي البسيط للفرض الأول والثاني والانحدار الخطي المتعدد للفرض الثالث، وذلك على النحو التالي:

أولاً: تحليل نتائج اختبار الفرض الأول: "توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم اختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الآتي:

**١- التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط) لمتغيرات الفرض الأول**

لإختبار العلاقة الأحادية ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) تم إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analyze)، ويوضح الجدول التالي علاقات الارتباط لمتغيرات الفرض الأول، وذلك كما يلي:

**جدول ٧: علاقة الارتباط بين متغيرات الفرض الأول**

المتغير التابع	المتغير المستقل	سياسة توزيع الأرباح (DP)
القيمة السوقية للمصرف MV	Pearson Correlation	٠.٤٥١**
	Sig.	٠.٠٠٢

\*\* تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية ٠.٠١

وحيث أن إشارة معامل الارتباط (الموجبة) تُشير إلى وجود علاقة إرتباط طردية (إيجابية)، وتُشير قيمة معامل الارتباط إلى قوة علاقة الارتباط، يتضح للباحث وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط موجب ومستوي المعنوية (sig.) أقل من (0.05).

ويخلص الباحث مما سبق، أنه في ضوء ضوابط ومحددات العينة المختارة فإنه كلما تحسنت سياسة توزيع الأرباح في المصرف وزادت نسبة توزيعات الأرباح كلما زادت القيمة السوقية للمصرف السوق وتحسنت صورته وسمعته.

وفي ضوء ماسبق، يخلص الباحث إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مما يدعم صحة الفرض الأول.

## ٢- تحليل الانحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الأول

لقياس أثر التأثير الفردي للمتغير المستقل (سياسة توزيع الأرباح) على المتغير التابع (القيمة السوقية)، استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الانحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار وذلك كما يلي :

### جدول ٨: نتائج تحليل الانحدار لمتغيرات الفرض الأول

القيمة السوقية للمصرف MV					المتغير التابع	
الدالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الانحدار (B)	المتغير المستقل	
دال إحصائياً	0.000	56.781		1.006	ثابت	Constant
دال إحصائياً	0.002	3.277	0.451	0.090	سياسة توزيع الأرباح	DP
معامل التحديد $R^2 = 0.204$					القيمة التفسيرية للنموذج	
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = 0.002					المعنوية الكلية للنموذج	

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تبلغ (0.204)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج مقبولة، ويرى الباحث أن أغلب التغيرات لا يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج، ويرجع ذلك بسبب صغر حجم العينة، ومن ثم يوصى الباحث أنه عند تعميم نتائج الدراسة، فإنه يجب الأخذ في الإعتبار محددات العينة وأهمها صغر حجم العينة.

- **المعنوية الكلية لنموذج الانحدار** المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت مستوى المعنوية (٠.٠٠٢)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.
- توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة. وفي ضوء ماسبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية كما يلي:

$$MV_{it} = 1.006 + 0.090 (DP_{it}) + \varepsilon_{it}$$

وفي ضوء ماسبق، يمكن قبول الفرض الأول، والتفسير المحتمل لنتائج الفرض الأول هي: أن أرباح الأسهم تُعد بمثابة إشارة للأرباح المستقبلية، ومن ثم التأثير في حجم الطلب على أسهمها، وبالتالي تأثيرها على القيمة السوقية. إذ أن توزيعات المصارف للأرباح يُمكن أن تقوم بنقل معلومات للسوق عن أرباح المصارف السعودية المتوقعة في المستقبل للمستثمرين. وهذا ما أوضحتته نظرية الإشارة (Signaling Theory) حول أثر المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، حيث أوضحت أن الفجوة بين ما يعرفه المديرون عن المصرف وما يعرفه المستثمرون يُمكن سدها باستخدام توزيعات الأرباح. وهذا ما أيدته دراسةً (قنون، ٢٠١٩؛ Ehikioya, 2015; Adesina et al., 2017) والتي توصلت إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية لسياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية في بيئة الأعمال بقطر، ونيجيريا، والمغرب على التوالي. في حين تتعارض مع نتائج دراسةً (Sijoinur & Abdul Basit, 2016; الصفار، ٢٠٢٠)، والتي أظهرت نتائجها عدم وجود أثر لسياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية. وقد يعود السبب في ذلك إلى اختلاف بيئة التطبيق من حيث اختلاف سلوك المستثمرين ورد فعل السوق في البيئة الأمريكية، والأردنية التي أجريت بها الدراسات.

ثانياً: تحليل نتائج اختبار الفرض الثاني: " يؤثر هيكل رأس المال معنوياً على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم اختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الأتي:

#### ١ - التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط) لمتغيرات الفرض الثاني

لإختبار العلاقة الأحادية ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغير المستقل (هيكل رأس المال) تم إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analyze)، ويوضح الجدول التالي علاقات الارتباط لمتغيرات الفرض الثاني، وذلك كما يلي:



## جدول ٩: علاقة الارتباط بين متغيرات الفرض الثاني

المتغير التابع	المتغير المستقل	هيكل رأس المال (CS)
القيمة السوقية للمصرف MV	Pearson Correlation	٠.١١٧
	Sig.	٠.٤٥٠

وحيث أن إشارة معامل الارتباط (الموجبة) تُشير إلى وجود علاقة إرتباط طردية (إيجابية)، وتُشير قيمة معامل الارتباط إلى قوة علاقة الارتباط، يتضح للباحث وجود علاقة ارتباط طردية ضعيفة غير دالة معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط موجب ومستوي المعنوية (sig.) أكبر من (٠.٠٥). وفي ضوء ماسبق، يخلص الباحث إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة غير دالة معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية.

## ٢- تحليل الانحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الثاني

لقياس التأثير الفردي للمتغير المستقل (هيكل رأس المال) على المتغير التابع (القيمة السوقية) استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الانحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار وذلك كما يلي:

## جدول ١٠: نتائج تحليل الانحدار لمتغيرات الفرض الثاني

القيمة السوقية للمصرف MV					المتغير التابع	
الدالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الانحدار (B)	المتغير المستقل	
غير دال إحصائياً	٠.٠٥٩	١.٩٤٣		٠.٧٥٨	ثابت	Constant
غير دال إحصائياً	٠.٤٥٠	٧٦٢	٠.١١٧	٠.٣٥٢	هيكل رأس المال	CS
معامل التحديد $R^2 = ٠.٠١٤$					القيمة التفسيرية للنموذج	
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = ٠.٤٥٠					المعنوية الكلية للنموذج	

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي.

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تبلغ (٠.٠١٤)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج ضعيفة، ويرى الباحث أن أغلب التغيرات لا يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج، ويرجع ذلك بسبب صغر حجم العينة، ومن ثم يوصى الباحث أنه عند تعميم نتائج الدراسة، فإنه يجب الأخذ في الاعتبار محددات العينة وأهمها صغر حجم العينة.
- توجد علاقة إيجابية غير معنوية بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (٠.٠٥).

وفى ضوء ماسبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لتأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف كما يلي:

$$MV_{it} = 0.758 + 0.352 (CS_{it}) + \varepsilon_{it}$$

وفى ضوء ماسبق، يُمكن رفض الفرض الثانى. وتفسير ذلك يرجع إلى أن نمط هيكل رأس المال بالمصارف السعودية ليس له تأثير كبير في القيمة السوقية للمصرف وذلك نظرًا لطبيعة أعمال المصارف السعودية، حيث تقدم خدمات مصرفية إسلامية تختلف عن طبيعة الأعمال المصرفية في البنوك التجارية في البيئات الأخرى. إذ يُعد المودعون في المصارف السعودية شركاء معه في استثماراته ويتشاركون مع المصرف في الأرباح والخسائر على حد سواء. إلى جانب اهتمام المستثمرين بأسهم المصرف يكون منصب على أداء المصرف أكثر من الإهتمام بنسبة المديونية، حيث يفضل المستثمرين في المصارف السعودية التمويل بالملكية والمشاركة أكثر من التمويل بالديون. وذلك بسبب توجهاتهم الدينية. ويمكن تفسير هذه النتيجة في ضوء نظرية عصفور في اليد، والتي تؤكد أن المستثمرين يهتمون بأرباح الأسهم أكثر من أرباح رأس المال عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية. ومن ثم فإنهم لا يهتمون بمديونية المصرف عند اتخاذهم لقرارات شراء وبيع أسهم المصارف بقدر اهتمامهم بالتوزيعات التي سيحصلون عليها.

وهذا ما أكدته دراسات (العرمان، ٢٠١٨; Aggarwal&Padhan, 2017; Collinset al., 2019) والتي توصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي لهيكل رأس المال على القيمة السوقية. في حين تتعارض هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسات (Zen&Rashid, 2016; Noorhayati et al., 2018; Nagatemin&Erlina, 2018; Chowdhury, 2019) والتي توصلت إلى وجود أثر إيجابي بين هيكل رأس المال على القيمة السوقية في بيئة الأعمال باكستان، ورومانيا، نيجيريا، بنغلاديش على التوالي.

وعلى العكس من ذلك، وأوضحت دراستنا (القطامين، ٢٠١٩؛ Abdul Hadi et al., 2017) والتي توصلت إلى وجود أثر سلبي في بيئة الأعمال في الأردن، ونيجيريا.

ثالثاً: تحليل نتائج اختبار الفرض الثالث: "يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية". ويتم اختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الأتي:

#### ١ - مصفوفة الارتباط (تحليل الارتباط) لمتغيرات الفرض الثالث

لإختبار العلاقة ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح، وهيكل رأس المال، وحجم المصرف، وربحيته، وجودة خصائص الحوكمة المطبقة فيه) تم إجراء مصفوفة الارتباط (Correlation matrix)، ويوضح الجدول التالي علاقات الارتباط لمتغيرات الفرض الثالث، وذلك كما يلي:

جدول ١١: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الفرض الثالث.

GOVQ	BROA	BSIZ	CS	MV	Variable	
				١	Correlation	MV
				-	Sig.	
				**٠.٤٥١	Correlation	DP
				٠.٠٠٢	Sig.	
			١	٠.١١٧	Correlation	CS
			-	٠.٤٥٠	Sig.	
		١	*٠.٢٩٨-	**٠.٥٢٧	Correlation	BSIZ
		-	٠.٤٩٠	٠.٠٠٠	Sig.	
	١	**٠.٦٩٧	٠.١٧٧-	**٠.٧٣٦	Correlation	BROA
	-	٠.٠٠٠	٠.٢٥٠	٠.٠٠٠	Sig.	
١	**٠.٦٣٣	**٠.٥٥٧	٠.١٤٧-	**٠.٦٨١	Correlation	GOVQ
-	٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٣٤٢	٠.٠٠٠	Sig.	

\*\* تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية ٠.٠١  
\* تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية ٠.٠٥

وحيث أن إشارة معامل الارتباط (الموجبة) تُشير إلى وجود علاقة إرتباط طردية (إيجابية)، وتشير قيمة معامل الارتباط إلى قوة علاقة الارتباط، يتضح للباحث مايلي:

- وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط موجبة.

- وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من حجم المصرف، وربحية المصرف، وجودة خصائص الحوكمة وبين القيمة السوقية للمصارف، حيث أن معامل الارتباط لكل منهم موجبة.

## ٢- تحليل الانحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الثالث

لقياس التأثير الفردي للمتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح، وهيكل رأس المال، وحجم المصرف، وربحيته، وجودة خصائص الحوكمة) على المتغير التابع (القيمة السوقية) استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الانحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد وذلك كما يلي :

جدول ١٢: نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الفرض الثالث

القيمة السوقية للمصرف MV					المتغير التابع	
الدالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الانحدار (B)	المتغيرات المستقلة	
غير دال إحصائياً	٠.٩١٦	٠.١٠٦-		٠.٠٥٠-	ثابت	Constant
دال إحصائياً	٠.٠٤١	٢.١١٦	٠.٢١٠	٠.٠٤٢	سياسة توزيع الأرباح	DP
دال إحصائياً	٠.٠٠١	٣.٤٥٨	٠.٣١٨	٠.٩٥٧	هيكل رأس المال	CS
غير دال إحصائياً	٠.٨٠٦	٠.٢٤٧	٠.٠٣١	٠.٠٠٤	حجم المصرف	FSIZ
دال إحصائياً	٠.٠٠٢	٣.٢٥٨	٠.٤٤٥	٠.٠٦٠	ربحية المصرف	ROA
دال إحصائياً	٠.٠٠٣	٣.٢١٥	٠.٣٦٣	٠.٠٢٤	جودة خصائص الحوكمة	GOVQ
معامل التحديد $R^2 = ٠.٧٢٣$					القيمة التفسيرية للنموذج	
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = ٠.٠٠٠					المعنوية الكلية للنموذج	

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تبلغ (٠.٧٢٣)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، وأن أغلب التغيرات يمكن تفسيرها من خلال هذا النموذج.

- المعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت مستوى المعنوية (٠.٠٠٠)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار ( $\beta$ ) موجبة ومستوى المعنوية أقل من (٠.٠٠٥).

- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين كل من ربحية المصرف، وجودة خصائص الحوكمة المطبقة في المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار ( $\beta$ ) موجبة ومستوى المعنوية أقل من (0.05).
- توجد علاقة تأثير ليست ذات دلالة معنوية بين كل من حجم المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار ( $\beta$ ) موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05).

وفي ضوء ماسبق يمكن صياغة نموذج الانحدار كما يلي:

$$MV_{it} = -0.050 + 0.042 (DP_{it}) + 0.957 (CS_{it}) + 0.004 (BSIZ_{it}) + 0.060 (BROA_{it}) + 0.024 (GOVQ_{it}) + \varepsilon_{it}$$

وفي ضوء ماسبق، يمكن قبول الفرض الثالث بوجود تأثير لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. وتفسير ذلك يرجع إلى ارتباط كل من سياسات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال بالقيمة السوقية للمنشأة باعتبارها قرارات تمويلية، حيث يؤثران على العوائد المستقبلية لحملة الأسهم، وبالتالي التأثير على مستوى الطلب على الأسهم وهو ما سينعكس على قيمتها السوقية. وذلك ما أوضحته نظرية الوكالة التي تقترض أن القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال يجب أن تهدف إلى خفض التكاليف المتعلقة بالوكالة عن طريق تخفيض الملكية في هيكل رأس المال، ويتم ذلك من خلال زيادة التمويل عن طريق الديون وبالتالي زيادة القيمة السوقية.

وهذا ما أكدته دراسات (Al-Najjar, 2015; Luvembe et al., 2016; Lundgren, 2017) والتي توصلت إلى وجود أثر ذو دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في بيئة الأعمال بالسويد، كينيا، والأردن على التوالي. في حين تتعارض مع نتائج دراسة (Sijoinur & Abdul Basit, 2016)، والتي قد أظهرت نتائجها عدم وجود أثر بين سياسات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في بيئة الأعمال بالولايات المتحدة الأمريكية.

## ٥-٦ نتائج اختبارات فروض الدراسة

## يلخص جدول ١٣: نتائج اختبار فروض الدراسة من خلال نتائج التحليل الإحصائي

النتيجة	المتغيرات	الفرض
قبول	توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة معنوية. ومن ثمَّ قبول الفرض الأول، وهذا ما أكدته نتائج دراسات (قنون، ٢٠١٩؛ Adesina et al., 2017; Ehikioya, 2015).	الأول
رفض	يؤثر هيكل رأس المال معنوياً على القيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية. ومن ثمَّ رفض الفرض الثاني، وهذا ما أكدته دراسات (العرمان، ٢٠١٨؛ Aggarwal & Padhan, 2017; Collins et al., 2019).	الثاني
قبول	يؤثر كل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية في المصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة معنوية. ومن ثمَّ قبول الفرض الثالث. وهو ما يتفق مع دراسات (Al-Najjar, 2015; Luvembe et al., 2016; Lundgren, 2017).	الثالث

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على نتائج التحليل الإحصائي

## القسم السادس: النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

في ضوء ما أسفرت عنه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي، يخلص الباحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات، بالإضافة لاقتراح بعض التوجهات البحثية المستقبلية التي يمكن تناولها على النحو التالي:

## ٦-١ النتائج

يمكن بلورة أهم نتائج البحث على النحو التالي:

- تُعد سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة ذات البُعد الاستراتيجي في المنشآت، لما لها من انعكاسات على قرارات المستثمرين في الحكم على أداء الشركة وربحياتها في المستقبل، حيث يُعد قرار التصرف في الأرباح من أكثر الموضوعات اهتماماً في فكر الإدارة المالية، وذلك لما يتضمنه من عمليات وإجراءات مهمة تنعكس على اتخاذ القرار فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها.
- يُعد نمط هيكل رأس المال أحد العوامل المهمة والمؤثرة على سياسات الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والإدارة، حيث يؤثر في مستوى الحوكمة داخل المنشأة، وأداء المنشأة المالي والتشغيلي والشكل التنظيمي، ومستويات الاستثمار والتمويل.
- يوجد أثر ذي دلالة معنوية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية بالمصارف المقيدة في السوق المالية السعودية. وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، والتفسير المحتمل لذلك من وجهة نظر

الباحث، أن أرباح الأسهم تُعد بمثابة إشارة للأرباح المستقبلية، وبالتالي التأثير على حجم الطلب على أسهمها ومن ثم تأثيرها على القيمة السوقية للمصرف.

- لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لهيكل رأس المال على القيمة السوقية بالمصارف المقيدة في السوق المالية السعودية. وهو ما يثبت رفض الفرض الثاني، والتفسير المحتمل لذلك من وجهة نظر الباحث، أن نمط هيكل رأس المال بالمصرف ليس له تأثير كبير في القيمة السوقية، نظراً لأن المصارف السعودية تقدم منتجات مصرفية إسلامية تختلف عن طبيعة المصارف التجارية في البيئات الأخرى.

- يوجد أثر ذي دلالة معنوية لكل من سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية بالمصارف المقيدة في السوق المالية السعودية. وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث، والتفسير المحتمل لذلك من وجهة نظر الباحث، أن سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال قرارات تمويلية تؤثر على العوائد المستقبلية لحملة الأسهم، ومن ثم التأثير على مستوى الطلب على الأسهم ما ينعكس على القيمة السوقية.

- يوجد أثر ذي دلالة معنوية لكل من ربحية المصرف وجودة خصائص الحوكمة المطبقة في المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار ( $\beta$ ) موجبة ومستوى المعنوية أقل من (0.05). كما لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لحجم المصرف على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث كانت إشارة معاملات الانحدار ( $\beta$ ) موجبة ومستوى المعنوية أكبر من (0.05).

## ٦-٢ التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة قيام مجلس الإدارة بالتخطيط والتنفيذ لسياسة توزيعات الأرباح تتصف بالموضوعية والموثوقية، كأحد القرارات المهمة المؤثرة على أهداف وقيمة الشركة، ولضمان الوفاء بإحتياجات المستثمرين، وذلك لما لهذه السياسة من دور بارز في التأثير على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للمنشآت.

- ضرورة اهتمام المديرين بالعمل على تحديد المزيج المناسب من مصادر التمويل (الذاتي، والخارجي)، حيث أن الاستخدام الأمثل لهذا المزيج قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، ما يُعظم من قيمة المنشأة ويفسح المجال أمامها لمزيد من فرص الاستثمار، ومن ثم زيادة ربحيتها.

- ضرورة تطوير الثقافة المالية لدى المستثمرين وأصحاب المصالح بأهمية المعلومات المحاسبية، الخاصة بسياسة توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال، لما لهما من أثر على الأداء المالي وقيمة المنشآت. وذلك من خلال تعزيز جودة المعلومات المتعلقة بالافصاح عن سياسة توزيع الأرباح ونمط هيكل رأس المال، ودعمها بالمؤشرات التاريخية والتنبؤية.
- ضرورة اهتمام كل من أسواق المال وإدارة المنشآت بسياسة توزيعات الأرباح، وذلك لما لها من تأثير على الأرباح المحتجزة، والتي تمثل أحد أشكال التمويل الذاتي، بالإضافة إلى تأثيرها على القيمة السوقية للمنشآت، وذلك من خلال إشراك المساهمين في الحوار حول الطريقة المثلى لسياسة توزيع الأرباح.

### ٦-٣ التوجهات البحثية المستقبلية

- في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يوجد مجموعة من التوجهات التي يُمكن أن تُشكل أساسًا لبحوث مستقبلية، ومن أهمها ما يلي:
- إجراء مزيد من الدراسات على الشركات المدرجة في البورصة السعودية حيث تم تناول القطاع المصرفي فقط، ولم تغطي الشركات في القطاعات الأخرى أو غير المدرجة في البورصة، مع إدخال متغيرات ضابطة مثل: الربحية، والسيولة، وحجم المنشآت، وذلك لإمكان تعميم نتائج أثر سياسة توزيعات الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشآت.
- دراسة أثر الملكية المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال وانعكاسها على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال.
- دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقدرة الإدارية للمديرين وأثرها على قيمة الشركة.



## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

ابن الضب، على(٢٠٠٩)، "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة. دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة(٢٠٠٦-٢٠٠٨)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح.ص ص ١-٢٠٥.

البراجنة، أمجد إبراهيم(٢٠١٩)، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، ص ص ١-١٨٥.

الصاوي، عفت أبو بكر محمد(٢٠١٦)، "أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيع الأرباح من منظور محاسبي-دراسة تطبيقية"، مجلة كلية التجارة للبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد(٢)، المجلد(٥٣)، يوليو، ص ص ١-٤٩.

الصررايرة، حنان عبد السلام عبد الرحمن(٢٠١٧)، "سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة العاملة"، رسالة ماجستير غير منشورة، عمارة الدراسات العليا، جامعة مؤتة، الأردن، ص ص ١-٢١٠.

الصفار، أيه حسن جميل(٢٠٢٠)، "الحاكمية المؤسسية وأثرها على العلاقة بين توزيع الأرباح وقيمة السهم. دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية-رماح، العدد(٤٠)، ص ص ١٧-٥٢.

العرمان، مها ملحم(٢٠١٨)، "أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية الأردنية. دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، ص ص ١-٢١٠.

القرشي، عبد الله على أحمد(٢٠٢٠)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في شركة يمن موبايل"، مجلة الأندلس للعلوم والتقنية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، العدد(٣٠) يوليو، ص ص ٥٠-٧٠.

المناصير، موسى فلاح(٢٠٠٠)، "محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية، جامعة مؤتة، المجلد(٣٥)، العدد(١)، ص ص ١٢٣-١٤٨.

شروقي، زين الدين،(٢٠١٧)، "محددات هيكل الملكية وأثرها على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الجزائرية"، مجلة العلوم المالية والإدارية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. ص ص ١٨-٣٨.

قدام، جمال، وآخرون(٢٠١٩)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة. دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA"، مجلة البشائر الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد، الجزائر، مجلد(٥)، العدد(٢)، ص ص ٤٦-٦٢.

قنون، عبد الحق(٢٠١٨)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية"، رسالة ماجستير غير منشورة"، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص ص ١-١٦٥.

محمد، فتح الإله محمد أحمد(٢٠٢٠)، "اختبار أثر نشر توزيع أرباح قطاع البنوك والخدمات المالية المدرجة في السوق المالية السعودية(تداول) على أسعار أسهمها السوقية"، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، رماح، العدد(٣٩)، ص ص ٢٢٤-٢٤٥.

مشكور، سعود جايد، صادق، زهور عبد السلام،(٢٠١٨)، "العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة: بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة مركز دراسات الكوفة، مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، العدد(٥٠)، ص ص ٢٢١-٢٤٧.

## ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abdul Hadi, A., Lazim, N., & Lqbal, T.(2017). Capital Structure Theories and Firm's Value Evidence from Bursa Malaysia Construction Sector. ***International Journal of Business and Management, University of Kuala Lumpur***, Malaysia 12(9),163-172.
- Abor, J., (2005), "The Effect of Capital Structure on Profitability:An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana", ***The Journal of Risk Finance***, Vol. 6, No. 5, PP. 438-445.
- Abor, J.,& Biekpe, N., (2009) "How Do We Explain the Capital Structure of SMEs in Sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana", ***Journal of Economic Studies***, Vol. (36), No. (1), 83-97.
- Adesina, K.; Uwuigbe, U.; Uwuigbe, O.; Asiriwa, O., & Oriabe, S., (2017). Dividend Policy and Share Price Valuation in Nigerian Banks, Euro Economical, ***Macroeconomics and Monetary Economics***, Vol(1) No(36),185-195.
- Adesina,B,Barine, M.Adesina,o.(2015), Capital Structure &Financial Performance in Nigeria, ***International Journal of Business and Social Research***, Volume (05),Issue(02).
- Aggarwal, D.,& Padhan, P.C.(2017).Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence From Indian Hospitality Industry. ***Theoretical Economics Letters***.(7): 982-1000.
- Ahmed,Hunjra.Shehzad,M.,Chai,M.I.,Hassan,S.&Mustatafa,U.(2015),"Impact of Dividend Policy,Earning Per Share, Return on Equity,Profit after Tax on Stock Prices.***International Journal of Economics and Empirical Research***.2(3),109-115.
- Aladwan, M. (2019)," Accrual Based And Real Earning Management Association With Dividends Policy: The ***Case Of Jordan***", ***Italian Journal Of Pure And Applied Mathematics***, No.( 41).691-707 .

- Al-Malkawi, H. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan. *Journal of Economic & Administrative Sciences*: Vol. (23), No.(2).
- Al-Najjar,B.,& Kilincarslan,E.(2018)." Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey" *Economic Issues*,- 23(1):3-34.
- Ameen, A.,&Shahzadi,K.(2017). Impact of Capital structure on Firms Profitability: Evidence from Cement Sector of Pakistan, *Research Journal of Finance and Accounting*,8 (7). 29-34.
- Anazonw, H. O.(2018)," Agency Cost And Dividend Payout: A Study Of Selected Listed Manufacturing Firms In Nigeria", *Indonesian Journal Of Management And Business Economics*, Vol.(1 ), No. (1). 42-51.
- Anh,T. T. & Tuan, L. Q. (2019)," The Relationship Between Ownership Structure And Dividend Policy: An Application In Vietnam Stock Exchange", *Academic Journal Of Interdisciplinary Studies*, Vol.( 8 ) , No. (2). 131-146.
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K., (2008), "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank- Oriented Institutions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 1, PP. 59-92
- Ardillah, Kenny (2018)," The Effect of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, and Corporate Governance to the Value Of The Company: Empirical Study On Registered SOE In Indonesia Stock Exchange", *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, Vol (10), No (2).60-67.

- Areri, B., & Nyang, V.(2018)." An Evaluation of Determinants of Dividend Policy a Study of the Banking Sector in Kenya" ***International Journal of Research in Commerce & Management***, 9(3).19-22.
- Azeez, Latifa, (2015), Relationship between Dividend Payout and Firms Performance: Evaluation of Dividend Policy of OANDO Plc, ***International Journal of Contemporary Applied Sciences***, 9(3).19-22.
- Baker ,H. K.(2019)," Dividend Policy Determinants Of Sri Lankan Firms: A Triangulation Approach", ***Managerial Finance*** , Vol.( 45), No. (1). 2-20.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. ***The Journal of Finance***, Vol. (59), No (3).1125-1165.
- Batool, Z., & Javid, A. Y. (2014). Dividend policy and role of corporate governance in manufacturing sector of Pakistan. ***Pakistan Institute of Development Economics***, Vol (109),No(5).1-33.
- Benkraiem, R. & Gurau, C., (2013), "How Do Corporate Characteristics Affect Capital Structure Decisions of French SMEs?", ***International Journal of Entrepreneurial Behavior Research***, Vol.(19), No.(2). 149-164.
- Bhattacharjee, A. & Dash, M., (2015), "Determinants of Capital Structure in the Indian Sugar Sector", ***Sky Journal of Business Administration and Management***, Vol. (3), No.( 6), November. 63-69.
- Brahmaiah, B., & Srinivasan, P., & Sangeetha,R.(2018)." Determinants of Corporate Dividend Policy in India: a Dynamic Panel Data Analysis". ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal***,22(2):1-13.
- Brigham, E. & Houston, J., (2009). "***Fundamentals of Financial Management***", 12th Edition, South- Western Cengage Learning, Mason, USA.

- Budiarso ,N. S. (2019)," Dividend Catering, Life–Cycle, And Policy: Evidence From Indonesia", , ***Cogent Economics & Finance***, Vol.(7),No–.(1).1–15.
- Chemutai J, Ayuma C.,&Kibet .y(2016). Effects of Capital Structure on Share Price Performance of Commercial Banks Listed in Nairobi Security Exchange, Eldoret, Kenya, ***Journal of Business and Management***, Vol (18),No.(9). 122–133.
- Cho , S. Jun. (2019)," Study On The Relationship Between CSR And Financial Performance ", ***Sustainability***, Vol. (11), No (2).1–26
- Chowdhury, A. & Chowdhury, S., (2019), "Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh", ***Business and Economic Horizons***, Vol. (3), No. (3), October. 111–122.
- Collins, O.S.,Filibus, I.E.&Clement , A.A(2019). Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Empirical Evidence Form Nigeria. ***International Journal of Economics and Finance***. Vol.(4)–No.(12).193–201.
- Das,C., & Mohanty,S.(2018). Does Executive Remuneration and Firm Life Cycle Ensure Regular Dividend Payments: A Panel Data Analysis in India, ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal***,22(2):1–9.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G., (2004). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region", ***Journal of Multinational Financial Management***, Vol.(14). 387–405.
- Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2018). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. ***Research in International Business and Finance***, Vol.(45), 62–71.

- Ehikioya B.,(2016). An empirical Investigation of The Impact of Dividend Policy on the Performance of Firms in Developing Economies: Evidence From Listed Firms in Nigeria, ***International Journal of Finance and Accounting***, Vol.(4),No.(5).245-252.
- Ekanayake, H. L., & Paranthaman, T. (2016). The Impact of Corporate Governance on Firms' Dividend Policy: Evidence from the Listed S&P SL20 Companies in the Colombo Stock Exchange.***In Proceedings of the 2nd International Conference in Accounting Researchers and Educators (ICAR-E 2016), 11th January 2017. Department of Accountancy, Faculty of Commerce and Management Studies, University of Kelaniya, Sri Lanka***
- Eldomiaty, T. & Azim, M., (2008), "The Dynamics of Capital Structure and Heterogeneous Systematic risk Classes in Egypt", ***International Journal of Emerging Markets***, Vol. (3) No. (1). 7- 37.
- Elmanakhly, F. M., (2018). Testing capital structure theories in the Egyptian stock exchange. Unpublished master thesis, University of Alexandria.
- Ezeoha, A., (2008), "Firm Size and Corporate Financial-Leverage Choice in a Developing Economy Evidence from Nigeria", ***The Journal of Risk Finance***, Vol. 9, No. 4, PP. 351-364.
- Fama, E. & French, K. (2002). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, ***Journal of Financial Economics***, vol. (60)No. (1). 3-43.
- Fatoki, O.L.,&Olweny,T.(2017). Effect of Earnings per Shares on Capital Structure Choice of Listed Non-Financial Firms in Nigeria. ***European Scientific Journal,ESJ***,13(34):230-241.

- Gomez, G., Rivas, A. & Bolanos, E., (2014), "The Determinants of Capital Structure in Peru", *Academia Revisit Latino Americana de Administration*, Vol. (27) No. (3). 341-354.
- Graham, J., (1996), "Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate", *Journal of Financial Economics*, Vol.42, No.2, October, PP.187-221.
- Gujarati, D. N., (2004). *Basic Econometrics*, McGraw-Hill companies, 4th Edition.
- Gujarti, D. N. (2003)." *Essentials of Econometrics, Fourth Edition*, McGraw- Hill Irwin, United States.
- Gyapong ,E. (2019)," Board Gender Diversity And Dividend Policy In Australian Listed Firms: The Effect Of Ownership Concentration", *Asia Pacific Journal Of Management*. 1-41.
- Handoo, A. & Sharma, K., (2014), "A Study on Determinants of Capital Structure in India ", *IIMB Management Review*, Vol. (26). 170-182.
- Hasbi, H., (2015), "Islamic Microfinance Institution: The Capital Structure, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia", *2nd Global Conference on Business and Social Science*, Bali, Indonesia, 17-18 September,. 1073-1080.728.
- Huang, G. & Song, F., (2006), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, Vol.17, No. 1, PP. 14-36.
- Karadeniz, E., Kandir, S., Balcilar, M. & Onal, Y., (2009), "Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. (21) No. (5). 594-609.
- Kaur, J. (2019), "Firm's Life Cycle Spurs The Dividend Payments: A Fallacy Or An Actuality?", *Paradigm*, Vol. 23, No. 1, Pp. 36-52.



- Khan, J. S., Ahsan, S. M., & Malik, H. A. (2016). Impact of Ownership Structure on Dividend Policy and Capital Structure: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan. Electronic copy available at: <https://ssrncom/abstract=2866269>.
- Khemiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol(70)150-159.
- Kontesa, M., (2015), "Capital Structure, Profitability, And Firm Value: What's New?," *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.( 6) No. (20). 185-192.
- Kulati, M.K,(2014),"The Relationship between Capital Structure and Firm Value for Companies Listed at Nairobi Securities Exchange. *Unpublished Masters of Business Administraion Thesis*, University of Nairobi.
- Labhane ,N. (2019)." Impact Of Catering Incentives On Dividend Payment Decisions: Evidence From Indian Firms", *Asian Journal Of Business And Accounting*, Vol. (12 ) No. (2 ) .93-120.
- Lee , N. & Lee , J. (2019), "*R & D Intensity And Dividend Policy: Evidence From South Korea's Biotech Firms*", *Sustainability*, Vol. (11) No (18).1-21
- Lemmon, M. & Zender, J., (2010), "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 5, PP. 1161-1187.
- Litai, C., Chuan, L., & Kim, Y. C. (2011). Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies. *International Business and Management*, 3(1), 176-188.

- Lundgren Bjorn(2017), Ownership Structure's Effect on Dividend policy Evidence from publicly listed Swedish firms Christopher Eriksson Lantz, ***International Journal Of Managerial Finance*** ,Vol(3) No(3), 14-34.
- Luvembe, L. Njangiru, J.&Mungami, S.,(2016),"Effect of Dividend Payout on Market Value of Listed Banks In Kenya" ***International Journal of Innovation Research&Development***,Vol.3,Issue11,PP350-370.
- M'rabe, R.& Boujjat,W.,(2016).The relationship between dividend payments and firm performance: A Study of listed Companies in Morocco, ***European Scientific Journal***, Vol(12).No(4),469-482.
- Margaritis, D. & Psillaki, M., (2007), "Capital Structure and Firm Efficiency", ***Journal of Business Finance & Accounting***, Vol. 34, No. 9-10, November/December, PP. 1447-1469.
- Mateev, M., Poutziouris, P. & Ivanov, K., (2013), "On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe: A Dynamic Panel Analysis", ***Research in International Business and Finance***, Vol. (27) No. (1). 28-51.
- Mathanika, T., Vinothini, V. & Paviththira, R., (2015), "Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Listed Manufacturing Companies on Colombo Stock Exchange (CSE) In Srilanka", International Conference on Contemporary Management, University of Jaffna, Srilanka, PP. 24-35.
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. ***Research in International Business and Finance***, VOL(40) 19-33.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, ***Journal of Business***, Vol( 34). 411-433.

- Modigliani, F. & Miller, M., (1963), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. (48), No. (3), January. 261-297.
- Mohamad L.& Amiri H.(2018). Investigation the Effect of Ownership Structure, Financial Leverage, Profitability and Investment Opportunity on Dividend Policy, *International Journal of Humanities and Cultural Studies*,2(16),2279-2289.
- Mosavi, S., S. Honarbak, & M. Ghaedi.( 2013). Ownership structure and dividend policy evidence from the Tehran stock market. *African Journal of Business Management* (July) (7) (25): 2432 – 2443.
- Musiega, M. G., Juma, D. M., Alala, O. B., Damianus, O., & Do-uglas, M. (2016)."Corporate Governance, Dividend Policy And Performance. Special Reference To Banks Listed On Nairobi Security Exchange Kenya, *International Journal of Innovative Research and Development*. ISSN 22-78-021-1, 2(5)
- Myers, S., (2001), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. (5), No. (2), November. 147-175.
- Naeem ,M. & Khurram, S. (2019), "Does A CEO's Culture Affect Dividend Policy?", *Finance Research Letters*, [https://doi.org/10.1016-j.frl.2019.09.017](https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.09.017)
- Ngatemin, A.M.,Erlina,S(2018). Value of the Firm in Capital Structure Perspective (Case Study of Tourism Companies in Indonesia Stock Exchange).*Economics*.6 (1):91-102.
- Noorhayati, Y.A.,Zuraida, M.&Nurul, S. B.,(2018). The Impact of Ownership Structure on dividend Policy: Evidence of Malaysian Listed Firms, *Journal of Global Business and Social Entrepreneurship* (GBSE),Vol (4).No(10) 35-44.

- Nyere, L. & Wesson, N. (2019)," Factors Influencing Dividend Payout Decisions: Evidence From South Africa", ***South African Journal Of Business Management***, Vol. (50), No.(1).1-16.
- Ojo, A., (2012) "The Effect of Financial Leverage on Corporate Performance of Some Selected Companies in Nigeria" ***Canadian Social Science***, Vol. (8), No. (1). 85-91.
- Olang, M. Akenga, G. &Mwangi, J., (2017)," Effect of Liquidity on the Dividend Payout Firms listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya", ***Science Journal of Business and Economics***, 1(1),pp1-12.
- Pacheco, L. & Tavares, F., (2015), "Capital Structure Determinants of Portuguese Footwear Sector SMEs: Empirical Evidence Using A Panel Data ", ***Review of Applied Management Studies***, Vol. (13). 145-157.
- Park, J. (2019). Financial constraints and the cash flow sensitivities of external financing: Evidence from Korea. ***Research in International Business and Finance***, Vol(49). 241-250
- Ramliana, A., Latanb, H., & Solovidab, T.,(2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—APLS-SEM approaches: Evidence from Malaysia and Indonesia. ***The Quarterly Review of Economics and Finance***, Vol(71), 148-160.
- Rampershad,A., & Villiers,C.(2019)." The Association between Dividends and Accruals Quality". ***Australian Accounting Review***. 88.(29). 20-35.
- Sani, A., & Musa, M., (2017). Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. Armaya'u Alhaji Sani et al, International Journal of Rese-arch in IT, ***Management and Engineering***. Vol (7).No (1), 7-13.

- Saputra, T., Achsani, N., & Anggraeni, L., (2015). The Effect of Capital Structure on Firm Performance: Empirical Evidence from the Indonesian Financial Industry. *International Journal of Business and Management Invention*.4 (8):57-66.
- Schroeder, S., (2015). Evidence and Consensus Based Guideline for the Management of delirium and sedation in investment. *Journal of Political Economy, Finance*. (51).
- Shamsabadi, B., & Chung, R., (2016). Corporate governance and dividend strategy: Lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, Vol (12).No.(5), 583-610.
- Sheikh, N. & Wang, Z.,(2011), "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan", *Managerial Finance*, Vol. (37), No. (2), 117-133.
- SijolNur F.,& AbdulBasit.,(2018), Impact of Dividend Policy on Shareholder's Wealth :A Study on Manufacturing Industry Listed in NASDAQ, America, *International Journal Accounting & Business Management*, Vol.(4)No(2), 251-260.
- Singla, H. K. & Samanta P. K., (2019)," Determinants of dividend payout of construction companies: A panel data analysis", *Journal Of Financial Management Of Property And Construction* , Vol. (24) , No. (1). 19-38.
- Sogorb-Mira, F., (2005), " How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from A 1994-1998 Spanish Data Panel", *Small Business Economics*, Vol. (25). 447-457.
- Stretcher, R. & Johnson, S., (2011), "Capital structure: professional management guidance", *Managerial Finance*, Vol.( 37). No. (8). August,. 788-804.

- Tang, C. & Jang, S., (2007), "Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison between Lodging Firms and Software Firms", ***International Journal of Hospitality Management***, Vol. 26, No. 1, March, PP. 175-187.
- Tijjani, A. A. (2019), "The Effect Of Dividend Policy On Shareholders' Value (Comprehensive Review) ", ***East African Scholars Journal of Economics, Business And Management*** , Vol.(2) , No (8 ). 395- 405.
- Tran, Q. T. (2019)," Creditors And Dividend Policy: Reputation Building Versus Debt Covenant ", ***European Research On Management And Business Economics*** , Vol.( 25). 114-121.
- Tran, Q.T., Alphonse, P. & Nguyen, X.M., (2017). Dividend policy: Shareholder rights and creditor rights under the impact of the global financial crisis. ***Economic Modelling***.
- Trihermanto ,F. & Nainggolan ,Y. A. (2019),"Corporate Life Cycle, CSR, And Dividend Policy: Empirical Evidence Of Indonesian Listed Firms", ***Social Responsibility Journal*** .1-20.
- Tsoy, L.,&Heshmati, A.(2017). Impact of Financial Crises on Dynamics of Capital Structure: Evidence From Korean Listed Companies. ***International Journal of Wine Business Research***, Vol. (20), No.( 2). 171-194.
- Vintila, G. (2013). The Impact of ownership structure on dividend policy: Evidences from Bucharest stock Exchange. ***Meturgia International*** 15(7) : 143-148.
- Viviani, J. (2008), "Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry", ***International Journal of Wine Business Research***, Vol. (20), No.( 2). 171-194.

- Yahaya O.A,(2017), Firm Performance and Dividend Policy: A Panel Data Analysis of Listed Consumer- Goods Companies in Nigeria, ***Nigerian Journal of Management Technology & Development***, Vol (8),No(1), 306-322.
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. ***Pacific-Basin Finance Journal***.
- Zen,S.,& Rashid, A.,(2016), Impact of Financial Health and Capital Structure on Firm's Value, With Moderating Role of Intangible Assets. ***Global Management Journal of Academic& Corporate Studies***, Vol(6).No(1),37-45.