

إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification

Student's name:

اسم الطالب: سامر حمدي محمد الكحلوت

Signature:

التوقيع: 

Date:

التاريخ: 15/12/2014



الجامعة الإسلامية - غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
قسم المحاسبة والتمويل

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين

**Factors Affecting Dividend policy: Empirical study on
Palestine exchange listed companies(service sector)**

إعداد الطالب

سامر حمدي الكحلوت

إشراف

الأستاذ الدكتور / حمدي شحدة زعرب

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

1436 هـ - 2014 م



نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ سامر حمدي محمد الكحلوت لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح - دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين

Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Study on Palestine Exchange Listed Companies (Service Sector)

وبعد المناقشة العلنية التي تمت اليوم الاثنين ٢٣ صفر ١٤٣٦ هـ، الموافق ٢٠١٤/١٢/١٥ الساعة الواحدة ظهراً بمبنى القدس، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

أ.د. حمدي شحدة زعرب	مشرفاً ورئيساً
أ.د. علي عبد الله شاهين	مناقشاً داخلياً
أ.د. جبر إبراهيم الداعور	مناقشاً خارجياً

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل. واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

مساعد نائب الرئيس للبحث العلمي و للدراسات العليا

أ.د. فؤاد علي العاجز



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالَ رَبِّ اشْرَحْ لِي صَدْرِي وَيَسِّرْ لِي أَمْرِي
وَاحْلُلْ عُقْدَةً مِنْ لِسَانِي يَفْقَهُوا قَوْلِي ﴾

مصطفى الله العظيم

(سورة طه، الآيات من 25 إلى 28)

ملخص الدراسة

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، ولتحقيق هذا الهدف اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية مثل نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد من خلال الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي (SPSS)، حيث تم جمع البيانات من خلال التقارير المالية السنوية لتلك الشركات خلال الفترة من عام 2007 حتى عام 2012 لعينة الدراسة المكونة من 8 شركات من أصل 13 شركة خدمية.

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية للسهم، نمو الشركة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية) للشركات الموزعة للأرباح أعلى من الشركات غير الموزعة للأرباح، وعدم وجود فروق جوهرية بين الشركات الموزعة للأرباح والشركات غير الموزعة للأرباح في (الرفع المالي، عمر الشركة)، وفي الشركات الموزعة للأرباح أظهرت نتائج الانحدار الخطي البسيط وجود علاقة طردية بين كلٍ من (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية للسهم، نمو الشركة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، عمر الشركة) ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم، كذلك عدم وجود أثر للرفع المالي على مبلغ التوزيعات النقدية للسهم في الشركات الموزعة للأرباح.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات أهمها، ضرورة اهتمام الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين بتوزيع أرباح على المساهمين، وعدم المغالاة في احتجاز الأرباح إذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المناسبة، وضرورة أن تقوم الشركة بعمل استقصاء آراء مستثمريها حول تفضيلاتهم لنظريات توزيع الأرباح، وأخذ هذه التفضيلات في الحسبان، والتخطيط للسياسة التي تناسب مساهميتها والإعلان عن هذه السياسة، كما أوصت الدراسة المساهمين بضرورة اتباع أسلوب علمي يعتمد على الأساليب الإحصائية والمؤشرات المالية لاختيار الشركات التي يرغب المساهم الاستثمار في أوراقها المالية، بالإضافة إلى ذلك ضرورة أن تقوم بورصة فلسطين بتبسيط البيانات والنشرات الدورية والمؤشرات المالية المتعلقة بنشاط الشركات المدرجة في البورصة ليسهل فهمها من قبل جميع الأطراف المعنية.

ABSTRACT

Factors Affecting Dividend policy

Empirical study on Palestine exchange listed companies(service sector)

This study aims to determine factors that may influence on dividend policy in service sector' companies listed on Palestine Exchange. To do so, this study applies a descriptive and analytical methodology, The data analysis uses simple and multiple linear regression and analyzed by (SPSS). The data is collected from financial statements of eight service companies from 2007 to 2012.

The analysis shows that, the companies that pay cash dividends relative with their comparable (no dividends) are associated with higher earnings per share, higher return on assets, higher net cash flow per share, larger size and growth, and higher market to book value, In addition, the result shows that the financial leverage and companies' age have no impact on the dividends policy, In companies that paid dividends, the dividend payout has a positive function with the following variables: earnings per share, return on assets, liquidity, growth, size of the company, market to book value ratio, and age of the company, The results also reveal that financial leverage has no effect on the amount of cash dividends.

This study concludes many recommendations which are: the service companies listed on Palestine Exchange should pay dividends, rational retained earning policy is linked with feasible investment opportunities; companies should consider the preferences of stockholders regarding the dividends policy by using survey, The study also recommends that investors should use fundamental and historical information that help them to select a profitable investment opportunity, Moreover the study recommends that Palestine Exchange should simplify the financial indicators, annual reports, and financial data for listed companies that stakeholder understand them easily.

الإهداء

إلى المعلم الأول، خير البرية..... حبيبنا ورسولنا محمد "صلى الله عليه وسلم".

إلى الذي ضحي من أجلي، فما نجاحي إلا ثمرةً لتعبه معي فكان آيةً في العطاء، أسأل الله أن يتغمده برحمته ويسكنه فسيح جنانه..... إلى روح أبي الحنون.

إلى من علمتني حب العطاء والوفاء، إلى من ضحت وما زالت تضحي من أجلي، أظل الله في عمرها، التي أخذت بيدي، وشدت من أزمي..... أُمي الغالية.

إلى من كان بحرًا في العلم والتقوى إلى من فقدته العائلة والوطن والأمة الإسلامية العالم الجليل أسأل الله أن يتغمده برحمته ويسكنه فسيح جنانه.. إلى روح سماحة الشيخ عبد الكريم الكحلوت

إلى من كبرنا وترعرعنا معاً، الأعراء على فؤادي رفاق الدرب إخواني وأخواتي.

إلى التي كانت لي سنداً وعوناً، الشريكة الوفية التي ما ادخرت جهداً في توفير المناخ المناسب طيلة فترة الدراسة زوجتي الغالية.

إلى أحبائ قلبي وقرّة عيني وأزهاري اليانعة..... أبنائي "ميساء، جلال الدين، مالك وسما".

إلى من رفعوا أيديهم عالياً ولم يخشوا الموت، الذين سطروا بدمائهم آيات الفداء، ولم يتركوا سلاحهم حتى بلغوا بدمائهم المنى فكان لهم ثبات عند اللقاء شهداء فلسطين.

إلى القابضين على الجمر، الشامخين خلف القضبان، الذين سجلوا بصبرهم أجمل معاني التحدي والصمود..... أسرانا البواسل.

إلى أصحاب الهمة العالية، الذين يتحملون الألم في سبيل الله، رابطين الجرح ليبقوا على العهد والوفاء..... الجرحى البواسل.

إلى كل من كان لي عوناً لإتمام هذه الرسالة .

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي المتواضع

الشكر والعرفان

انطلاقاً من قول الله ﷻ: {رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ} [النمل:19]
وقول المصطفى ﷺ: [من لا يشكر الناس لا يشكر الله].

أتقدم في بداية شكري بالحمد والثناء لصاحب الفضل الأول والأخير، الهادي إلي سواء السبيل،
الذي أعانني علي إتمام هذا البحث المتواضع.
واعترافاً بالفضل لأهله فإنني أتقدم بالشكر والعرفان وجزيل الامتنان.

لفضيلة الأستاذ الدكتور: حمدي شحدة زعرب..... حفظه الله ورعاه.

علي تواضعه وسماحته، وحلمه عليّ، فقد علمني بصبره ودأبه، وحباني بنصحه، وإرشاداته
السديدة، وآرائه الرشيدة، الذي تفضل مشكوراً بالإشراف على هذه الرسالة حتى خرجت بهذه الصورة
كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة

الأستاذ الدكتور / علي عبد الله شاهين حفظه الله ورعاه .

الأستاذ الدكتور / جبر إبراهيم الداعور..... حفظه الله ورعاه .

لتكرمهما بقبول مناقشتي لهذه الرسالة، التي لن تنال قيمتها العلمية إلا بشرف ملاحظاتها
التي لها الأثر في إثرائها، فقد منحاني شرف الجلوس أمامهما لاستماع نقاشهما المعبق بالتوجيهات
السديدة.

وكل الشكر إلى الصرح العلمي المتين، رائدة التعليم ودوحة المستنيرين، وقبلة الباحثين، التي
خرجت علماء وفقهاء، ومفكرين وعظماء، الجامعة الإسلامية التي تخرجت منها، واستفدت من علم
أساتذتها الكثير، وفي هذا المقام أتوجه بالشكر والعرفان والتقدير للدكتور: وائل حمدي الداية.

والشكر موصول لبيتي الثاني، منارة العلم، جامعة القدس المفتوحة، التي شرفني الله بالعمل
فيها، ولزملائي الذين كانوا لي سنداً وعوناً، وأخص بالذكر أستاذي الدكتور: صبري ماهر مشتهد
والمساعد المالي لنائب رئيس الجامعة لشؤون قطاع غزة الأستاذ: حسام صبحي حلس.

أولاً: قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع	الرقم
أ	آية قرآنية	-
ب	ملخص الدراسة باللغة العربية	-
ج	ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية	-
د	الإهداء	-
هـ	الشكر والعرفان	-
و	قائمة المحتويات	-
ك	قائمة الجداول والأشكال	-
ل	قائمة الملاحق	-
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة والدراسات السابقة		
2	المقدمة	1-1
3	مشكلة الدراسة	1-2
4	فرضيات الدراسة	1-3
5	متغيرات الدراسة	1-4
7	أهمية الدراسة	1-5
7	أهداف الدراسة	1-6
8	الدراسات السابقة	1-7
19	ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة	1-8
20	الاختصارات والمصطلحات المستخدمة في الدراسة	1-9
الفصل الثاني: سياسات ونظريات توزيع الأرباح		
22	مقدمة	
23	المبحث الأول: سياسات توزيع الأرباح	
23	تمهيد	2-1
23	مفهوم سياسة توزيع الأرباح	2-1-1
24	عناصر سياسة توزيع الأرباح	2-1-2

25	أشكال توزيعات الأرباح	2-1-3
27	أنواع سياسات توزيع الأرباح	2-1-4
27	سياسة استقرار مقدار التوزيعات	2-1-4-1
28	سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح المحققة	2-1-4-2
28	سياسة التوزيع المنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف الشركة	2-1-4-3
29	سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير	2-1-4-4
29	سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات	2-1-4-5
29	سياسة الفائض	2-1-4-6
30	خطوات توزيع الأرباح	2-1-5
31	المبحث الثاني: نظريات توزيع الأرباح والقضايا المتعلقة بها	
31	تمهيد	2-2
31	نظريات توزيع الأرباح	2-2-1
31	نظرية لا علاقة للتوزيعات بقيمة الشركة وبسعر السهم	2-2-1-1
32	نظرية عصفور في اليد (تفضيل التوزيعات)	2-2-1-2
33	نظرية التفضيل الضريبي	2-2-1-3
33	علاقة التوزيعات بسعر السهم	2-2-2
35	توزيع الأرباح ونظرية أثر العملاء	2-2-3
36	توزيع الأرباح ونظرية تكلفة الوكالة	2-2-4
37	توزيع الأرباح وإعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)	2-2-5
40	الإطار القانوني لأسهم الخزينة في فلسطين	2-2-5-1
41	توزيع الأرباح وتجزئة السهم	2-2-6
الفصل الثالث : محددات سياسة توزيع الأرباح وتطور بورصة فلسطين وقطاع الخدمات		
43	مقدمة	
44	المبحث الأول: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	
44	تمهيد	3-1

44	القيود القانونية	3-1-1
45	الضريبة على المبالغة في احتجاز الأرباح	3-1-1-1
46	القيود التعاقدية	3-1-2
47	الربحية	3-1-3
47	استقرار الأرباح	3-1-3-1
47	ربحية السهم	3-1-3-2
48	معدل العائد على الأصول	3-1-3-3
48	السيولة النقدية	3-1-4
49	الرفع المالي	3-1-5
50	الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة	3-1-6
50	إمكانية الحصول على الأموال من السوق النقدي	3-1-7
51	حجم الشركة	3-1-7-1
51	عمر الشركة	3-1-7-2
52	اعتبارات الملاك (المساهمين)	3-1-8
52	الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم	3-1-8-1
52	الفرص الاستثمارية المتاحة للمساهمين	3-1-8-2
52	الرقابة على الشركة	3-1-9
53	اعتبارات السوق	3-1-10
54	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	3-1-11
55	تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات	3-1-12
55	التضخم	3-1-13
57	المبحث الثاني: بورصة فلسطين وقطاع الخدمات	
57	تمهيد	3-2
57	نشأة بورصة فلسطين	3-2-1
58	تطور بورصة فلسطين	3-2-2

61	هيئة سوق رأس المال الفلسطينية	3-2-3
62	قطاع الخدمات في فلسطين	3-2-4
62	قطاع الخدمات في بورصة فلسطين	3-2-5
الفصل الرابع: الدراسة العملية		
65	المبحث الأول: الطريقة والإجراءات	
65	تمهيد	4-1
65	منهجية الدراسة	4-1-1
66	مجتمع وعينة الدراسة	4-1-2
67	قياس متغيرات الدراسة	4-1-3
68	مصادر جمع البيانات	4-1-4
68	حدود الدراسة	4-1-5
68	الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة	4-1-6
70	المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفرضيات	
70	تمهيد	4-2
70	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	4-2-1
73	اختبار التوزيع الطبيعي	4-2-2
74	اختبار بيرسون لاختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة	4-2-3
75	اختبار فرضيات الدراسة	4-2-4
75	اختبار الفرضية الأولى	4-2-4-1
77	اختبار الفرضية الثانية	4-2-4-2
78	اختبار الفرضية الثالثة	4-2-4-3
80	اختبار الفرضية الرابعة	4-2-4-4
81	اختبار الفرضية الخامسة	4-2-4-5
83	اختبار الفرضية السادسة	4-2-4-6
84	اختبار الفرضية السابعة	4-2-4-7
86	اختبار الفرضية الثامنة	4-2-4-8

87	اختبار t للفروق بين متوسطات المتغيرات المستقلة	4-2-4-9
90	اختبار نموذج الانحدار الخطي المتعدد	4-2-4-10
الفصل الخامس : النتائج والتوصيات		
94	النتائج	أولاً
96	التوصيات	ثانياً
97	الدراسات المقترحة	ثالثاً
المراجع		
98	المراجع العربية	-
101	المراجع الأجنبية	-
103	المواقع الإلكترونية	-
104	الملاحق	-

ثانيا: قائمة الجداول والأشكال

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
59	عدد الشركات المدرجة في نهاية كل عام	3-1
63	تصنيف قطاعات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	3-2
66	شركات قطاع الخدمات الممثلة لعينة الدراسة	4-1
70	الإحصاء الوصفي للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة (المتوسط الحسابي والانحراف المعياري)	4-2
71	الإحصاء الوصفي للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة (أكبر قيمة وأقل قيمة)	4-3
73	اختبار التوزيع الطبيعي	4-4
74	اختبار معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة	4-5
76	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير ربحية السهم	4-6
77	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير معدل العائد على الأصول	4-7
79	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير السيولة النقدية للسهم	4-8
80	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير نمو الشركة	4-9
82	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير الرفع المالي	4-10
83	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير حجم الشركة	4-11
85	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	4-12
86	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط لمتغير عمر الشركة	4-13
88	نتائج اختبار t للفروق بين متوسطات المتغيرات المستقلة	4-14
90	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد طريقة Enter method	4-15
91	نتائج اختبار نموذج الانحدار الخطي المتعدد طريقة Backward	4-16
الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	نموذج الدراسة	1-1

ثالثاً: قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
i	ملحق رقم (1) نتائج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة Backward	1
ii	ملحق رقم (2) الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	2
iv	ملحق رقم (3) مبلغ التوزيعات النقدية للسهم لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة.	3
iv	ملحق رقم (4) ربحية السهم لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	4
v	ملحق رقم (5) معدل العائد على الأصول لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	5
v	ملحق رقم (6) السيولة النقدية للسهم لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	6
v	ملحق رقم (7) نمو الشركة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	7
vi	ملحق رقم (8) الرفع المالي لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	8
vi	ملحق رقم (9) حجم الشركة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	9
vi	ملحق رقم (10) نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	10
vii	ملحق رقم (11) عمر الشركة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة	11

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة والدراسات السابقة

- مقدمة
- مشكلة الدراسة
- فرضيات الدراسة
- متغيرات الدراسة
- أهمية الدراسة
- أهداف الدراسة
- الدراسات السابقة
- ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

1-1- مقدمة

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في معظم دول العالم خاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رأس المال، وأخذت الأسواق المالية تلعب دوراً حيوياً في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية (الأعرج، 2011، ص3).

وتلعب بورصة فلسطين دوراً حيوياً في دفع عجلة الاقتصاد الفلسطيني إلى الأمام، ومع زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وزيادة المساهمين لدى تلك الشركات ومع أهمية دور هذه الشركات المدرجة في زيادة نمو الاقتصاد الفلسطيني، يحظى الأداء المالي في الشركات باهتمام متزايد من قبل المستثمر الفلسطيني وإدارة الشركة والباحثين، كونه مؤشر على نجاح الشركة، حيث تلعب الأرباح التي تحققها الشركة دوراً إيجابياً على سعر السهم لتلك الشركات، وتعطي توزيعات الأرباح مؤشراً إيجابياً للمساهمين حول وضع الشركة (الخطيب، 2010، ص18).

كما أصبح موضوع توزيعات الأرباح على المساهمين من المواضيع المهمة في علم التمويل وأصبح هذا الموضوع محل جدل، فسياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة تتحدد في ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين وذلك الجزء الذي يتم احتجازه لتمويل الاستثمار والتوسع في الشركة، وعلى الرغم من أن احتجاز الأرباح لغرض التمويل أمراً ضرورياً، فإن توزيع الأرباح أمراً مهماً أيضاً وهذا يعني أن الهدفين متناقضان (حسين، 2008، ص211).

مما سبق يتضح أن عملية توزيع الأرباح تخضع لقواعد معينة تستمد من السياسة المالية التي تتبعها الشركة بما يحقق الأهداف المالية لها، وبالتالي لا يمكن النظر لعملية توزيع الأرباح بالنظرة السطحية المجردة، بل إن قرار توزيع الأرباح يكون وفق السياسة المالية ووفقاً لمحددات قرار توزيع الأرباح.

وعلى الشركة عند قيامها بالتخطيط لسياسة توزيع الأرباح أن تأخذ بعين الاعتبار مصالح الشركة نفسها وكذلك مصالح المساهمين فيها من حملة الأسهم، وأن تقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال التي قدمها حملة الأسهم (توفيق، 1975، ص361).

ولكن تتعدد العوامل التي تؤثر على قرار الشركة بشأن سياسة توزيع الأرباح، وعلى الشركات أخذ هذه العوامل بعين الاعتبار عند وضع سياسة توزيع الأرباح الملائمة، من هذا المنطلق جاءت هذه الدراسة للتعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

2-1- مشكلة الدراسة

تظهر مشكلة الدراسة في كون الشركات تحتفظ بالأرباح لإعادة استثمارها، وفي الوقت نفسه تسعى لتوزيع عائد على الأموال التي قدمها حملة الأسهم وهما هدفان متناقضان، مع الأخذ بالاعتبار أن السياسة التي تقوم بها لا تخالف القوانين والقواعد المالية المفروضة، إلى أن سمي البعض سياسة التوزيعات بلغز التوزيعات، حيث كشفت العديد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع التوزيعات تأثير مجموعة من العوامل على سياسة توزيع الأرباح مثل الربحية، السيولة، الرفع المالي، نمو الأرباح، رغبات المساهمين والحاجة إلى التوسع، في حين آخر كشفت بعض الدراسات تأثير مختلف لهذه العوامل على سياسة توزيع الأرباح، كما بينت بعض الدراسات عدم وجود أثر لهذه العوامل على سياسة توزيع الأرباح.

ويمكن توضيح مشكلة الدراسة من خلال الملاحظات التالية والتي تعبر عن مبلغ التوزيعات النقدية للسهم في الشركات الممثلة لعينة الدراسة والتي تعكس سياسة توزيع الأرباح داخل تلك الشركات:

- يتغير مبلغ التوزيعات النقدية للسهم بنسبة محدودة كما في شركة الاتصالات الفلسطينية خلال الفترة محل الدراسة.

- ثبات مبلغ التوزيعات النقدية للسهم كما في الشركة الفلسطينية لتوزيع الكهرباء.

- اختفاء التوزيعات النقدية نهائياً خلال الفترة محل الدراسة في معظم الشركات مثل المؤسسة العربية للفنادق، المؤسسة العقارية العربية، جلوبال كوم للاتصالات، الشركة العربية لمراكز التسوق، الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية.

- اختفاء التوزيعات في معظم السنوات خلال فترة الدراسة كما في مركز نابلس الجراحي التخصصي.

ومن الملاحظات السابقة يمكن للباحث التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال طرح السؤال الرئيس التالي:-

ما هي العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟

ويتفرع عن السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:-

- ما مدى تأثير ربحية السهم على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟

- ما مدى تأثير معدل العائد على الأصول على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟

- ما مدى تأثير السيولة النقدية للسهم على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- ما مدى تأثير نمو الشركة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- ما مدى تأثير الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- ما مدى تأثير حجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟
- ما مدى تأثير نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين على سياسة توزيع الأرباح؟
- ما مدى تأثير عمر الشركة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين؟

3-1- فرضيات الدراسة

- في ضوء تساؤلات مشكلة الدراسة تتمثل الفرضيات في الآتي:
- الفرضية الأولى:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين ربحية السهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين معدل العائد على الأصول وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين السيولة النقدية للسهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الرابعة:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين نمو الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الخامسة:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية السادسة:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية السابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الثامنة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين عمر الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

4-1- متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة:

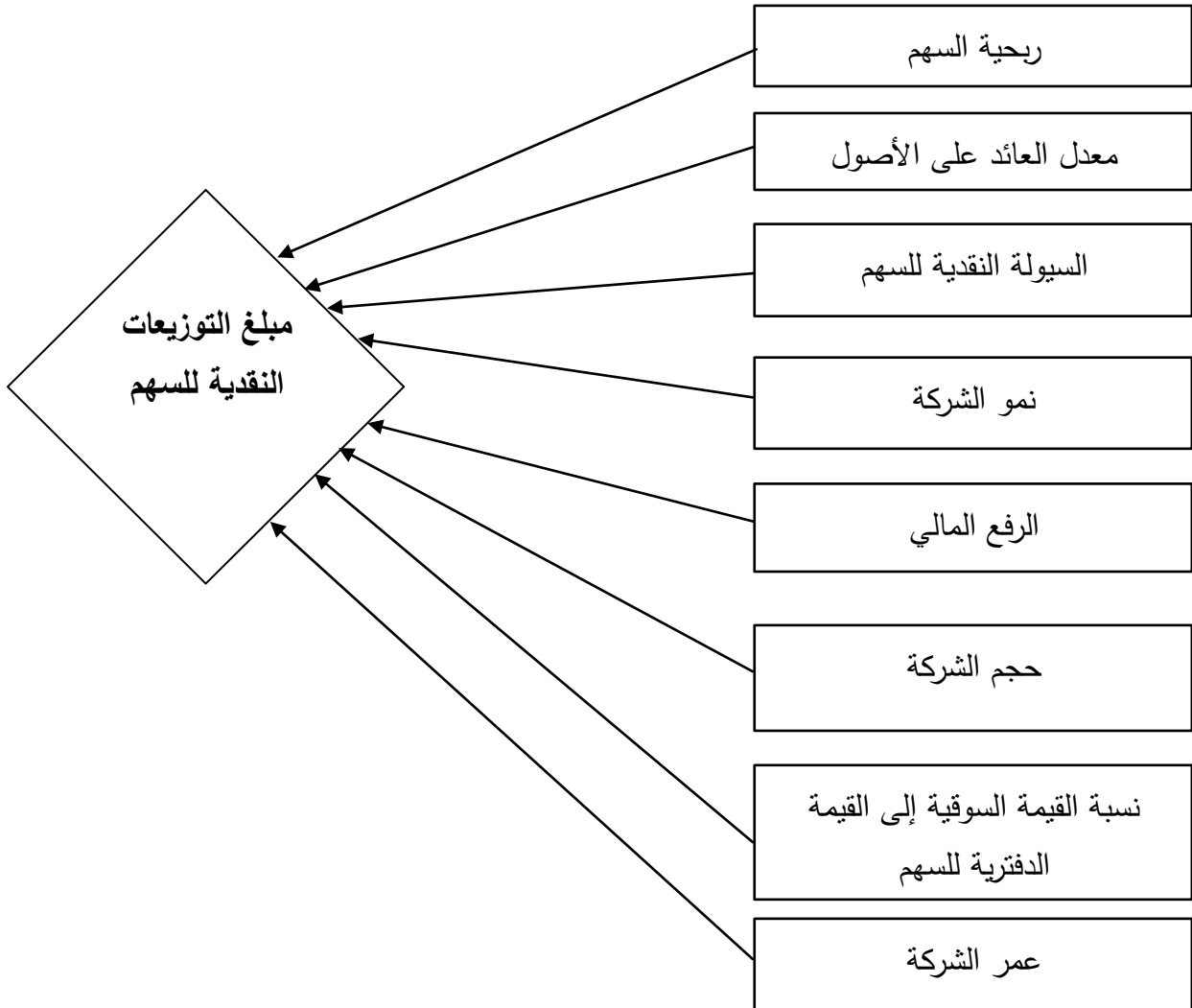
- 1- ربحية السهم.
- 2- معدل العائد على الأصول.
- 3- السيولة النقدية للسهم.
- 4- نمو الشركة.
- 5- الرفع المالي.
- 6- حجم الشركة.
- 7- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم.
- 8- عمر الشركة.

المتغير التابع : سياسة توزيع الأرباح ويعبر عنها بمبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

شكل رقم (1-1)
نموذج الدراسة

المتغير التابع

المتغيرات المستقلة



5-1- أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تعالجه، حيث أصبحت الموضوعات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية وتوزيعات الأرباح تشغل حيزاً من تفكير المساهمين وإدارة الشركة، وتعتبر البورصة بمثابة الوسيط بين المستثمرين وتقوم بدور فعال في دفع عجلة الاقتصاد الوطني للأمام، وتلعب شركات قطاع الخدمات دوراً مهماً في نمو الاقتصاد الفلسطيني، وتزداد أهمية هذه الدراسة في أنها تقدم دراسة تحليلية للمستثمرين حول العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح للشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين مما يؤدي إلى ترشيد قراراتهم الاستثمارية، كما وتعتبر هذه الدراسة دليل للمستثمر الفلسطيني وللشركات حول السياسات المتبعة في توزيع الأرباح، الأمر الذي يعطي المساهمين الثقة في قراراتهم الاستثمارية، وبالتالي الثقة في الشركات ذات الأداء الجيد، مما يجذب المزيد من الاستثمارات ويؤدي إلى انتعاش التعامل في بورصة فلسطين، وزيادة كفاءة أداء الشركات مما ينعكس على السوق المالي والاقتصاد الفلسطيني.

6-1- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:-

- تحليل العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين ومعرفة أهم هذه العوامل في التأثير على توزيعات الأرباح.
- الوقوف على أنواع وسياسات ونظريات توزيع الأرباح وأهم المواضيع المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح.
- اختبار العلاقة بين العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين بعضها ببعض.
- دراسة مدى تماثل سياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
- الوصول إلى نموذج يمكن للمساهمين من خلاله التنبؤ بمبلغ التوزيعات النقدية.
- التوصل إلى نتائج وتوصيات مفيدة للشركات الفلسطينية والمستثمر الفلسطيني لترشيد قراراتهم الاستثمارية.

7-1- الدراسات السابقة

1-7-1- الدراسات العربية

1- دراسة (حمدان، 2014) بعنوان: "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية". هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، وشملت عينة الدراسة على 175 شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من أصل 203 شركة، للفترة من عام 2008 حتى عام 2011.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: وجود علاقة موجبة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح، وعدم وجود علاقة بين الحاكمية المؤسسية وصعوبات التمويل الخارجي، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين ربحية السهم وحجم الشركة على توزيعات الأرباح، وعدم وجود علاقة بين نسبة الرافعة المالية ونمو الشركة ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على توزيعات الأرباح.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: الإسراع في تجهيز معايير الحاكمية المؤسسية وإصدارها في الكويت، وحث الشركات الكويتية على المزيد من الالتزام بأفضل ممارسات الحاكمية المؤسسية، وأوصت الباحثين بدراسة تأثير الحاكمية المؤسسية في سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على قيمة الشركة في السوق الكويتية، ودراسة علاقة الحاكمية المؤسسية بجودة الأرباح.

2- دراسة (سلامة وآخرون، 2012) بعنوان: "محددات سياسة توزيع الأرباح في الأسواق المالية السعودية".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية السعودية، (مستثنياً منها شركات القطاع المالي). ولتحقيق أهداف هذه الدراسة، فقد اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتم استخدام أسلوب panel data، وكانت عينة الدراسة 27 شركة من أصل 92 شركة مساهمة للفترة من عام 2004 حتى عام 2009.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: التأثير السلبي لبعض العوامل على توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية، مثل الرفع المالي والمخاطرة، والتأثير الإيجابي

لبعض العوامل على توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية مثل الربحية والحجم والنمو، وعدم تأثير بعض العوامل على توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية مثل الأصول الملموسة والسيولة.

3- دراسة (النمروطي والعبوسي، 2012) بعنوان: "تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية في قطاع غزة، وذلك من خلال دراسة العوامل المؤثرة على توجهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وقد تم استخدام الاستبانة كأداة لاستطلاع عينة الدراسة المقتصرة على المستثمرين الأفراد المحليين في قطاع غزة، وتم استلام 274 استبانة من المستثمرين في بورصة فلسطين.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن هناك اهتمام ومتابعة مستمرة من قبل المستثمرين لأخبار المال والأعمال عبر وسائل الإعلام المختلفة، كما أظهرت الدراسة: أن كوادرات شركات الوساطة العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية غير مؤهلين بالقدر المطلوب لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، إضافة إلى اعتبار الإشاعات من العوامل المؤثرة على قرارات الاستثمار، كما بينت الدراسة أن إمكانية الاستثمار بالأسواق المالية الخارجية تؤثر سلباً على القرارات الاستثمارية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وأن نصيب السهم من توزيعات أرباح الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية يؤثر على القرار الاستثماري للمستثمرين.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: ضرورة اهتمام الشركات بمصالح المساهمين وإعادة ترتيباتها فيما يخص أوقات استحقاق توزيع الأرباح على المساهمين، ويفضل أن يتم التوزيع بشكل منتظم وعلى فترات قصيرة وفي أوقات معلومة مسبقاً، لرفع درجة الثقة بالشركة والمساهمة في نموها، والاهتمام بمخاطبة المرأة الفلسطينية وحثها على الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، مع توفير صالات عرض خاصة بالنساء في شركات الوساطة.

4- دراسة (حسين، 2008) بعنوان: "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة وتوضيح كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو استبقائها وكذلك دراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العراقية.

واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي وكانت عينة الدراسة (15) شركة مساهمة من الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية تمثل جميع القطاعات، حيث تم إعداد (60) استبانة وتوزيعها على المسؤولين الإداريين والماليين في هذه الشركات. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: التذبذب الكبير وعدم الاستقرار في نسب الأرباح الموزعة على المساهمين، التأثير السلبي لبعض العوامل على نسبة توزيع الأرباح مثل زيادة المديونية والحاجة لإجراء التوسعات والاستثمارات، وأن عامل السيولة النقدية في مقدمة العوامل التي تؤثر في قرار توزيع الأرباح والأكثر أهمية، وأن معظم المساهمين يفضلون توزيع الأرباح بدلاً من احتجازها بغض النظر عن نسبة حصصهم من الأسهم، وتعتبر التوزيعات مصدر دخل لهم. وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: الأخذ بعين الاعتبار عامل رغبات المساهمين بما يحقق مصالح الشركة ومصالح أكبر عدد ممكن من المساهمين في آن واحد، وضرورة اهتمام إدارات الشركات المساهمة بعامل الحاجة للتوسع والاستثمار وبشكل كبير عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح وذلك باتباع نظرية الفائض، وضرورة دعم الدولة للشركات من خلال دراسة إمكانية منحها قروض طويلة الأجل بنسب فائدة منخفضة وذلك لتمويل عملياتها.

5- دراسة (جهماني، 2007) بعنوان: "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات المساهمة البحرينية"

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء آراء مديري الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين المالي لتحديد العوامل التي تؤثر على قراراتهم المتعلقة بتوزيع الأرباح النقدية. واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم إعداد استبانة شملت عينة الدراسة وهي 26 شركة من أصل 36 شركة.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن أهم العوامل التي تؤثر على قرارات المدراء المستجيبين مدى الاستقرار في التدفقات النقدية، معدل العائد على الأصول، مستوى الأرباح الحالية والأرباح المتوقعة في المستقبل، الاعتبارات الاستثمارية مثل توفر فرص استثمارية مربحة، محددات السيولة مثل توفر النقد، سلوك أو استمرارية توزيعات الأرباح النقدية السابقة، الاهتمام بالمحافظة على أسعار أسهم الشركة أو ارتفاعها، الاهتمام بالمحافظة على هيكل رأس المال المنشود.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: أن على مدراء الشركات أن تولي أهمية بالغة في اختيار سياسة التوزيع المناسبة، وأن تقوم الشركات بإعادة اختبار سياسة التوزيعات الخاصة بها على الأقل مرة واحدة سنوياً.

6-دراسة (شراب، 2006) بعنوان: "أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية على شراء أسهم الشركات المدرجة.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت الدراسة أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وكانت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وعددها 28 شركة وغطت الدراسة الفترة من عام 1997 حتى عام 2005.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغيير في السعر السوقي له.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: ضرورة عمل حملات إعلانية ودورات تدريبية للمستثمرين لتشجيع الادخار وتنشيط التعامل مع البورصة، وتشجيع دخول مزيد من أعضاء البورصة المتخصصين وبنوك الاستثمار وشركات الوساطة المتخصصة وذلك لتقديم النصح والإرشاد لكل من الشركات والمستثمرين على حد سواء والمحافظة على استقرار السوق، وتوصية الشركات باختيار الإدارة الأكثر كفاءة والاهتمام بنشر القوائم المالية وفصل نتائج أعمال كل فرع على حدة وإجراء المزيد من الدراسات المتخصصة على مستوى الأنشطة والقطاعات.

7- دراسة (بورسلي وعبد السلام، 2005) بعنوان: "محددات سياسة توزيع الأرباح النقدية دليل سوق الكويت للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح، إضافة إلى تحديد مدى تطابق نظرية التدفقات النقدية الفائضة على السوق الكويتية، حيث لاقت هذه النظرية قبولاً في السوق الأمريكي بوصفها إحدى التفسيرات المحتملة لسياسات توزيع الأرباح.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: وجود اختلاف كبير بين الشركات الموزعة للأرباح النقدية، من حيث الربح التشغيلي، الفرص الاستثمارية، حجم الأصول، المديونية، حيث تميزت الشركات الموزعة للأرباح بربحية أعلى ونسبة قيمة سوقية إلى قيمة دفترية للسهم أعلى ومديونية أقل، وأن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في نهاية السنة في الشركات الكويتية

محل الدراسة هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية، وأن الشركات الموزعة للأرباح لديها فرص نمو أعلى وذلك على عكس توقعات نظرية التدفقات النقدية الفائضة، ولم يوجد أي دليل يؤكد وجود مشكلة تكلفة الوكالة.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: ضرورة عمل المزيد من الدراسات في هذا المجال

8- دراسة (مكاوي، 1998) بعنوان: "تحليل ودراسة محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك المصرية وأثرها على أسعار أسهمها في السوق".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك المصرية وأثرها على أسعار أسهمها في السوق.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، وشملت عينة الدراسة على 14 بنك تجاري تم اختيارهم عشوائياً من أصل (35) بنك تجاري من البنوك المدرجة في البورصة المصرية وكانت فترة الدراسة من عام 1987 حتى عام 1998.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن هناك محددات لسياسة توزيع الأرباح في البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، ولكنها تختلف من بنك لآخر، وتمثلت تلك المحددات في ربحية السهم، الرافعة المالية، مخصصات القروض، معدل دخل التشغيل، مخاطر الربحية، المعدل النقدي، كما أظهرت الدراسة اختلاف الأهمية النسبية لمحددات سياسة توزيع الأرباح في بنوك العينة وكان ترتيب تلك المحددات من ناحية الأهمية هي ربحية السهم ومعدل دخل التشغيل والمعدل النقدي والرافعة المالية ومخصصات القروض ومخاطر الربحية وبالرغم من ذلك فإن تلك المحددات الخاصة بسياسة توزيع الأرباح في البنوك المصرية لا تمثل كل المحددات التي أقرتها أسس علم التمويل والإدارة المالية والدراسات السابقة والحالية.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: ضرورة أن تتبنى البنوك سياسة واضحة ومكتوبة لتوزيعات الأرباح معتمدة على التحليل المستمر لمحددات هذه السياسة داخل كل بنك، وضرورة متابعة وتقييم سياسات توزيع الأرباح في البنوك العاملة داخل الجهاز المصرفي.

1- دراسة (Mehri, et al., 2013) بعنوان:

"Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia"

- سياسة توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية وتمويل الشركة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الفرص الاستثمارية والوضع المالي للشركة على توزيعات الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت نموذج الانحدار الخطي المتعدد وكانت عينة الدراسة مكونة من 62 شركة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا للفترة ما بين عام 2006 إلى عام 2008.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: وجود تأثير إيجابي قوي بين الفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح وتأثير سلبي بين كل من الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول والمخاطرة على توزيعات الأرباح.

2- دراسة (Al-Malkawi, et al., 2013) بعنوان:

"Determinants of the Likelihood to Pay Dividends: Evidence from Saudi Arabia"

- المحددات المحتملة لدفع توزيعات الأرباح: دليل الشركات السعودية.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العوامل المؤثرة على سياسة التوزيعات النقدية في الشركات السعودية غير المالية المدرجة في بورصة السعودية.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت الدراسة الأسلوب الإحصائي panel data لإيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وغطت الدراسة الفترة من عام 2005 حتى عام 2011، وكانت عينة الدراسة جميع الشركات غير المالية وعددها 69 شركة.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن الشركات الكبيرة وذات العمر الطويل وذات الربحية تقوم بدفع توزيع أرباح نقدية، بينما الشركات ذات الرفع المالي الأكبر وذات المخاطر الأكبر تميل إلى عدم توزيع أرباح، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية وبعض المتغيرات مثل هيكل الملكية والفرص الاستثمارية.

3- دراسة (El Essa, et al., 2012) بعنوان:

"A Worthy Factors Affecting Dividends Policy Decisions"

- العوامل الجديرة المؤثرة على قرارات سياسة توزيع الأرباح.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على قرارات سياسة التوزيعات في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت نموذج الانحدار الخطي لإيجاد العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وتمت الدراسة على عينة عشوائية مكونة من 25 شركة من أصل 77 شركة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وكانت فترة الدراسة من عام 2005 حتى عام 2011 .

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: وجود علاقة إيجابية بين التوزيعات النقدية وكلاً من التدفق النقدي والأرباح قبل الفوائد والضرائب وربحية السهم ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية وعائد التوزيعات وحجم الشركة، وأن ربحية السهم الأكثر تأثيراً في التوزيعات، ثم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات ونسبة الديون، والنتيجة الأخيرة في هذه الدراسة التي تم التوصل إليها أن الشركات الكبيرة لديها التأثير الأكبر على قرار سياسة التوزيعات عن الشركات الصغيرة.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: أن النتائج الحالية ربما تعتبر نموذج قيم للدراسات الأخرى وعمل دراسات مشابهة لتحليل عوامل أخرى لم تؤخذ في هذه الدراسة، ودراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في جميع القطاعات لبورصة عمان.

4- دراسة (Nuredin, 2012) بعنوان:

"Determinants of Dividend Policy of Insurance Companies in Ethiopia"

- محددات سياسة توزيع الأرباح في شركات التأمين في إثيوبيا.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات التأمين في إثيوبيا.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، واستخدمت نموذج panel data وكانت عينة الدراسة عينة عشوائية تكونت من 9 شركات من أصل 14 شركة تأمين للفترة من عام 2003 حتى عام 2011.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن أهم العوامل الإيجابية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، السيولة والربحية ووجود علاقة عكسية بين الفرص الاستثمارية وتوزيع الأرباح، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وكلاً من الرفع المالي وحجم

الشركة، وتوصلت الدراسة إلى أن السيولة والربحية والفرص الاستثمارية من أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: أن على مدراء الشركات الأخذ بعين الاعتبار السيولة والربحية والفرص الاستثمارية عند رسم سياسة التوزيعات، وعلى المستثمرين دراسة العوامل المذكورة قبل اتخاذ قرارهم الاستثماري بشراء أسهم الشركة، وأوصت بتطبيق مثل هذه الدراسة بإضافة عوامل أخرى مثل المخاطرة وعمر الشركة.

5- دراسة (Thanatawee, 2011) بعنوان:

"Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand"

- نظرية دورة حياة الشركة وفرض التدفقات النقدية الحرة: دليل سياسة توزيع الأرباح في تايلاند. هدفت هذه الدراسة إلى دراسة سياسة توزيع الأرباح في الشركات غير المالية المدرجة في بورصة تايلاند.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، واستخدمت نموذج الانحدار الخطي وكانت عينة الدراسة مكونة من 287 شركة من أصل 411 شركة غير مالية مدرجة في بورصة تايلاند للفترة من عام 2002 حتى عام 2008.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن الشركات الكبيرة والتي ربحيتها عالية ولديها تدفق نقدي وأرباح محتجزة كبيرة تميل إلى دفع توزيعات أعلى، وأن الأدلة تشير إلى أن الشركات التي لديها فرص استثمارية أعلى تميل إلى دفع توزيعات أقل، ونتيجة هذه الدراسة أثبتت فرضية دورة حياة الشركة والتدفقات النقدية، بالإضافة إلى أن علاقة الرفع المالي مع التوزيعات إيجابية وهذا يثير الشك حول ما إذا كانت الشركات تعتمد على الديون لدفع التوزيعات.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: أن هذه الدراسة توفر مساحة واسعة لدراسة مستقبلية بشأن الربط بين هيكل التمويل وسياسة التوزيعات في تايلاند.

6- دراسة (Tsuji, 2010) بعنوان:

"What Are The Determinants Of Dividend Policy? The Case Of The Japanese Electrical Appliances Industry"

- ما هي محددات سياسة توزيع الأرباح: دراسة حالة شركات الصناعات الكهربائية اليابانية. هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات الصناعات الكهربائية في اليابان.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وكان الأسلوب الإحصائي المستخدم في هذه الدراسة نموذج السلاسل الزمنية، وكانت عينة الدراسة جميع شركات الصناعات الكهربائية في اليابان للفترة ما بين عام 1986 إلى عام 2006 .

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن الشركات لا تلبى حاجات المستثمرين بالنسبة للتوزيعات، وتوصلت إلى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية وكلاً من حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول ووجود علاقة إيجابية بين الربحية والتوزيعات النقدية.

7- دراسة (Fodio, 2009) بعنوان:

"The dividend policy of firms quoted on the Nigerian stock exchange: An empirical analysis"

- سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا: دراسة تحليلية.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واتبعت نموذج الانحدار الخطي المتعدد وكانت عينة الدراسة 53 شركة في الفترة من عام 1993 حتى عام 2002.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: وجود علاقة إيجابية بين كل من الأرباح والتوزيعات السابقة والتدفقات النقدية مع توزيعات الأرباح وعدم وجود علاقة بين الفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح، وكذلك عدم وجود علاقة بين صافي الأصول المتداولة وتوزيعات الأرباح.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: على مجلس الإدارة الاهتمام بربحية الشركة والتدفقات النقدية والقيام بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وأوصت بعمل المزيد من الدراسات حول موضوع توزيعات الأرباح، وعلى المستثمرين ضرورة الاستفادة من نتائج هذه الدراسة لترشيد قراراتهم الاستثمارية.

8- دراسة (Al-Kuwari, 2009) بعنوان:

"Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries"

- محددات سياسة توزيع الأرباح في البورصات الناشئة: حالة دول مجلس التعاون الخليجي.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في البورصات الناشئة في دول مجلس التعاون الخليجي.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وتم استخدام نموذج panel data وكانت عينة الدراسة 191 شركة غير مالية مدرجة في بورصة دول مجلس التعاون الخليجي من أصل 245 شركة للفترة من عام 1993 حتى عام 2003.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن العوامل ذات التأثير القوي والإيجابي على سياسة التوزيعات هي ملكية الحكومة وحجم الشركة والربحية، والعامل ذات التأثير السلبي على توزيعات الأرباح هو درجة الرفع المالي.

وكان من أهم توصيات هذه الدراسة: ضرورة عمل مثل هذه الدراسة لكل دولة على حدة ومقارنة نتائجها مع هذه الدراسة وعمل نفس الدراسة لكل قطاع على حدة.

9- دراسة (Juma'h and Pacheco, 2008) بعنوان:

"The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S. Manufacturing Companies"

- العوامل المالية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية: عينة الشركات الصناعية الأمريكية هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأمريكية.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وتم استخدام اختبار T-TEST لمعرفة إن كان هناك فروق في العوامل المالية للشركات الموزعة والشركات التي لا توزع أرباح، وكانت عينة الدراسة 132 شركة صناعية خلال الفترة من العام 1994 حتى عام 2003.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن الشركات الموزعة للأرباح تمتاز بنسبة سيولة عالية ونسبة ربحية عالية، والشركات الموزعة هي من الشركات الكبيرة وذات الفرص الاستثمارية الأكبر ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم أقل، وتوصلت إلى أن المساهمين ينظرون إلى الشركات الموزعة للأرباح بأنها أقل مخاطرة بالنسبة إليهم عن الشركات التي لا توزع أرباح، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير لتوجهات المدراء على سياسة توزيعات الأرباح وذلك من خلال وجود شركات حققت خسارة على الأقل في سنة واحدة وقامت بتوزيع أرباح لإعطاء إشارة إيجابية للمساهمين.

10- دراسة (Al-Malkawi, 2007) بعنوان :

"Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan"

- محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات الأردنية.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت الدراسة بيانات مقطعية وقيمة سلسلة زمنية (panel data)، وقد شملت الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان وعددها 160 شركة وكانت فترة الدراسة من عام 1989 حتى عام 2000. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن ملكية الإدارة ووجود الحكومة في هيكل ملكية الشركة وكذلك ربحية السهم وعمر وحجم الشركة تلعب دوراً مهماً في تحديد سياسة توزيع أرباح الشركات الأردنية، وخلصت إلى دعم نظرية الوكالة والاتساق عموماً مع نظريات أولويات التمويل، بينما لم تدعم نتائج الدراسة نظرية وجود محتوى معلوماتي في توزيعات الأرباح.

11- دراسة (Bebczuk, 2004) بعنوان:

"Explaining Dividend Policies in Argentina"

- تفسير سياسات توزيعات الأرباح في الأرجنتين.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الأرجنتين.

واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والأسلوب الإحصائي المستخدم هو نموذج الانحدار الخطي، وكان مجتمع الدراسة 77 شركة وكانت عينة الدراسة جميع الشركات باستثناء قطاع البنوك لطبيعة عمله المختلفة لتصبح عينة الدراسة (55) شركة للفترة من عام 1996 حتى عام 2002.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: أن الشركات ذات الحجم والفرص الاستثمارية والربحية الأكبر كانت أقدر على توزيع أرباح أكثر من غيرها، كما أن الشركات ذات السيولة ومرات تغطية الديون العالية أكثر قدرة على توزيع الأرباح، وعلاوة على ذلك فإن الشركات ذات المخاطر العالية تفضل توزيعات أرباح منخفضة، كما أظهرت الدراسة أن الشركات لا تهتم بالحفاظ على نسب توزيعات مستقرة على مر الزمن.

8-1- ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

من خلال الاطلاع على الأدبيات السابقة التي اهتمت بدراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح تبين ما يلي:

- تعددت الدراسات بين دراسات عربية ودراسات أجنبية على فترات زمنية متباينة تمت معظمها في السنوات القليلة الماضية مما يدل على الاهتمام المتزايد بموضوع سياسات توزيع الأرباح، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها طبقت في البيئة الفلسطينية، وعلى قطاع مهم من قطاعات الاقتصاد الوطني الفلسطيني ألا وهو قطاع الخدمات، حيث تمثل القيمة السوقية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين ما نسبته 46.70% من القيمة السوقية الإجمالية للشركات في نهاية العام 2013 والبالغة 3.247 مليار دولار، وإذ توجد اختلافات وفروق جوهرية في البيئات التي تمت فيها الدراسات السابقة مقارنة بالبيئة الفلسطينية باعتبار أن معظم الدراسات السابقة طبقت في بيئات أكثر تطوراً.
- كثير من الدراسات بحثت حول تأثير بعض العوامل على سياسة توزيع الأرباح وهذه الدراسة تدرس تأثير مجموعة من العوامل على سياسة توزيع الأرباح حيث جمعت معظم العوامل التي أجريت في الدراسات السابقة وإضافة بعض المتغيرات عن الدراسات السابقة.
- وما يميز الدراسة الأداة المستخدمة، حيث أن هناك دراسات وخاصة العربية منها قامت بدراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح من خلال الاستبانة، بينما تلك الدراسة اعتمدت على بيانات فعلية، حيث تم جمع البيانات وتحليلها من القوائم والتقارير المالية المنشورة لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين.
- تبين هذه الدراسة للمستثمرين الأداء المالي لشركات قطاع الخدمات خلال فترة الدراسة وتساعدهم في التنبؤ بتوزيعات الأرباح لترشيد قراراتهم الاستثمارية وزيادة استثماراتهم مما يساعد الشركات على النمو وتحسين أدائها وينعكس ذلك على قطاع الخدمات بشكل خاص وعلى الاقتصاد الفلسطيني بشكل عام.

9-1 - الاختصارات والمصطلحات المستخدمة في الدراسة:

الاختصارات المستخدمة في الدراسة

EPS	Earning Per Share	ربحية السهم
M&M	Franco Modigliani and Metron Miller	فارنكو مديكليانو ومترن ميلر
M/B	Market to Book Value	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
ROA	Return on Assets	معدل العائد على الأصول
DPS	Dividend Per Share	نصيب السهم من التوزيعات
IAIS	International Association of Insurance Supervisors	الاتحاد الدولي لمراقبي التأمين
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية

المصطلحات المستخدمة في الدراسة

Dividends policy	سياسة توزيع الأرباح
Dividend Irrelevance Theory	نظرية لا علاقة للتوزيعات
Bird-in-the-Hand Theory	نظرية عصفور في اليد
Tax Effect Theory	نظرية التأثير الضريبي
Residual theory	نظرية الربح المتبقي
Clientele effect	نظرية أثر العملاء

الفصل الثاني

سياسات ونظريات توزيع الأرباح

- مقدمة
- المبحث الأول: سياسات توزيع الأرباح
- المبحث الثاني: نظريات توزيع الأرباح والقضايا المتعلقة بها

مقدمة

تمثل سياسة توزيع الأرباح إحدى أهم القضايا في مجال الإدارة المالية، ينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلاً هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟ ومن هنا يأتي دور اهتمام مجلس الإدارة بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها الشركة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك (الحناوي والعبد، 2007، ص359).

يتضح أن زيادة مقدار العائد الموزع تؤثر بصورة إيجابية على سعر السهم، بينما تؤدي في الوقت نفسه إلى تخفيض الأرباح المحتجزة وبالتالي تخفيض معدل النمو مما يؤثر بصورة سلبية على سعر السهم، حيث إن هدف تعظيم ثروة المساهمين تتطلب الموازنة بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح.

كما تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركة نظراً لارتباطها المباشر مع المساهمين من جهة ولتأثير سياسة التوزيعات على سعر سهم الشركة من جهة أخرى (خصاونة، 2011، ص208).

يتناول هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول : سياسة توزيع الأرباح وأشكال التوزيعات وأنواع سياسات توزيع الأرباح.
المبحث الثاني: التعرف على نظريات تفضيلات المساهمين لسياسات توزيع الأرباح والقضايا الأخرى المتعلقة بسياسات توزيع الأرباح.

المبحث الأول سياسات توزيع الأرباح

1-2- تمهيد

تعتبر الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل لدى الشركات المساهمة العامة، ويعتبر ربحية السهم والتوزيعات النقدية من أهم العوامل التي تشجع المساهمين على اقتناء الأسهم وزيادة حصتهم في رأس مال الشركة، بالإضافة إلى المزايا الأخرى للسهم العادي التي تميزه عن غيره من الأدوات المالية، كالحق في التصويت في الجمعية العمومية، وحق الأولوية في الاكتتاب، وحق الاطلاع على المركز المالي، وحق نقل الملكية، وتختلف الشركات في سياسة التوزيعات من شركة لأخرى فمنها من يقوم بتوزيع نسبة ثابتة من الأرباح، ومنها من يقوم بتوزيع مبلغ ثابت، ومنها من لا يقوم بالتوزيع على المدى القصير، ومنها من يزيد نسبة التوزيع من سنة لأخرى، وكذلك يختلف المساهمون حول تفضيلاتهم لتلك السياسات (العلي، 2010، ص209).

يتناول هذا المبحث: مفهوم وعناصر سياسة توزيع الأرباح وأشكال توزيعات الأرباح وأنواع سياسات توزيع الأرباح وإجراءات توزيع الأرباح.

1-1-2- مفهوم سياسة توزيع الأرباح

يمثل كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية محل اهتمام المساهمين على اعتبار أن تلك المؤشرات تعبر عن نجاح الشركة، وفي ضوء هذا تم تعريف ربحية السهم وتوزيعات السهم كالتالي:

ربحية السهم: يعتبر **EPS** مقياس لثروة المساهم ويتم حسابه من خلال قسمة صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب على عدد الأسهم المكتتب بها، ويمثل نصيب السهم من الأرباح الصافية للمؤسسة (عبد الوهاب وحورية، 2011، ص8).

نصيب السهم من التوزيعات DPS: والذي يعتبر مؤشر مهماً لسياسة توزيع الأرباح باعتباره مقياساً للتدفقات النقدية للمستثمر، ويتم حسابه من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية (الخطيب، 2010، ص78).

تعريف التوزيعات النقدية

تعددت الكتب والتعريفات التي عرفت التوزيعات النقدية يذكر منها كما عرفها (حسين، 2008، ص213) "تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية الشركة وسيولتها"

سياسة توزيع الأرباح Dividends policy

تحدد سياسة توزيع الأرباح في ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك الجزء الذي يحتجز بهدف إعادة الاستثمار، والأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً رئيسياً لتمويل التوسع في الشركات (هوارى، 1987، ص284).

وقد عرفها (رمضاني، 2012، ص62) "أنها توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، وأن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس إدارة الشركة" والسياسة المثلى لتوزيع الأرباح: هي تلك السياسة التي تقوم على الموازنة بين التوزيعات الحالية وبين التوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق (Fung, 2012, p13).

يتبين في ضوء التعريفات السابقة أنه في حالة تحديد نسبة التوزيعات النقدية للسهم، ومعرفة ربحية السهم على مر السنين يستنتج من ذلك سياسة توزيع الأرباح لدى الشركة، أي أنها احتجزت الباقي، وفي حال عدم التوزيع فتكون احتجزت كافة الأرباح في حال وجود الأرباح، والأرباح المحققة يمكن للشركة إعادة استثمارها، أو قد يتم استخدامها في اقتناء الأوراق المالية، أو في إطفاء الديون، وإما أن يتم توزيعها على حملة الأسهم.

2-1-2- عناصر سياسة التوزيعات

بشكل عام فإن سياسة التوزيعات عبارة عن قرار الشركة المتعلق بقيمة الأرباح التي تدفع كتوزيعات مقابل الأرباح التي يتم احتجازها وإعادة استثمارها في الشركة، وعلى هذا يتضح أن هناك عناصر رئيسية لها وهي (النعيمي والتميمي، 2009، ص453):

- 1- النسبة التي يتم توزيعها من الأرباح على حملة الأسهم.
- 2- شكل الأرباح التي يتم توزيعها تكون على شكل توزيع نقدي، أو يتم تحويل النقد إلى حملة الأسهم عن طريق قيام الشركة بإعادة شراء بعض أسهمها.
- 3- درجة الاستقرار التي يجب أن يتمتع به التوزيع، فهل الأموال التي يتم دفعها من سنة إلى أخرى يجب أن تكون ثابتة ومعتمدة على بعضها، والتي قد يفضلها حملة الأسهم، أو أن يكون التوزيع متفاوتاً استناداً للنفقات الحاصل في التدفقات النقدية ومتطلبات الاستثمار في الشركة، والتي قد تكون الأفضل من وجهة نظر الشركة.
- وذكرت (مكاوي، 1998، ص196) عنصر رابع ذو أهمية في سياسة التوزيعات
- 4- الإعلان عن سياسة التوزيعات المتعلقة بالشركة وبالتالي الالتزام بها أم لا.

3-1-2- أشكال توزيع الأرباح:-

تتعدد أشكال توزيعات الأرباح على المساهمين ومن هذه الأشكال:-

1- التوزيعات النقدية:-

تقوم الشركات المساهمة بتوزيع الأرباح على المساهمين غالباً على شكل نقد، وينشأ حق المساهم في التوزيعات بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين بتوزيعها وهو الإعلان عن التوزيع، ويكون الحق في التوزيعات لمالك السهم المسجل في سجلاتها حتى تاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح، ويكون هذا النوع من التوزيعات هو الأكثر تفضيلاً من قبل المساهمين ويعتبر إعلان توزيع الأرباح النقدية قبل إعداد القوائم المالية التزاماً يظهر في قائمة المركز المالي، وعادةً يتم التوزيع سنوياً إذا ما قررت الشركة توزيع أرباح على المساهمين، وتجزئ قوانين الشركات في بعض الدول توزيع الأرباح على المساهمين كل نصف سنة أو كل ربع سنة بانتظام أو بشكل غير منتظم (نمر، 1997، ص13).

ومثال ذلك الشركة المتقدمة للبتروكيماويات (شركة سعودية) حيث أقر مجلس إدارة الشركة المنعقد بتاريخ 3/9/2014 بتعديل سياسة توزيع الأرباح لتصبح ربع سنوياً، وأوصى مجلس الإدارة بتوزيع أرباح عن الربع الثالث من العام 2014 بنسبة 7.5% (0.75 ريال لكل سهم).
(www.tadawal.com.sa.17/11/2014)

2- التوزيعات المؤجلة (في صورة أذون دفع):-

وهي تعني أنه بدلاً من سداد التوزيعات الآن، تقوم الشركة بسدادها في تاريخ لاحق، على أن تصدر شهادات أو أذونات بذلك للمساهمين، وهذه الشهادات المصدرة للمساهمين كتوزيعات هي مجرد صورة خاصة من أوراق الدفع ويمكن الإعلان عن هذه التوزيعات المؤجلة عندما يكون لدى الشركة رصيد كافي من الأرباح المحتجزة، ولكن يوجد لديها عجز في النقدية ويمكن لحائز شهادة التوزيع هذه أن يقتنيها حتى تاريخ الاستحقاق، وقد يقوم بخصمها للحصول على نقدية فورية (Paramasivan and Subramanian, 2010, p100).

3- توزيعات الأصول:-

في بعض الأحيان وبسبب عدم توفر السيولة النقدية للشركة، وفي حال وجود أرباح لديها، قد يقترح مجلس الإدارة وبموافقة الهيئة العامة للمساهمين توزيع أرباح بشكل عيني كأن توزع منتج من الشركة على المساهمين بدلاً من الأرباح النقدية، وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل البضائع أو الاستثمارات أو شكل آخر يحدده مجلس الإدارة (حسين، 2008، ص215).

إن التوزيعات غير النقدية عادةً ما تكون في صورة أوراق مالية لشركات أخرى تقتنيها الشركة القائمة بالتوزيع كأحد أشكال الاستثمار وتتمثل التوزيعات غير النقدية في تحويلات لأصول غير نقدية بين الشركة وملاكها (البراجنة، 2009، ص22).

4- توزيعات الأسهم:-

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المساهم عدداً من الأسهم بدلاً من إعطائه نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم الشركة، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المساهمين الراغبين في شراء أسهمها، مع العلم أن التوزيعات في صورة أسهم لا تؤثر على القوة الإيرادية للشركة، غير أن هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، والنتيجة هي انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية (هندي، 1998، ص381-382).

ومما لا شك فيه أن هذا الإجراء يتطلب أن تمتلك الشركة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، لكن بعض القوانين تحول دون زيادة قيمة الاحتياطات عن سقف معين (رأس المال المدفوع مثلاً)، حينئذٍ يمكن لهذه الشركات أن تزيد من رأسمالها من خلال تحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال ومن ثم القيام باحتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، وهذا يتطلب قيام الشركة عند زيادة رأس المال المدفوع بتوزيع أسهم على حملة الأسهم بنسبة تتوافق مع حجم الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تم تمويلها إلى حساب رأس المال (النعيمي وآخرون، 2009، ص462).

ويجدر الإشارة هنا إلى أنه في حال توزيع الأسهم، فإن القيمة الكلية لحقوق الملكية لم تتغير، أي أن نسبة ما يملكه كل مستثمر من أسهم الشركة لم يتغير، حيث إن عملية توزيع الأسهم لا تخرج عن كونها تحويل جزء من حساب الأرباح المحتجزة إلى رصيد الأسهم العادية.

ومن الملاحظ أن سياسة التوزيعات في صورة أسهم تدعم نظرية مدكلياني وميلر، التي تشير إلى إمكانية المساهم تصميم وتنفيذ سياسة التوزيعات التي تناسبه دون أن يهتم بسياسة التوزيعات التي تتبعها الشركة، فالأسهم الجديدة التي يحصل عليها المساهم كتوزيعات تسهم في

إزالة الحاجز النفسي الذي يمنعه من بيع جزء من استثماراته الأصلية، فالأسهم الجديدة ليست استثماراً أصلياً ومن ثم يمكن التصرف فيها بالبيع (هندي، 1998، ص384).

وتفضل عدد من الشركات توزيع الأرباح في صورة أسهم لعدة أسباب كما ذكرها (النعيمي وآخرون، 2009، ص462-463):

1- عند قيام الشركة بتحويل الاحتياطيات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، فإن هذه العملية توفر لها الإمكانية لاحتجاز أرباح مستقبلية على شكل احتياطيات، وهذه العملية تزيد من فرص الشركة في التوسع والنمو مستقبلاً.

2- عند انخفاض سعر السهم في السوق، فهذا لا يعني انخفاض ثروة المساهم بل على العكس، فالمساهم حصل على أسهم إضافية بحيث بقيت قيمة ثروته ثابتة، ثم إن قيمة السهم المتدنية تشجع صغار المساهمين على شراء سهم الشركة مما يزيد الطلب عليها، وبالتالي احتمال ارتفاع سعرها مستقبلاً.

3- تعطي عملية توزيع الأسهم محتوى معلوماتي (إشارة) حول توقعات الشركة المستقبلية حيث إنها تعطي انطباعاً بأن الشركة ترغب في التوسع، وزيادة حجم أعمالها مما يدل على نجاح أعمالها.

4-1-2- أنواع سياسات توزيع الأرباح

مهما تكن سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، فإنها يجب أن تركز على هدفين أساسيين هما الحفاظ على توسع الشركة من أقل مصادر التمويل وتكلفة وتعظيم ثروة حملة الأسهم، وهناك العديد من السياسات التي تتبعها الشركات في توزيع الأرباح وتختلف تلك السياسات من شركة إلى أخرى، ويختلف تفضيل المساهمين لتلك السياسات من مستثمر لآخر وهذه السياسات هي:

1-4-1-2- سياسة توزيع مبلغ ثابت (سياسة التوزيع المستقرة)

تقتضي هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع التوزيعات على شكل مبلغ نقدي ثابت عن كل سهم على مدى السنوات (حنفي وقرياقص، 2002، ص365).

وتقوم هذه السياسة على أساس توزيع أرباح على المساهمين بشكل ثابت لا يتغير، ومن المزايا التي تدعو الشركة إلى اللجوء لمثل هذه السياسة كما ذكرها (الظاهر، 2011، ص124):

1- رغبة مساهمي الشركة في الحصول على مبلغ ثابت من الأرباح سنوياً.

- 2- سمعة الشركة الجيد لدى البنوك وقدرتها في الحصول على القروض، وعدم استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل.
- 3- روتين مستخدم لدى الشركة.

وتكمن المشكلة التي تواجه هذه السياسة أنه عند تحقيق الشركة مستويات أرباح متدنية في فترة من الفترات، وعند التزامها بنسبة ثابتة من التوزيعات، لا تستطيع دفع هذا المبلغ من التوزيعات، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر (من وجهة نظر عدد من المساهمين) مؤشراً للحالة المستقبلية للشركة، فإن سعر سهم الشركة سوف يتأثر سلباً ويتعرض للانخفاض في السوق (العلي، 2010، ص376).

2-4-1-2- توزيع نسبة ثابتة من الأرباح المتحققة

تلجأ بعض الشركات إلى استخدام سياسة توزيع على شكل نسبة ثابتة من الأرباح الصافية مع مرور الزمن، وفي هذه الحالة تتخلص من عبء توزيع مبلغ ثابت من الأرباح خاصة في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح الصافية (الظاهر، 2011، ص124).

ويرى الباحث أن تلك السياسة تؤدي إلى عدم استقرار مبلغ التوزيعات من سنة لأخرى، فتتغير التوزيعات حسب التغير في الأرباح، فإذا انخفضت الأرباح في سنة من السنوات فإن حصة السهم من التوزيعات سوف تنخفض، و في حال خسارة الشركة تتوقف عن التوزيعات، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر مؤشراً لحالة الشركة مستقبلاً من وجهة نظر المساهمين فإن سعر سهم الشركة سوف يتأثر سلباً ويتعرض للانخفاض في السوق المالي.

3-4-1-2- سياسة التوزيع المنتظم مضافاً إليه زيادات حسب ظروف الشركة

وتعتبر هذه السياسة بديلاً وسطياً فالتوزيع المنتظم دورياً يحدد بمستوى منخفض ومستمر سنوياً وتترك إمكانية دفع زيادات حسب وضع الشركة كل سنة، ومن مزاياها المرونة المتاحة للشركة ودرجة التأكد التي توفرها للمستثمرين فيما يتعلق بحد أدنى من توزيعات الأرباح السنوية (شراب، 2006، ص70).

ويعلق (Brigham and Ehrhardt , 2013, p573) على سياسة التوزيع المنتظم مضافاً إليها زيادات أن بعض الشركات تدفع توزيعات منخفضة بشكل منتظم على أن تزيد هذه التوزيعات في حال حدوث نمو في وضع الشركة المالي ومن أمثلتها ما تقوم به الآن شركة مايكروسوفت ، ومن ناحية أخرى فإن تلك السياسة تجعل حملة الأسهم يرتكزون على استلام مبلغ

مؤكد تحت كل الظروف، وعند تحسن وضع الشركة وأرباحها وتدفقاتها النقدية، فالشركة تقوم بزيادة التوزيعات النقدية أو إعادة شراء الأسهم، والمساهمون يدركون أنهم لا يحصلون على هذه الزيادة على مدار السنوات وأن الارتفاع في الأرباح غير دائم، وفي نفس الوقت لا تعكس إشارة سالبة.

ويجب الإشارة هنا إلى أن السبب وراء عدم تحديد نسبة مرتفعة من التوزيعات هو خشية الإدارة من عدم مقدرتها في سنة من السنوات على دفع هذه النسبة فتعكس إشارة سالبة للمستثمرين حول وضع الشركة.

4-4-1-2- سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير

ويتم إتباع هذه السياسة عندما يكون الاقتراض صعباً أو تكاليف الاقتراض عالية، وعندما يفضل المساهمون الأرباح الرأسمالية عن التوزيعات النقدية، وعندما تكون الشركة حديثة النشأة ونموها سريع (Nuredin, 2012, p11).

4-4-1-5- سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات

يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون ومن ثم يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات مما أدى ذلك إلى تحول الشركات من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد الشركة معدل نمو مستهدف للتوزيعات، وتتم زيادة التوزيعات بهذا المعدل سنوياً (البراجنة، 2009، ص27).

4-4-1-6- سياسة الفائض (الربح المتبقي)

وفقاً لهذه السياسة تعطي الشركة الأولوية للمشاريع الاستثمارية التي تحقق الأرباح، وتقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل مشاريع الشركة، وهذه السياسة والتي يطلق عليها نظرية الفائض residual theory مبنية على حقيقة أن المساهمين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المساهم نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، وهذا ممكن لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك عمولة الوسيط مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المساهم تحقيقه من استثمارات بديلة (Baker, 2009, p115).

أما عن تفضيلات المساهمين لسياسات توزيع الأرباح في فلسطين حسب نتائج دراسة (الظاهر، 2011) فهم يفضلون توزيعات منتظمة للأرباح مع زيادة التوزيعات حسب ظروف الشركة، أما سياسة التوزيع المفضلة لدى الشركات فهي عدم توزيع أرباح على المساهمين على المدى القصير.

5-1-2- خطوات توزيع الأرباح

إن قيمة الأرباح الموزعة في المؤسسات تتخذ من قبل مجلس الإدارة، وقد تدفع للمساهمين بعد أسابيع قليلة من انعقاد الجمعية العامة ويشتمل هذا الإجراء على عدة تواريخ وهي كما ذكرتها (رمضاني، 2012، ص58-59):

1- تاريخ الإعلان عن التوزيعات: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الإدارة بالتعريف بقيمة التوزيعات التي ستدفع، ويكون الإعلان للمساهمين والسوق ككل عن هذا القرار، ولهذا الإعلان تأثيره على سعر السهم في السوق سلباً أو إيجاباً بناءً على جودة هذه التوزيعات وتوقعات المساهمين.

2- تاريخ انعقاد الجمعية العامة: وهو التاريخ الذي يتم فيه انعقاد الجمعية العامة للشركة لموافقة المساهمين على التوزيعات المقترحة من قبل مجلس الإدارة، وعادةً ما يبدأ السوق بالتفاعل مع اقتراب موعد الجمعية ويلجأ المساهمون في بعض الأحيان لدفع سعر السهم إلى مستويات معينة تحقق أهدافهم الاستثمارية آخذين بالاعتبار السعر الذي سيكون عليه السهم بعد انعقاد الجمعية العامة.

3- اليوم التالي لانعقاد الجمعية العامة: وهو أول يوم يتم فيه تداول السهم في السوق بعد انعقاد الجمعية العامة للشركة ويتم إدراج السهم في سوق الأوراق المالية كسهم جديد، أي غير محمل بالأرباح، ليبدأ السهم دورته الجديدة ويبدأ بالتفاعل من جديد، ويبدأ مع عوامل العرض والطلب في السوق مدفوعاً بالأداء الفعلي للشركة خلال السنة الجديدة.

4- تاريخ دفع الأرباح: وهو التاريخ الذي يتم به بالفعل البدء بتوزيع الأرباح على المساهمين المسجلين في سجلات مساهمي الشركة بتاريخ انعقاد الجمعية العامة.

المبحث الثاني

نظريات توزيع الأرباح والقضايا المتعلقة بها

2-2- تمهيد

تعددت النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الشركة وبسعر السهم تحديداً، فمن تلك النظريات من قالت بعدم صلة التوزيعات بسعر السهم ومنها من أثبتت عكس ذلك، ولكل من تلك النظريات أدلتها الخاصة، فعند اتخاذ القرار بشأن مقدار النقد الذي يتم توزيعه على حملة الأسهم، يجب أن لا يغيب عن بال مجلس إدارة الشركة بأن هدف الشركة هو تعظيم ثروة حملة الأسهم، وعلى الشركة أن تتبنى السياسة التي تلائم مساهميها.

يتناول هذا المبحث: نظريات توزيع الأرباح والقضايا المتعلقة بها مثل تكلفة الوكالة ونظرية أثر العملاء وتجزئة الأسهم.

1-2-2- نظريات توزيع الأرباح

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على سياسة التوزيعات، ومن ضمن هذه العوامل تفضيلات حملة الأسهم للتوزيعات الحالية مقابل الاحتجاز (الأرباح الرأسمالية) وللوقوف على تفضيلات المساهمين هناك ثلاث نظريات.

1-1-2-2-1- نظرية لا علاقة للتوزيعات بقيمة الشركة وبسعر السهم:

ساهم في صياغة هذه النظرية كل من (Franco Modigliani and Metron Miller) ومفهوم هذه النظرية Dividend Irrelevance Theory أن المساهمين يعتقدون أن قيمة الشركة يتحدد فقط بالقوة الإيرادية لها ومخاطر الأعمال، بمعنى أن قيمة الشركة يعتمد فقط على الدخل الناتج من أصولها وليس من كيفية تقسيم الربح بين توزيعات وأرباح محتجزة، ووفقاً لهذه النظرية فإن المساهم ينشأ سياسة التوزيعات الخاصة به بنفسه، على سبيل المثال إذا لم توزع الشركة أرباح فإن المساهم الذي بحاجة إلى 5% توزيعات يبيع 5% من أسهمه، وعلى العكس من ذلك فإذا وزعت الشركة أكثر مما يريد المساهم يستطيع أن يشتري بهذه النقدية الموزعة أسهم إضافية من أسهم تلك الشركة، وفي تطوير هذه النظرية فإن كلاً من M&M وضعا عدة افتراضات منها غياب الضرائب وتكاليف الوساطة (Brigham and Ehrhardt , 2013, p565).

والواضح من خلال الواقع العملي يتضح أن هذه النظرية تستند إلى افتراضات غير منطقية ولا أساس لها في أرض الواقع، وقد كانت الافتراضات التي وضعت من قبل (M&M) لهذه النظرية كما ذكرها (Paramasivan and Subramanian, 2010, p101).

- 1- عدم وجود ضرائب على دخل الشركة أو ضرائب شخصية على الدخل الخاص بحملة الأسهم.
 - 2- عدم وجود نفقات على عمليات المتاجرة والتداول بالأسهم (مثل عمولات الوسطاء).
 - 3- عدم وجود أثر للرافعة المالية على تكلفة رأس المال.
 - 4- يمكن لكل من المدراء والمتعاملين بالأسهم الحصول على نفس المعلومات حول مستقبل الشركة.
 - 5- عدم وجود أي أثر لتجزئة الربح بين الاحتجاز وبين التوزيع في كلفة التمويل.
 - 6- أن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي للشركة مستقلة عن دفعات التوزيعات.
- يتضح مما سبق وفقاً لهذه النظرية، أن سياسة توزيع الأرباح ليست هي المؤثرة على ثروة المساهمين وإنما مدى كفاءة الإدارة في اختيار الاستثمارات المربحة والمثلى.

2-2-1-2- نظرية عصفور في اليد (تفضيل التوزيعات)

Dividend Preference (Bird-in-the-Hand) Theory

يعتقد كل من (Myron Gordon and John Lintner) أصحاب نظرية عصفور في اليد أن مخاطر السهم تتخفض مع زيادة التوزيعات وأن عائد التوزيعات مؤكد بينما العائد على شكل عائد رأسمالي للسهم به مخاطر، بمعنى آخر (عصفور في اليد ذو قيمة أعلى من اثنين على الشجرة)، وبما أن المساهمين يفضلون التوزيعات فهم يقبلون بعائد أقل على حقوق الملكية، وتكلفة الوكالة تقود إلى نفس النتيجة، وذلك لأن التوزيعات العالية ستزيد الحاجة من التمويل الخارجي أكثر من الشركات ذات التوزيعات القليلة وبالتالي يكون لدى المدراء نقدية أقل ولا ينشغلون بممارسات مهددة للنقدية، وبالتالي فإن التوزيعات العالية تقلل من تكلفة الوكالة، وبالتالي مخاطر أقل، ويطلبون معدل عائد على حقوق الملكية أقل (Brigham and Ehrhardt, 2013, p565-566).

يتضح مما سبق ووفقاً لهذه النظرية أنه بإمكان المساهم الحصول على النقدية من خلال بيع جزء من أسهمه إلا أنه لا يفضل ذلك، ويفضل التوزيعات النقدية، وذلك لأنه في حال بيع الأسهم يتحمل المساهم تكاليف عمولة لا يتحملها في حال التوزيعات النقدية، لكنه سيتكبد الضريبة على التوزيعات في حال وجود ضريبة على التوزيعات، من هنا جاءت نظرية التفضيل الضريبي.

3-1-2-2- نظرية التفضيل الضريبي Tax Effect Theory

تأخذ هذه النظرية الضريبية كأساس للمفاضلة في حصول المساهم على الدخل الناتج من عملية امتلاك الأسهم، ومن المتعارف عليه أن الدخل المتعلق بأصحاب الأسهم يأتي من مصدرين وهما عائد التوزيعات والعائد الرأسمالي نتيجة بيع السهم وهو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، علي أساس أنهم مطالبون بدفع ضرائب على مقدار ما يحصلون عليه من دخل، ومفهوم هذه النظرية أنه إذا كانت الضرائب التي يدفعها المساهم على عائد التوزيعات أعلى من الضرائب التي يدفعها على العائد الرأسمالي فإن المساهم في هذه الحالة يفضل توزيعات أقل وإعادة استثمار الجزء الأكبر من الأرباح، وأما إذا كانت الضرائب التي يدفعها على العائد الرأسمالي أكبر من الضرائب التي يدفعها على عائد التوزيعات، في هذه الحالة يفضل الحصول على توزيعات أكثر للأرباح (خليل، 2011، ص 22-23).

أما عن مساهمي قطاع غزة في شركات بورصة فلسطين فهم يفضلون التوزيعات النقدية عن الأرباح الرأسمالية، أي أنهم من أصحاب نظرية عصفور في اليد bird-in-hand حسب الدراسة التي أعدها (النمروطي، 2012)، وتوصل إلى أن نصيب السهم من توزيعات أرباح الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية يؤثر على القرار الاستثماري للمستثمرين.

وفي رأي الباحث أن سبب تفضيل مساهمي قطاع غزة للتوزيعات النقدية عن العائد الرأسمالي لعدم وجود ضرائب تفرض على التوزيعات النقدية، وعدم وجود ضرائب على عملية بيع الأسهم، إلا أنه في حال بيع أو شراء الأسهم يتكبد المساهم العمولة المقدرة ب 0.0072 من قيمة الصفقة.

ولتوضيح تفاصيل عمولة التداول على عملية شراء وبيع الأسهم المطبقة في بورصة فلسطين 0.0005 لصالح هيئة سوق رأس المال الفلسطينية + 0.002 لصالح بورصة فلسطين + 0.00470 لصالح شركة الأوراق المالية (www.pex.ps.1/3/2014).

3-2-2-2- علاقة التوزيعات بسعر السهم

تباينت النظريات حول علاقة التوزيعات بسعر السهم فمنها من أثبتت أن هناك علاقة للتوزيعات النقدية بسعر السهم، ومنها من أثبتت بعدم وجود علاقة للتوزيعات بسعر السهم، ولكل نظرية أدلة وبراهين كما ذكرها (النعيمي والتميمي، 2009، ص 474-476).

أولاً: - أدلة المؤيدين بصلّة التوزيعات بسعر السهم

إن البرهان والدليل الرئيسي الذي يعزز وجهة النظر التي نقول بوجود صلة وثيقة لسياسة التوزيعات بقيمة الشركة هو الذي ساهم به كل من جوردان ولنتر (Gordan&Lintiner) حيث أثبتوا بأن هناك علاقة مباشرة ما بين سياسة التوزيعات وبين القيمة السوقية للسهم العادي، والأساس الذي يقوم عليه الافتراض المذكور هو الدليل الذي يطلق عليه العبارة المشهورة ((عصفور باليد)) (bird-in-hand) الذي يشير إلى أن المساهمين ينظرون إلى دفعات التوزيعات الحالية على أنها أقل خطورة من دفعات التوزيعات أو المكاسب الرأسمالية المستقبلية، وقد أشار مؤيدو هذا الافتراض إلى أن دفعات التوزيعات الحالية تقلل من عدم التأكد لدى المساهم، الأمر الذي يدفعه إلى خصم أرباح الشركة بمعدل خصم منخفض نسبياً مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، مما يجعله يضع أسعار عالية على أسهم الشركة وبالمقابل، فإن انخفاض التوزيعات أو عدم دفعها سيزيد من حالة عدم التأكد لدى المساهم، الأمر الذي يدفعه إلى طلب معدل عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة.

ثانياً: - أدلة المؤيدين بعدم صلة التوزيعات بسعر السهم

إن (M&M) ومؤيديهم قد برهنوا على عدم وجود صلة تذكر للتوزيعات على قيمة الشركة، في حال ثبات العوامل الأخرى، أي العائد المطلوب من قبل المساهم، وبالتالي فإن قيمة الشركة لا تتأثر بسياسة التوزيعات لثلاثة أسباب هي:

- 1- أن قيمة الشركة تتحدد فقط عن طريق القوة الإيرادية ودرجة المخاطرة الكامنة في استثماراتها (أصولها).
- 2- إذا كان هناك أثر للتوزيعات، فإن ذلك يكون بسبب المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، الذي يمثل إشارات من الإدارة عن توقعاتها بشأن الأرباح المستقبلية.
- 3- وجود نظرية أثر العملاء التي تؤدي بحملة الأسهم لاستلام التوزيعات التي يتوقعونها.

مما سبق يستنتج أن الطروحات التي خرج بها (M&M) بعدم صلة سياسة التوزيعات بقيمة الشركة وبسعر سهمها، تنسجم مع طروحات نظرية الفائض (residual theory)، التي ركزت اهتمامها على البحث عن أفضل الأساليب لاتخاذ قرارات استثمارية تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم، ووفقاً لآراء مؤيدي هذه النظرية فإن الشركة ليست بحاجة إلى صياغة سياسة التوزيعات.

أما عن علاقة التوزيعات النقدية بسعر السهم في بورصة فلسطين فتؤثر التوزيعات النقدية على سعر السهم في السوق وذلك حسب الدراسة التي أعدها (البراجنة، 2009) حيث توصل إلى وجود علاقة بين كلٍ من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

ويتفق الباحث مع الرأي القائل بوجود علاقة بين التوزيعات النقدية وسعر السهم، بالإضافة إلى رأي المؤيدين فإن المساهم الذي لا يرغب بالتوزيعات يمكنه شراء أسهم إضافية، ولكن المساهم الذي يريد التوزيعات في حال عدم التوزيع سيضطر إلى بيع الأسهم واختيار شركة تقوم بالتوزيع مما يؤثر على سعر السهم بالسلب.

3-2-2- توزيع الأرباح ونظرية أثر العملاء clientele effect

نتيجة لوجود تفضيلات متباينة بين المساهمين فيما يتعلق بالأرباح الرأسمالية والدخل في شكل توزيعات، فإن الشركات التي تدفع توزيعات عالية، تجذب تلك الفئة من المساهمين التي تفضل الدخل الحالي لمواجهة الاستهلاك الحاضر، بينما المساهمون الذين يفضلون إعادة استثمار مواردهم المالية فإنهم يفضلون الشركات التي تدفع توزيعات منخفضة، تسمى عملية جذب المساهمين للشركات التي لها سياسات للتوزيعات تتماشى مع تفضيلات هذه الفئة من المساهمين فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك بتأثير العملاء clientele effect (حنفي وقرىقاص، 2002، ص229).

أما (Brigham and Ehrhardt, 2013, p567) فوضح نظرية أثر العملاء بأن هناك مجموعات مختلفة من حملة الأسهم يفضلون سياسات مختلفة لتوزيع الأرباح فعلى سبيل المثال، الأشخاص المتقاعدين، وصناديق التقاعد، وصناديق الجامعات عادةً يفضلون التوزيعات النقدية، لذا يرغبون بالاستثمار في الشركات التي توزع نسب أعلى من أرباحها، وهؤلاء المساهمون عادةً هم من أصحاب الضريبة المنخفضة على التوزيعات أو حتى بدون ضريبة، من ناحية أخرى هناك مستثمرين يفضلون إعادة استثمار الأرباح، لأنهم ليس لديهم حاجة للدخل الحالي وهم ببساطة يعيدون استثمار التوزيعات المستلمة بعد دفع الضرائب عن تلك التوزيعات، وفي حال احتجاز الشركة للأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من دفع التوزيعات، ربما يزيد سعر الأسهم ولكن المساهمين الذين هم بحاجة إلى توزيعات نقدية سيضطرون إلى بيع جزء من أسهمهم للحصول على نقدية.

ونظراً لتغيير بعض الشركات لسياساتها في توزيع الأرباح فإن المستثمر الذي لا يرغب بالسياسة الجديدة يبيع أسهمه لمستثمر آخر يرغب في هذه السياسة، وتعتبر عملية تغيير سياسة توزيعات الأرباح عملية ليست ذات كفاءة للأسباب التالية (حنفي، 2002، ص230):

- وجود عمولات الوسطاء على عملية بيع وشراء الأسهم.
- من الممكن دفع ضرائب رأسمالية على البيع.
- من المحتمل نقص المساهمين الذين يرغبون في السياسة الجديدة للشركة ويؤدي ذلك إلى إجبار المساهمين الحاليين على بيع أسهم تلك الشركة مما يسبب انخفاض في سعر السهم.

4-2-2- توزيع الأرباح ونظرية تكلفة الوكالة

مع زيادة حجم المشروعات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن الإدارة، من ثم ظهر ما يسمى بطبقة المدراء المحترفين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة، فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه الملاك بتفويض (توكيل) شخص أو أكثر بالقيام بإدارة الشركة نيابة عنهم، ويعد أهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل (المدير) بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك، وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته، فإذا ما شعر الملاك أن الإدارة لا تعمل على تعظيم مصالحهم (قيمة الشركة كأموال مستثمرة) فإنهم في هذه الحالة سيلجؤون إلى (خليل، 2011، ص24-25):

1- وضع نظام لتحفيز المدير حتى يتجه لتعظيم مصلحة الملاك.

2- وضع نظام رقابي يضمن سلامة تصرفات المدير بما لا يضر بمصالح الملاك

وفي كلتا الحالتين فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لما يطلق عليه تكلفة الوكالة، ولهذه التكلفة أثرها على قيمة الشركة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل وبين تصرفاته عندما يبيع جزءاً من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقاً لهذا المفهوم الفرق بين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الأمثل، وبين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الجديد (Nuredin, 2012, p13).

وفقاً لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين (خليل، 2011، ص24-25):

الأول: أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في حدها الأدنى.

الثاني: أن الملاك لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.

وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشراً على أن إدارة الشركة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المجدية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة التوزيعات، وفي المقابل الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تعني في الوقت نفسه حاجة الشركة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية.

مما سبق يتضح أن تأثير تكلفة الوكالة على سياسة توزيع الأرباح، يأتي من خلال تبني الإدارة سياسة توزيع للأرباح التي من شأنها تخفيض هذه التكلفة، وفقاً لوضع السيولة ومصادر التمويل والمشاريع الاستثمارية المربحة المتاحة لها.

5-2-2- سياسة توزيع الأرباح وإعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)

عندما تقوم الشركة بشراء أسهمها من المساهمين فإن هذه الأسهم تسمى (أسهم الخزينة أو الخزينة) ومن الأسباب التي تدعو الشركة إلى شراء أسهمها (زواويد، 2012، ص17):

1- زيادة عائد السهم المحاسبي والعائد على إجمالي حقوق المساهمين، فعن طريق تخفيض عدد الأسهم المتداولة وتخفيض حقوق المساهمين، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع المؤشرات الخاصة بربحية السهم والعائد على حقوق المساهمين.

2- توفير أسهم لتوزيعها كمكافأة للعاملين أو أعضاء مجلس إدارة الشركة، فقد تفضل الشركة منح مكافأة لإدارة الشركة في صورة أسهم حتى يتحقق التوافق بين مصالح المساهمين ومصالح الإدارة، وقد تلجأ الشركة لشراء أسهمها لهذا الغرض عندما لا يتوفر للشركة الفرصة لإصدار أسهم جديدة.

ومما لا شك فيه أنه يجب ألا تعامل أسهم الخزينة كأصول، وذلك لأنها تؤدي إلى تخفيض الأصول وحقوق المساهمين في نفس الوقت، وأسهم الخزينة لا يرتبط بها حق انتخاب ولا تحصل على توزيعات، وبالتالي فإن أسهم الخزينة ليست إلا رأس مال غير مستخدم في العمليات.

هذا وقد تحتفظ الشركة بالأسهم المعاد شراؤها لمدة معينة يسمح بها القانون، ثم بعد ذلك يكون التصرف بأسهم الخزينة بطريقتين ولكل طريقة هدف مختلف عن الآخر كما بينها (الدهراوي وهلال، 2012، ص226-228)

1- بيع أسهم الخزينة

وعند بيع أسهم الخزينة، فإن النتيجة تكون زيادة إجمالي الأصول وكذلك زيادة حقوق المساهمين.

2- إلغاء أسهم الخزينة

وقد تقرر الشركة إلغاء أسهم الخزينة مما يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المصدرة، وعند إلغاء أسهم الخزينة، فإن الأمر يستدعي تخفيض رأس مال الأسهم وعلاوة إصدارها بما يخص الأسهم الملغاة.

وفي الواقع يوجد هدفين من إعادة شراء الأسهم (البراجنة، 2009، ص71):

- 1- عندما يتاح للشركة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، حيث تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء الأسهم بدلاً من دفع توزيعات نقدية، وفي هذه الحالة تعتبر أرباحاً موزعة.
- 2- النوع الثاني يرتبط بهيكل رأس مال الشركة، فقد ترى إدارة الشركة أن نسبة حق الملكية مرتفعة في هيكل رأس المال، وهو ما يدفعها إلى إصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم .

مما سبق ذكره يتضح أن عملية إلغاء أسهم الخزينة هي عملية تعديل لهيكل التمويل الخاص بالشركة، وعليه فمن الضروري قبل قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها أن توضح الهدف من هذه العملية، هو إعادة بيعها مرة أخرى أو تعديل هيكل التمويل الخاص بها.

ومن أهم مزايا إعادة شراء الأسهم كما ذكرها (Brigham and Ehrhardt, 2013, p582-583):

- 1- إعلان إعادة شراء الأسهم كإشارة إيجابية للمساهمين لأن إعادة شراء الأسهم يستخدم من قبل الشركة عادةً عندما تكون الأسهم مسعرة في السوق بأقل من قيمتها الحقيقية.
- 2- المساهمون لديهم الخيار عند توزيع الشركة نقدية عن طريق إعادة شراء الأسهم في بيع أسهمهم من عدم بيعها، فالمساهمون الذين بحاجة إلى نقدية يبيعون الأسهم للشركة والمساهمون الذين لا يحتاجون النقدية يحتفظون بأسهمهم.
- 3- يمكن للشركة استخدام نموذج الأرباح المتبقية مع تقسيم التوزيعات إلى عنصرين، عنصر التوزيعات النقدية وعنصر إعادة شراء الأسهم، وتكون نسبة التوزيعات النقدية منخفضة ولكنها آمنة نسبياً، وسوف تنمو التوزيعات نتيجة انخفاض عدد الأسهم من عملية إعادة الشراء، وبالتالي يكون لدى الشركة مرونة في تعديل التوزيعات أكثر مما لو كانت توزع الباقي بشكل نقدي فقط.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره تقوم الشركة أحياناً بإعادة شراء أسهمها بهدف الحد من السيطرة على أسهم الشركة من قبل مجموعة محددة من المساهمين (Baker, 2009, p261).

إلى جانب هذا يضيف (Frankfurter and Wood, 2003, p209) من ضمن محفزات الشركة لعملية إعادة شراء الأسهم:

1- أنه بعملية إعادة شراء الأسهم يقل عدد الأسهم المتداولة وبالتالي حسب قانون العرض والطلب يرتفع سعر الأسهم.

2- المساهم الذي يريد أن يبيع أسهمه للشركة يتجنب عمولة السمسرة.

3- في بعض الأحيان يكون لدى الشركة أرباح مرتفعة وفائض من النقدية فلا ترغب بزيادة التوزيعات بنسبة تخشى معها ألا تستطيع الحفاظ عليها مستقبلاً فتقوم بعملية إعادة شراء الأسهم.

4- أنها تخفض من التدفقات النقدية الموجودة لدى الشركة وبالتالي تخفيض تكلفة الوكالة.

وعلى الرغم من وجود إيجابيات لعمليات إعادة شراء الأسهم إلا أن لهذه العملية بعض السلبيات كما ذكرها (Brigham and Ehrhardt, 2013, p582-583):

عيوب عملية إعادة شراء الأسهم:

- 1- أن المساهم يعتقد أن التوزيعات النقدية تكون أكثر قيمة لسعر السهم من إعادة الشراء.
- 2- المساهمون الذين يبيعون الأسهم قد لا يكونوا على علم تام بجميع الآثار المترتبة على عملية بيع الأسهم، أو لا تكون لديهم المعلومات عن حاضر ومستقبل الشركة، ومن أجل تجنب هذا الوضع تقوم الشركة بإعلان برنامجها لإعادة شراء الأسهم قبل القيام بعملية الشراء.
- 3- من الممكن أن تدفع الشركة مبالغ أكثر لإعادة شراء الأسهم، ففي حال طلب كمية كبيرة من الأسهم من قبل الشركة فإن سعر السهم يرتفع ثم ينخفض بعد عملية الشراء.

يتضح مما سبق، وللوهلة الأولى أن شراء الشركة بعضاً من أسهمها يبدو من الناحية المنطقية المجردة أمراً غريباً، لأن من شأن عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها أن تجعل الشركة شريكة في ذاتها، أي أنها تكون هي والمساهمين شركاء، لذلك ومن الجهة القانونية فبعض قوانين الدول تمنع شراء الشركة لأسهمها، والبعض الآخر يجيز ذلك لأغراض معينة، ووفقاً لشروط محددة، إلا أنه لوحظ في الآونة الأخيرة وجود توجه عام للعديد من قوانين الشركات بالسماح للشركات بإعادة شراء أسهمها.

1-5-2-2- الإطّار القانوني لأسهم الخزينة في فلسطين

تنبهت هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وسوق فلسطين للأوراق المالية إلى أهمية أسهم الخزينة، وكان ذلك منذ بدايات تأسيس الهيئة، وتحديدًا في العام 2006 الذي شهد انخفاضاً حاداً في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين، وعليه قامت الهيئة والسوق بتهيئة الإطّار القانوني اللازم لتمكين الشركات من إعادة شراء أسهمها، وتجلّى ذلك بإصدار الرئيس محمود عباس بتاريخ 5/2/2006 قراراً بقانون رقم 3 لسنة 2006، الذي يفيد بتعديل قانون الشركات رقم 12 لسنة 1964 بإضافة المادة التالية "يجوز للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الأوراق المالية شراء الأسهم الصادرة عنها وفقاً للتعليمات التي تقرها هيئة سوق رأس المال" وبلغى ما يتعارض معها من أحكام، وأشار بعرض هذا القرار على المجلس التشريعي، وأصدرت هيئة سوق رأس المال الفلسطينية تعميم رقم 1 بتاريخ 17/4/2006 السماح للشركات بشراء أسهمها ويحد أقصاه 5%، وأشار التعميم إلى أن الأسهم المشتراة هي ليست أسهم خزينة وأنها قابلة للتداول تنتهي بتاريخ 31/12/2006. وحين عرض قرار الرئيس على المجلس التشريعي، رفض القرار من قبل المجلس وتم إلغاؤه ومنعت الشركات من إعادة شراء أسهمها، وطلب من الشركات التي قامت بإعادة شراء أسهمها التخلص من هذه الأسهم في موعد أقصاه نهاية العام 2006، إلى أن صدر قانون الشركات الفلسطيني سنة 2008 وأجاز للشركة شراء أسهمها (هيئة سوق رأس المال، 2008، ص 3-18).

ووفقاً لقانون الشركات الفلسطيني سنة 2008 فقد نصت بعض المواد على تنظيم عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها ورد أهمها كما في المادة 113 ما يلي:

1- يجوز للشركة المساهمة العامة المدرجة أسهمها للتداول في السوق المالي أن تقوم بشراء أسهمها لحسابها الخاص بقرار من مجلس الإدارة وبموافقة أغلبية الهيئة العامة العادية الذين يملكون حق التصويت على عملية إعادة شراء هذه الأسهم وتسمى هذه الأسهم بأسهم الخزينة، على ألا يتجاوز عدد الأسهم المشتراة من قبل الشركة ما مجموعه 10% من رأسمالها وبما لا يزيد عن الاحتياطي الاختياري.

2- تخضع الشركات المساهمة العامة إلى الأنظمة والتعليمات التي تصدر عن هيئة سوق رأس المال في كل ما يتصل بأسهم الخزينة بما في ذلك الأنظمة والتعليمات الخاصة بالإفصاح .

3- لا يجوز للشركة بيع هذه الأسهم قبل ستة أشهر من شرائها، كما لا يجوز للشركة أن تحتفظ بهذه الأسهم لمدة تزيد عن ثماني عشر شهراً أو بنهاية المدة التي تحددها الأنظمة الصادرة عن هيئة سوق رأس المال.

6-2-2- توزيع الأرباح وتجزئة السهم

ترغب الشركة عادةً بأن يكون هناك تداول نشط على أسهمها في بورصة الأوراق المالية، إن تداول السهم في البورصة يصبح بطيئاً إذا ارتفع سعره كثيراً، لذلك تلجأ الشركة إلى تجزئة السهم بهدف تخفيض سعره إلى مستويات مناسبة للتداول النشط (أبو شمالة والدهدار، 2007، ص213-214).

فإذا كان المساهم يملك 10 أسهم وقامت الشركة بتجزئة السهم الواحد إلى ثلاثة أسهم أي بنسبة 1:3 يعني أن هذا المساهم سيكون لديه 30 سهماً من أسهم الشركة، ومن الناحية المحاسبية، فإن تجزئة الأسهم لا تحتاج إلى قيود دفترية ولكن يتطلب الأمر إعداد مذكرة داخلية لتحديد القيمة الإسمية الجديدة للسهم ومقدار الزيادة في عدد الأسهم (الدهراوي وهلال، 2012، ص234).

بالإضافة إلى ميزة تنشيط التداول على السهم فإن لعملية تجزئة السهم عدة منافع أخرى كما ذكرها (أبو شمالة والدهدار، 2007، ص213-214):

مزايا عملية تجزئة السهم

أولاً: إن تخفيض الشركة لسعر السهم إلى مستوى يؤمن التداول قد يزيد الإقبال على شراء السهم مما يدعم سعره في السوق.

ثانياً: قد يفسر المستخدمون عملية تجزئة السهم من قبل الشركة على أنها مؤشر يعكس توقعات الإدارة بأن الأرباح ستستمر في النمو مستقبلاً ويكون التحسن في سعر السهم في السوق نتيجة لتوقعات متفائلة لنمو الأرباح المستقبلية .

ثالثاً: قد تزيد الشركة الأرباح الموزعة النقدية للسهم قليلاً بعد تجزئته.

الخاتمة

تتعدد سياسات توزيع الأرباح في الشركات الفلسطينية، كما ويختلف تفضيلات المساهمين لتلك السياسات، وتتأثر عملية التوزيعات بكثير من القضايا مثل تكلفة الوكالة، وإعادة شراء الشركة لأسهمها، ونظرية أثر العملاء، حيث إن الشركة تكون حريصة على الموازنة بين التوزيعات النقدية والمزيد من الاستثمار والتوسع، لذا فإن التخطيط لسياسة توزيع الأرباح يتطلب تحليلاً علمياً دقيقاً.

الفصل الثالث

محددات سياسة توزيع الأرباح وتطور بورصة فلسطين وقطاع

الخدمات

المبحث الأول: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

المبحث الثاني: بورصة فلسطين وقطاع الخدمات

- تمهيد.
- نشأة بورصة فلسطين.
- تطور بورصة فلسطين.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.
- قطاع الخدمات في فلسطين.
- قطاع الخدمات في بورصة فلسطين.

مقدمة

يعتبر اتخاذ قرار سياسة توزيع الأرباح، مثله مثل أي قرار يتأثر بالبيئة المحيطة والوضع الداخلي للشركة، وإن الميل إلى توزيعات نقدية لا يتأثر فقط بالعوامل الداخلية مثل الفرص الاستثمارية والربحية والسيولة ولكن يتأثر بالعديد من العوامل.

حيث إن الشركة التي تحقق ربحية وتمتاز بتدفقات نقدية مستقرة ولديها فرص نمو محدودة تعتبر من الشركات التي تعتمد إلى دفع توزيعات أرباح إما عن طريق دفع توزيعات نقدية أو إعادة شراء أسهمها، والشركات التي لديها فرص استثمارية تعتمد إلى احتجاز الأرباح وعدم توزيعها لاستخدامها في تمويل مشاريعها الاستثمارية (Brigham and Ehrhardt, 2013, p559).

وعلى ذلك يصبح من الضروري دراسة إلى أي مدى تقوم الشركة بتوزيع الأرباح بدلاً من احتجازها، وهو ما يمكن التوصل إليه بتحليل العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، كما أن الشركات التي تحتجز الأرباح لإعادة استثمارها يجب أن لا يغيب عنها أن للأرباح المحتجزة تكاليف تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة التي تعكس معدل العائد المتاح للملاك كمساهمين (الهوري، 1987، ص284).

والعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجات متفاوتة في الشركات المختلفة تبعاً لظروفها، ويظهر أثر تلك العوامل في اختلاف أنماط توزيع الأرباح بين الشركات في القطاع الواحد وبين القطاعات الأخرى، كما وتعتبر هذه العوامل من الأمور التي ينبغي على مجلس الإدارة والمدير المالي الإلمام بها جيداً قبل اتخاذ قرار توزيع الأرباح أو قبل إنشاء سياسة التوزيعات الخاصة بالشركة لما لها من أهمية بالغة في التأثير على سياسة التوزيعات.

يتناول هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني: التعرف على بورصة فلسطين وهيئة سوق رأس المال وقطاع الخدمات في فلسطين.

المبحث الأول

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

1-3-تمهيد

تتعدد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، فمنها العوامل المالية التي تستطيع الشركة التحكم بها، ومنها العوامل غير المالية، ويسمى البعض العوامل المالية بالعوامل الداخلية والعوامل غير المالية بالعوامل الخارجية. يتناول هذا المبحث: العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

1-1-3- القواعد القانونية :

تتأثر قدرة الشركة على توزيع الأرباح إلى حد كبير بالقواعد والقيود القانونية، التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح، وتختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد لآخر ومن زمن لآخر، فكثير من القوانين تنص على ضرورة عدم توزيع أرباح ناتجة عن بيع أصول، ويهدف هذا القانون إلى حماية المساهمين، لأن توزيع أرباح بهذا الشكل ليس معناه مجرد توزيع أرباح، ولكنه توزيع للأموال المستثمرة في الشركة، كما تنص بعض القوانين الأخرى على عدم جواز توزيع أرباح في حالات العسر المالي للشركة وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى والأقصى للأرباح الموزعة وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتها (الهوري، 1987، ص285).

وتهدف القواعد القانونية والتي تتأثر بها سياسة التوزيعات إلى حماية دائني ومساهمي الشركة، وحملة الأسهم الممتازة، ومن المتعارف عليه أن الشركة لا يمكنها استعمال رأسمالها المدفوع لدفع أرباح على المساهمين وذلك للمحافظة عليه، وهذا يعني أن الأرباح الموزعة يمكن أن تدفع من الأرباح الجارية أو المحتجزة للشركة، كذلك لا يسمح للشركة بأن توزع أرباحاً على المساهمين إذا كانت فاقدة لملاءتها المالية ومشرفة على الإفلاس (مطلوبات الشركة تفوق موجوداتها)، إن دفع أرباح موزعة بهذا الشكل يؤدي إلى تدخل المقرضين للمطالبة بحقهم في موجودات الشركة، وتلزم قوانين الشركات المساهمة الشركة بالاحتفاظ باحتياطي إلزامي بنسبة محددة من الأرباح الصافية، إن هذه الأنظمة والقوانين تحد من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير حجم الأرباح الموزعة التي ستدفعها إلى المساهمين (الميداني، 2004، ص691).

بناءً على ما سبق يرى الباحث ضرورة أن يكون مجلس الإدارة على علم تام بقانون الشركات وخاصة فيما يتعلق بالتوزيعات قبل إقرار سياسة التوزيعات ومبلغ الأرباح الموزعة حتى لا يعرض الشركة إلى مخالفات قانونية تضر بمستقبل وسمعة الشركة.

1-1-1-3- الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

تتبع أهمية الأرباح المحتجزة كونها مصدر تمويل داخلي للشركة، إلا أن بعض الشركات تقوم باحتجاز الأرباح دون استخدامها في شراء أصول إنتاجية وتقتصر عملية احتجاز الأرباح في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم، سندات، أدوات الخزينة)، فإذا تراكم لدى الشركة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، ويعتبر هذا الإجراء أداة فعالة للحيلولة دون لجوء المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح (زواويد، 2012، ص15).

أما عن القواعد القانونية التي تخص التوزيعات في فلسطين كما ذكرها قانون الشركات الفلسطيني في المادة 216 لسنة 2008 :

لا يجوز للشركة المساهمة العامة توزيع أي عوائد على المساهمين فيها إلا من أرباحها الصافية المتحققة فعلاً بعد تسوية خسائرها المدورة من سنوات سابقة، ولا تعتبر الفوائض الناتجة عن تقييم المحافظ الاستثمارية أو من إعادة تقييم موجودات الشركة من الأرباح المتحققة وبالتالي لا يجوز توزيعها نقداً أو عيناً أو رسملتها.

بالإضافة إلى ذلك جاء في نفس المادة من هذا القانون وجوب اقتطاع الشركة ما نسبته (10%) من أرباحها السنوية الصافية لحساب الاحتياطي الإجمالي، ولا يجوز توزيع أي أرباح على المساهمين إلا بعد إجراء هذا الاقتطاع، ولا يجوز وقفه قبل أن يبلغ حساب الاحتياطي الإجمالي المتجمع ربع رأسمال الشركة المكتتب به، إلا أنه يجوز بموافقة الهيئة العامة للشركة الاستمرار في اقتطاع هذه النسبة السنوية إلى أن يبلغ هذا الاحتياطي ما يعادل رأس مال الشركة المكتتب به.

ولحماية مساهمي ودائني الشركة والمحافظة على استمراريتها أقر قانون الشركات الفلسطيني للعام 2008 بعض المواد والتي تؤثر على عملية توزيعات الأرباح نذكر منها كما في المادة رقم 218 والمادة رقم 219.

أولاً: - الاحتياطي الاختياري المادة (218)

1- للهيئة العامة للشركة المساهمة العامة، بناءً على اقتراح مجلس إدارتها، أن تقرر سنوياً اقتطاع ما لا يزيد عن 20% من أرباحها الصافية عن تلك السنة لحساب الاحتياطي الاختياري.

2- يستعمل الاحتياطي الاختياري للشركة المساهمة العامة في الأغراض التي يقرها مجلس إدارتها ويحق للهيئة العامة توزيعه بالكامل أو جزء منه، كأرباح على المساهمين إذا لم يستعمل في تلك الأغراض.

ثانياً: - الاحتياطي الخاص المادة (219)

1- على الشركة المساهمة العامة أن تخصص ما لا يقل عن 1% من أرباحها السنوية لإنفاقه على دعم البحث العلمي والتدريب المهني لديها وأن تقوم بصرف هذا المخصص أو جزء منه على أعمال البحث العلمي والتدريب، وإذا لم ينفق هذا المخصص أو أي جزء منه خلال ثلاث سنوات من اقتطاعه يتوجب تحويل الباقي إلى صندوق خاص يتم إنشاؤه بموجب نظام يصدر لهذه الغاية ويحدد النظام طرق الصرف وأصوله على أن لا تتجاوز الغاية المقصودة من هذا القانون.

2- يجوز للهيئة العامة للشركة المساهمة بناءً على اقتراح مجلس إدارتها أن تقرر سنوياً اقتطاع ما لا يزيد عن 20% من أرباحها الصافية عن تلك السنة احتياطياً خاصاً لأغراض الطوارئ أو التوسع أو لتقوية مركز الشركة المالي ومواجهة المخاطر التي تتعرض لها.

2-1-3- القيود التعاقدية (قيود على عقود الدين):

غالباً ما تحد عقود الدين طويلة الأجل من حرية الشركة في توزيع أرباح نقدية، إن مثل تلك القيود والتي من شأنها حماية الدائنين غالباً ما تنص على أن توزيع الأرباح يمكن أن يتم من الأرباح التي تحققت بعد توقيع عقود الدين، بمعنى أن الأرباح يمكن أن توزع من الأرباح المستقبلية وليس من الأرباح المحتجزة السابقة، كما يمكن أن تكون هناك قيود بعدم توزيع أرباح إذا كان صافي رأس المال العامل (الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة) أقل من حد معين (حنفي، 2002، ص 207).

علاوة على ذلك فهناك بعض اتفاقيات القروض المبرمة بين الشركة والدائنين أو بينها وبين حملة الأسهم الممتازة قد تشترط بعدم توزيع أرباح على المساهمين من الأرباح التي تحققها الشركة بعد أخذ القرض، لحين سداد القرض والفوائد (الميداني، 2004، ص 692).

3-1-3-3- الربحية:

3-1-3-1- استقرار الأرباح:

إذا كان مستوى الأرباح للشركة مستقراً فإن ذلك يشجع الشركة على أن توزع نسبة مرتفعة منها، لأنها تستطيع أن تتنبأ بأرباحها المستقبلية، أما إذا كان مستوى الأرباح غير مستقر، وبالتالي فإن مستوى الأرباح المتوقعة لا يمكن تحديده فإن ذلك يشجع الشركة على أن تحتفظ بجزء كبير من أرباحها الحالية من أجل أن تحتفظ بمستوى معين للتوزيعات النقدية في حال انخفاض الأرباح (هوارى، 1987، ص 286-287).

ويمكن القول في ضوء ما سبق بأهمية استخدام الإدارة للأساليب الإحصائية وأساليب المحاسبة الإدارية الحديثة مثل (BSC) بطاقة الأداء المتوازن، (TC) نظام التكاليف الموجهة بالوقت، (ABC) نظام التكاليف المبني على الأنشطة، (ABB) نظام الموازنة على أساس الأنشطة، في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، والتخطيط لها، وإدارتها مما يقلل من تذبذبها، وإعطاء مساحة من الحرية في اختيار السياسة الأفضل لتوزيع الأرباح.

3-1-3-2- ربحية السهم:

يعتبر ربحية السهم مؤشراً لمقدار الثروة التي يحصل عليها المساهم في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق. (عبد الوهاب وحرورية، 2011، ص 8). وتتبع أهمية هذا المؤشر كونه أحد مؤشرات الربحية، ويقاس كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم الشركة في نهاية الفترة، ويعتبر العائد على السهم من أكثر مؤشرات الأداء استعمالاً لقياس كفاءة الأداء المالي، وهو يلعب دوراً مهماً في التحليل الاستثماري، كما يعتبر ضرورياً لما يلي (عقل، 2009، ص 244):

- 1- التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها.
- 2- التنبؤ بمعدل النمو المتوقع تحقيقه في الأرباح.
- 3- التنبؤ بالقيمة المستقبلية للأسهم.
- 4- وضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد إدارة الشركة هدفها بتحديد عائد معين للسهم.

كما ويعتبر EPS بالنسبة للمساهمين مقدمة للتنبؤ بربحية السهم في سنوات مقبلة، ويقاس ربحية السهم أو العائد على السهم أو نصيب السهم من الأرباح بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضريبة وحقوق حملة الأسهم الممتازة على عدد الأسهم العادية في نهاية الفترة (هندي، 2002، ص 403).

3-3-1-3-3- معدل العائد على الأصول:

يقيس معدل العائد على الأصول مدى فاعلية الإدارة في استخدام الموارد المتاحة، ومدى قدرتها على تحقيق العوائد من الأموال المتاحة من مختلف المصادر التمويلية، بغض النظر عن الطريقة التي تم بها هذا التمويل، وبالتالي فهو يعكس أثر الأنشطة التشغيلية والتمويلية بالشركة، إذ يعتبر (ROA) مقياساً كلياً يعبر عن أداء الشركة، لأنه يحمل في طياته قدرة الشركة على تحقيق العوائد من كافة مصادر التمويل، المتمثلة في حقوق الملكية وأية مصادر تمويل أخرى، ويبين الأرباح المتولدة عن كل دينار من الأصول، وزيادة هذه النسبة مؤشر على كفاءة الإدارة في رسم سياساتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية (الكور، 2010، ص 9).

كما يحدد معدل العائد على الأصول مدى ملائمة توزيع أرباح للملاك، ويتيح للشركة مقارنة هذا المعدل مع معدل العائد على الأصول الذي يحققه المساهمون في أوجه أخرى بالمقارنة مع استخدامها في الشركة، وعلى ذلك فإنه كلما زادت فرص الاستثمار للشركة وزاد هذا المعدل شجع ذلك على احتجاز الأرباح للاستفادة من الفرص المتاحة (هوارى، 1987، ص 286).

وبالرغم من أن ارتفاع هذا المعدل يشجع الشركة على احتجاز الأرباح لتمويل استثماراتها إلا أنه في الواقع العملي يتضح أن هناك شركات تحقق معدل عائد على الأصول مرتفع نسبياً وفي نفس الوقت تقوم بتوزيع أرباح على المساهمين، لتوازي بين نمو الشركة ورغبات المساهمين في التوزيعات النقدية لرفع سعر سهم الشركة، وناقشت دراسات عديدة العلاقة بين معدل العائد على الأصول والتوزيعات النقدية كدراسة (جهماني، 2007) والتي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين معدل العائد على الأصول والتوزيعات وفي المقابل توصلت دراسة (Tsuji, 2010) إلى وجود علاقة عكسية بين معدل العائد على الأصول والتوزيعات النقدية.

بالإضافة لما سبق فإن لارتفاع معدل العائد على الأصول التأثير الإيجابي على سعر سهم الشركة في السوق، فقد أثبتت دراسة (الظاهر والفقهاء، 2011) المطبقة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل العائد على الأصول وسعر السهم في السوق.

3-1-4- السيولة النقدية:

في حال كانت التوزيعات من الأرباح تتم نقداً عندما يتقرر ذلك، فلا بد أن تكون النقدية المتوفرة لدى الشركة كافية لإجراء هذه التوزيعات، إذ لا يكفي النظر لصافي الربح فقط، فهو يقوم على مبدأ الاستحقاق في المحاسبة. (خصاونة، 2011، ص 216).

ومن أسباب عدم توفر السيولة لدى الشركة إما أن تكون الشركة تنمو بمعدل عالي وتستخدم كافة مصادر التمويل المتاحة لتمويل التوسع، أو في مراحل الكساد الاقتصادي نظراً لانخفاض المبيعات والأرباح أساساً، ولتخلف الزبائن عن الدفع في المواعيد المحددة، أو أنها تعتمد سياسة البيع الآجل (الميداني، 2004، ص692).

وبناءً على ما سبق يرى الباحث ضرورة أن يولي مجلس إدارة الشركة هذا العامل عناية فائقة وأن يقوم بتحديد وضع السيولة في الشركة ويحدد حاجة الشركة المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر حجم الأرباح التي يحتجزها والجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين حسب سياسة الشركة في توزيع الأرباح.

5-1-3- الرفع المالي:

يقصد بالرفع المالي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وتتمثل في القروض والأسهم الممتازة والسندات وجميعها لها تكلفة ثابتة ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما ازداد اعتماد الشركة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، وإذا لم تتجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي (Brigham and Ehrhardt, 2013, p101).

يتضح من ذلك أن الشركات التي ترغب في رفع نسبة الدين الخارجي، أو جعل الدين جزءاً دائماً في هيكل التمويل، تميل إلى احتجاز جزء كبير من أرباحها وذلك للوفاء بتسديد الديون، فعندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بالقروض فإنها تواجه بديلين، إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول على قرض جديد أو عمل ترتيبات لسداد قيمة القرض من الأموال الخاصة بالشركة، وعلى مجلس الإدارة أخذ هذا الأمر بالحسبان عند توزيع الأرباح حسب هيكل التمويل الخاص بالشركة.

تجدر الإشارة هنا أن القروض الربوية حرام شرعاً تصديقاً لقوله تعالى "وأحل الله البيع وحرم الربا" "البقرة 275" وقوله تعالى "يمحق الله الربا ويربي الصدقات" "البقرة 276" وعليه فالبديل لتمويل الشركة استخدام أساليب التمويل الإسلامية.

6-1-3- الفرص الاستثمارية:

تستوجب متطلبات التوسع والاستثمار قيام الشركات بتوفير الأموال اللازمة لذلك التوسع، وحيث إن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي يعد أفضل من اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي، لذلك تقوم الشركات باحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، وفي الواقع العملي تتأثر سياسة توزيع الأرباح كثيراً بمدى توفر الفرص للنمو والتوسع وإمكانية توفير الأموال لذلك، وقد أدت هذه الحقيقة إلى تطوير سياسة توزيع الأرباح المتبقية (أبو غبن، 2013، ص79).

يستنتج مما سبق أن الشركات التي معدل نمو أصولها كبير تكون بحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول، وبالتالي تعمد إلى احتجاز المزيد من الأرباح بدلاً من توزيعها.

7-1-3- إمكانية الحصول على الأموال من السوق النقدي:

هناك عدد كبير من الشركات قد تمتلك فوائض نقدية كافية لتغطية احتياجاتها من رأس المال الجديد، أي أنها تستطيع الحصول على الأموال من القروض أو من خلال طرح أسهم للإكتتاب، وبالمقابل فقد تكون هناك شركات أخرى، خصوصاً التي هي في طور النمو ليس لديها مثل هذه الفوائض لتنفيذ المشروعات الاستثمارية المستقبلية، وهذه الشركات قد تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي عن طريق احتجاز الأرباح، الأمر الذي قد يجعلها تدفع نسب متدنية من أرباحها كتوزيعات، حيث ترتبط الاحتياجات المالية للشركة بشكل مباشر بمقدار ما تتوقعه من نمو في نشاطها وبحجم الأصول المطلوب اقتناءها لتنفيذ النمو المطلوب، وتكلفة الأموال تلعب دوراً بالغ الأهمية في سياسة توزيع الأرباح، ففي حال ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، فإن الشركة تميل إلى تمويل النشاط الاستثماري من الأرباح المحتجزة (النعيمة و التميمي، 2009، ص480).

بناءً على ما سبق ذكره يتضح أن الشركات التي لديها القدرة على توفير الأموال عند الحاجة إليها، أقدر على توزيع الأرباح من غيرها، لذلك فإن على الشركة أن تقيم ربحيتها ومخاطرها واحتياجاتها المالية من أجل تكوين صورة واضحة عن قدرتها على توفير رأس المال من المصادر الخارجية، وكذلك فإنه من الضروري أن تقوم الشركة بتحديد كلفة وسرعة الحصول على التمويل المطلوب من المصادر المختلفة، ويعتبر حجم وعمر الشركة من أهم العوامل التي تساعد الشركة في الحصول على الأموال من السوق.

1-7-1-3- حجم الشركة:

من السهل على الشركة الكبيرة المستقرة التي سجلت ربحية عالية واستقراراً في أرباحها الحصول على الأموال من الأسواق المالية، وبالتالي فإنها تستطيع أن توزع ربحاً بمعدل أكبر من الشركات الصغيرة الجديدة التي تحمل معها قدراً أكبر من المخاطر بالنسبة للمستثمرين، وبالتالي فإن هذه الشركات الصغيرة والجديدة أو الشركات ذات المخاطرة الكبيرة تجد نفسها أمام ضرورة الاعتماد على أرباحها لتمويل التوسع وتمويل العمليات الجارية (Silva, et al., 2004, p78).

كما ويرتبط حجم الشركة بالعديد من المواضيع المالية والاقتصادية، لهذا يعتبر على درجة عالية من الأهمية، إلا أنه في الواقع لا يوجد هناك مقياس متفق عليه لتمثيل حجم الشركة، ويقصد بالحجم هو تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة وشركات متوسطة وشركات كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي القيمة السوقية وحقوق الملكية وعدد المساهمين وعدد العاملين وصافي المبيعات وإجمالي الأصول الذي يعبر عن الموارد الاقتصادية المملوكة للشركة والتي من المتوقع الاستفادة منها في العمليات الاقتصادية (الخطيب، 2010، ص71).

2-7-1-3- عمر الشركة:

تتأثر سياسة توزيع الأرباح التي تقرها الشركة بعمر وجودها، حيث إن الشركة حديثة النشأة عادة ما تكون بحاجة إلى أموال كثيرة لتمويل توسعاتها، وهي تواجه صعوبات كبيرة للحصول على هذه الأموال من السوق، لذا يتبين أن الشركة تتبع سياسة توزيع تتلخص في استبقاء قدر كبير من هذه الأرباح لإعادة استثمارها، ولكن الشركة القديمة والمتمرسه والتي وصلت إلى حد التشبع سواء في استثماراتها أو في التوسع قد تتبع سياسة توزيع معدل عالي من الأرباح وذلك بسبب أن الأموال التي جمعتها الشركة خلال عملياتها سابقاً كافية لتمويل الاحتياجات المالية، إضافة إلى سهولة اللجوء إلى السوق المالي وهذه عوامل من شأنها أن تزيد من الأموال الموزعة على المساهمين (حسين، 2008، ص19).

ومن الأسباب التي تؤدي إلى اعتماد الشركات الصغيرة والجديدة على الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بالملكية وعدم دفعها لتوزيعات، أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيداً من قبل المصارف أو من قبل المساهمين في الأسواق المالية مما يؤدي إلى بطء تداول سنداتها وأسهمها (الميداني، 2004، ص603).

8-1-3- اعتبارات المالكين (المساهمين):

وهنا يمكن تقسيم اعتبارات المساهمين إلى قسمين

1-8-1-3- الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم:

يؤثر الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم على الرغبة في توزيع الأرباح، فإذا كانت الشركة مملوكة لعدد قليل نسبياً من حملة الأسهم وهؤلاء الملاك خاضعين لشرائح ضريبية مرتفعة فإن هؤلاء الملاك قد يفضلون حجز الأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من الحصول عليها نقداً، وفي الشركات التي يكون فيها عدد كبير من حملة الأسهم خاضعين لشرائح ضريبية مرتفعة وعدد آخر خاضعين لشرائح ضريبية منخفضة، فإنه غالباً ما يكون هناك صراع في المصالح، وهو ما قد يؤدي بالشركة إلى أن تأخذ حلاً وسطاً يحقق الرغبتين، أما إذا زادت مجموعة عن مجموعة، وسيطرت مجموعة حملة الأسهم الذين يرغبون في توزيع قليل للأرباح (لأن شرائحهم الضريبية مرتفعة) فإن ذلك قد يجعل الآخرين يبيعون أسهمهم وشراء أسهم جديدة لشركات توزع عائداً أكبر (الهوراري، 1985، ص 180).

وبالرجوع إلى القوانين الفلسطينية لم يتبين ما يشير إلى وجود ضرائب على التوزيعات النقدية، كنوع من أنواع تشجيع الاستثمار وتنشيط التداول في بورصة فلسطين، كون بورصة فلسطين من البورصات الناشئة.

2-8-1-3- الفرص الاستثمارية المتاحة للمساهمين:

ويفرض هذا الاعتبار على الشركة عدم احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في فرص استثمارية (مشروعات رأسمالية) تحقق عائداً يقل عن تلك العوائد التي يمكن أن يحققها المالكين من استثماراتهم الخارجية الخاصة وبمخاطر متساوية، فإن تبين للشركة بأن المالكين يمتلكون فرص استثمارية أفضل، فإن عليها دفع نسب عالية من أرباحها كتوزيعات، أما إن كانت الفرص الاستثمارية التي تمتلكها تعطي نتائج أفضل، من حيث العائد والمخاطرة مما تعطيه الفرص الاستثمارية الخارجية، فإن عليها دفع نسب متدنية من أرباحها كتوزيعات (العلي، 2010، ص 374).

9-1-3- الرقابة على الشركة (السيطرة):

وتظهر هذه الحالة عند رغبة أصحاب الشركة من حملة الأسهم الاحتفاظ بسيطرتهم على ملكية الشركة، فيعتبر عامل السيطرة من المتغيرات التي تؤثر في رسم سياسة توزيع الأرباح فمن المعروف أن التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة يخفف من سيطرة الملاك الحاليين أصحاب

الأسهم الحالية، من أجل ذلك فإن بعض الشركات تجد أن أسلوب التمويل المناسب هو الاعتماد على الأرباح المحتجزة، معنى ذلك أن الأرباح الموزعة يجب أن تكون نسبتها قليلة (هندي، 2003، ص357).

مما سبق يتضح أن الشركات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة تميل إلى احتجاز الأرباح ولا تميل إلى التوزيعات، حيث إن التوزيعات تقلل من النقدية المتوفرة لديها، وتحتاج لإصدار أسهم لتمويل توسعاتها مما يقلل سيطرة هذه المجموعة على الشركة وهذا الأمر غير مرغوب لديهم.

وفي رأي الباحث يجب ألا يكون هذا سبباً في عدم توزيع الأرباح لأنه بإمكان الشركة التغلب على هذا الأمر بإصدار أسهم جديدة وإعطاء حق الأولوية لحملة الأسهم القدامى.

10-1-3- الاعتبارات المتعلقة بالسوق:

يضع المسئولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالشركة وفقاً لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، حيث إن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناءً على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركة، والشركات عموماً تختلف في نظريتهم وفقاً لسياسة توزيع الأرباح، فهناك شركات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك شركات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن الشركات التي تعتمد سياسة توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها وبالتالي مخاطرها متدنية وينعكس ذلك بالزيادة على قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين (العلي، 2010، ص375).

يتضح من ذلك أن هناك تضارب في المصالح بين المساهمين حول سياسات توزيع الأرباح، وقد يكون من الصعب اتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع، وتزداد هذه الصعوبة كلما زاد مساهمي الشركة، إلا أن الشركة بمقدورها أن تتجاوز هذه المسألة بدراسة طبيعة مساهميتها حول السياسة المفضلة لديهم.

ومن الاعتبارات الأخرى للسوق هو المحتوى المعلوماتي، حيث ينظر حملة الأسهم إلى دفعات التوزيعات كإشارة إلى النجاح المستقبلي التي تتمتع به الشركة، في حين أنهم ينظرون إلى دفعات التوزيعات المتذبذبة والمتقلبة كإشارات سلبية على الصحة المالية للشركات في المستقبل، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم، وينظر المساهمون إلى دفعات التوزيعات

في فترات الخسائر التي تمر بها الشركات كمؤشر إلى أن هذه الخسائر مؤقتة (النعيمي والتيمي، 2009، ص483).

ومن هنا تظهر أهمية أن تتبنى الشركة سياسة توزيع أرباح وتكون معلنه في السوق المالي، وبالتالي فإن كل مساهم يقوم بتحديد موقفه من الشركة في ضوء تقارب سياسة التوزيعات مع رغباته واهتماماته.

11-1-3- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم:

تمثل هذه النسبة مقياس لرؤية المساهمين حول وضع الشركة فإذا كانت النسبة أعلى من واحد صحيح دلت على أن المساهمين يفضلون هذه الشركة ويتقنون بها ويعتبرونها ذات أداء مالي جيد وموفقة في قراراتها الاستثمارية، أي أنهم يدفعون أعلى من القيمة الدفترية في سعر سهم هذه الشركة والعكس صحيح، وعادةً تكون هذه النسبة مرتفعة في الشركات التي تحقق عائد على حقوق الملكية بنسبة مرتفعة، وتعكس نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية مؤشرات النمو المتوقع للسهم، ومقدار اقتراب أو ابتعاد سعر السهم السوقي من قيمته الدفترية، وتعتبر M/B من المقاييس الممتازة في تقييم الأوراق المالية، وتقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية إلى القمة الدفترية للسهم (Brigham and Ehrhardt, 2013, p573).

أما عن علاقة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على مبلغ التوزيعات، يتضح أن تأثير هذا العامل على مبلغ التوزيعات النقدية يعود إلى الهدف الأساسي للإدارة وهي تعظيم ثروة حملة الأسهم وهي تتم من خلال تعظيم هذه النسبة، وبالتالي تكون الإدارة حريصة على رفع قيمة التوزيعات لزيادة هذه النسبة أو المحافظة عليها، فمن المنطقي أن يكون هناك علاقة إيجابية بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومبلغ التوزيعات، في حال تفضيل المساهمين للتوزيعات.

ومن ناحية أخرى يرى الباحث أن هذه النسبة مهمة للمستثمر الذي يريد شراء الأسهم، فإذا كانت الشركة محققة للأرباح، وهذه النسبة أقل من واحد صحيح، فينصح بشراء أسهم هذه الشركة، أي أن المساهم يشتري سهم بأقل من قيمته الدفترية لشركة تحقق أرباح فمن المتوقع زيادة الطلب على أسهم هذه الشركة وبالتالي زيادة سعر السهم وربما زيادة التوزيعات من قبل الشركة، والنتيجة زيادة هذه النسبة.

12-1-3- تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات:

تتمثل تكلفة الإصدار في المصروفات الإدارية ورسوم التسجيل والرسوم القانونية الأخرى، والخصومات التي قد تمنح للمشتري لتشجيعهم على شراء الورقة المالية، فتعتبر تلك التكاليف من الأسباب الجوهرية التي تشجع الشركة على احتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل اقتراحاتها الاستثمارية، ويضاف إلى ذلك متغير آخر في صالح احتجاز الأرباح، وهي تكلفة المعاملات فالمساهم الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في الشركة، يفضل أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح، بدلاً من حصوله على توزيعات ثم استخدامها في شراء المزيد من الأسهم، والسبب هو رغبة المساهم في تجنب تكاليف المعاملات التي من أهم عناصرها عمولة السمسرة (حنفي وقريفا، 2002، ص15).

بناءً على ما سبق يمكن القول أن تكلفة المعاملات لا تؤثر فقط على سياسة التوزيعات بل تؤثر أيضاً على سهولة تداول السهم في السوق، فكلما كانت تكاليف المعاملات قليلة كلما زادت سيولة السهم في السوق المالي.

13-1-3- التضخم:

عندما يعاني الاقتصاد من التضخم، فإن الإهلاك المتجمع عادةً لا يكفي لإحلال الأصول الثابتة التي انتهى عمرها الافتراضي، وهذا في ذاته مدعاة لاحتجاز المزيد من الأرباح، التي قد تأخذ احتياطات ارتفاع أسعار الأصول، وذلك رغبة في المحافظة على الطاقة الإنتاجية للشركة، وما ينطبق على الاستثمار في الأصول الثابتة ينطبق على الاستثمار في المخزون، ففي ظل التضخم يتوقع أن يرتفع حجم الاستثمار في الأصول، وترتفع نسبة الأرباح المحتجزة بالتبعية (هندي، 2003، ص357).

وأخيراً وفي ضوء ما سبق يلاحظ أن اعتماد سياسة توزيع الأرباح تتطلب تخطيطاً علمياً واضحاً حتى يمكن تفادي أي مشكلة تنجم عن هذه السياسة، ونظراً لوجود عدة سياسات لتوزيع الأرباح، وعدة عوامل مؤثرة على هذه السياسات فلا يوجد سياسة توزيع أرباح مثلى يمكن اتباعها بشكل مستمر، إلا أنه قبل اعتماد سياسة توزيع الأرباح يناقش الباحث النقاط التالية والتي من شأنها أن تساعد الجهات المعنية عند التخطيط لسياسة توزيع الأرباح:

- التخطيط المالي الجيد للفرص الاستثمارية المتوقعة، بحيث يتم تحديد العائد المتوقع من الاستثمارات الجديدة المزمع تنفيذها في ضوء تكلفة الأموال.
- التحديد الجيد لهيكل التمويل الأمثل، والعمل على ألا يزيد معدل تكلفة الأموال عن معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الجديدة .
- الدراسة المتعمقة لطبيعة وأحوال المساهمين من حيث مدى اعتمادهم على سياسة التوزيعات كمصدر للدخل، وكذلك من حيث مدى تأثير الضرائب على صافي دخلهم من هذه التوزيعات .
- أن تكون الإشارات الإعلامية الموجهة إلى السوق المالي صادقة وتعكس معلومات صحيحة، وذلك حتى لا تتأثر قيمة الأسهم مستقبلاً إذا ما ثبت للسوق عدم جدية الإدارة واهتمامها.
- ضرورة الاسترشاد بالقواعد القانونية التي تحدد مقدار ما يتم توزيعه على المساهمين والعاملين والإدارة.
- تحديد أثر توزيعات الأرباح على المركز الاستثماري للشركة، باعتبار أن هذه التوزيعات ذات أثر كبير في تحديد القيمة السوقية للأسهم خاصة إذا ما كانت هناك سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح.
- تحديد أثر توزيعات الأرباح على المركز المالي ودرجة السيولة بالشركة، وذلك للتعرف على مدى الرغبة في تقوية المركز المالي للشركة.
- ضرورة مراعاة الشروط التعاقدية بين الشركة وجهات التمويل طويل الأجل، والتي قد تتضمن القيود على الأرباح الموزعة، وذلك لحماية مركزهم كدائنين.
- التعرف على مدى استقرار دخل الشركة، وكذلك درجة الرقابة المفروضة على نشاط إدارتها من قبل مصادر التمويل المختلفة.
- رسم سياسة توزيع الأرباح التي من شأنها أن تجعل تكلفة الوكالة في حدها الأدنى.

المبحث الثاني

بورصة فلسطين وقطاع الخدمات

2-3- تمهيد

تعد بورصة الأوراق المالية المرآة التي تعكس حالة الاقتصاد القومي، فإذا كانت هناك بورصة نشطة فلا بد أن يكون هناك اقتصاد قوي، وإذا حدث ركود اقتصادي فلا بد أن تلازمه بورصة غير نشطة، فالبورصة هي محور الاقتصاد القومي تتأثر به وتتنعش بانعاشه (زعر، 2012، ص2).

يتناول هذا المبحث: نشأة وتطور بورصة فلسطين ودور هيئة سوق رأس المال بالإضافة إلى قطاع الخدمات في فلسطين وفي بورصة فلسطين.

1-2-3- نشأة بورصة فلسطين:

تأسست بورصة فلسطين باسم سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) حيث قدمت باديكو دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية بتاريخ 19/7/1995م، كشركة مساهمة خصوصية تهدف إلى الترويج للاستثمار في فلسطين وكانت أول سوق مالية عربية مؤتمتة بالكامل، وعقدت أول جلسة تداول في 18 شباط 1997، كما تحول سوق فلسطين للأوراق المالية إلى شركة مساهمة عامة في شهر شباط 2010 وقد رافق هذا التحول إطلاق الإسم الجديد لسوق فلسطين للأوراق المالية ليصبح (بورصة فلسطين) وأدرجت شركة سوق فلسطين للأوراق المالية في بورصة فلسطين في نيسان 2012 تجاوباً مع مبدأ الشفافية والحوكمة الرشيدة، وتخضع البورصة لرقابة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، ولبورصة فلسطين رؤية ورسالة وأهداف تسعى للوصول إليها (www.pex.ps.1/3/2014):

رؤية بورصة فلسطين:-

تسعى بورصة فلسطين لأن تكون نموذجاً للأسواق المالية العربية والإقليمية من خلال التميز في الخدمات المتجددة، والقدرة على خلق الفرص الاستثمارية المثالية في قطاع الأوراق المالية وجذب الاستثمارات، واستخدام التقنيات الرفيعة، والالتزام بقواعد الحوكمة المؤسسية، ونسج العلاقات البناءة مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية.

رسالة بورصة فلسطين

توفير سوق لتداول الأوراق والأدوات المالية تتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم، وتساهم في تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، والتفاعل مع المؤسسات المحلية والعربية ذات العلاقة بما يخدم الاقتصاد الوطني، ويعزز ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية.

الأهداف الرئيسية لبورصة فلسطين:

انطلاقاً من رسالتها فإن بورصة فلسطين تلتزم بالعمل وبشكل دائم للوصول إلى تحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

- 1- توفير بيئة تداول آمنة ومواتية تتمثل بالكفاءة والعدالة والشفافية.
- 2- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقات مع المؤسسات والملتقيات الاقتصادية المحلية والعربية والدولية.
- 3- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطينيي الشتات ورأس المال الأجنبي.
- 4- زيادة عمق البورصة من خلال الاستمرار في إدراج شركات جديدة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- 5- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

2-2-3- تطور بورصة فلسطين

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 49 شركة كما في نهاية شهر أكتوبر 2014 بقيمة سوقية حوالي 3.179 مليار دولار موزعة على خمس قطاعات اقتصادية: الخدمات، البنوك والخدمات المالية، الاستثمار، الصناعة، التأمين، في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء في البورصة إلى 8 شركات.

جدول رقم (1-3)

عدد الشركات المدرجة في نهاية كل عام

السنة	عدد الشركات	نسبة التغير السنوي
1997	19	0
1998	20	5%
1999	21	5%
2000	24	14%
2001	24	0
2002	24	0
2003	24	0
2004	26	8%
2005	28	7%
2006	33	18%
2007	35	6%
2008	37	6%
2009	39	6%
2010	40	3%
2011	46	15%
2012	48	4%
2013	49	2%

المصدر: إعداد الباحث وفقاً لتقارير التداول السنوية الصادرة عن بورصة فلسطين

إن المتتبع لبورصة فلسطين وإلى تلك الشركات المدرجة فيها من حيث عددها وتنوعها كما في جدول رقم (1-3) يجدها دائماً في ازدياد ملحوظ منذ تلك اللحظة التي قد بدأت بها البورصة عملها، حيث تكونت بورصة فلسطين في بداية عملها في العام 1997 من 4 شركات ومن ثم ارتقى إلى 19 شركة في نهاية هذا العام، وفي نهاية عام 1998م ارتفع عدد تلك الشركات إلى 20 شركة، وفي نهاية عام 1999م بلغ عددها 21 شركة وفي نهاية عام 2000م بلغ عددها 24 شركة، ولم تدرج أي شركة خلال الأعوام 2001م، 2002م، 2003م، أما نهاية عام 2004م وصل عدد الشركات المدرجة في السوق 26 شركة، وقد تم إدراج شركتين خلال العام 2005 بنسبة زيادة 7.7%، وأربع شركات خلال عام 2006 بنسبة زيادة 18%، وشركتين خلال عام 2007 بنسبة زيادة 6%، وشركتين خلال عام 2008 بنسبة زيادة 6%، ووصل عدد الشركات في

العام 2010 إلى 40 شركة، وقد تم إدراج 6 شركات في العام 2011 ليصبح عدد الشركات 46 شركة بنسبة زيادة 15%، إلى أن وصلت إلى 49 شركة في العام 2013.

واستمراراً لتطور بورصة فلسطين فقد بدأ بتاريخ 2014/9/1 التداول على سندات قرض البنك التجاري الفلسطيني وهي أول سندات قابلة للتداول في فلسطين، تحت رمز تداول (PCB01)، وقد تم إدراج السندات ضمن قطاع أدوات الدين، ويذكر أن قرار البنك التجاري جاء كمتطلب لرفع رأس المال امتثالاً لتعليمات سلطة النقد، والذي أعلن عنه في اجتماع هيئته العامة المنعقدة بتاريخ 2014/3/19، حيث قرر البنك طرح 10 آلاف سند قرض للاكتتاب العام، بقيمة إسمية ألف دولار للسند الواحد، وقد تمّ الاكتتاب بكامل السندات المطروحة بقيمة 10 ملايين دولار، وتبلغ مدة سندات القرض خمس سنوات تمثل ديناً عادياً، توزع فائدتها السنوية البالغة 6.5% على حامليها كل 6 أشهر، وسيتم تحويلها إلى أسهم في العام 2019 وفقاً لآلية التحويل الواردة في نشرة الإصدار (www.pex.ps.3/9/2014).

ولبورصة فلسطين حضور إقليمي ودولي من خلال عضويتها في العديد من الاتحادات المتخصصة بالأسواق المالية.
عضويات دولية:

نجحت بورصة فلسطين في اجتياز المرحلة الأولى لانضمامها الى مجموعة "فاينانشال تايمز للمؤشرات المالية" (FTSE Indices)، وذلك بعد تحقيقها كافة المعايير المؤهلة وفق متطلبات المجموعة، حيث تم قبول البورصة ضمن "لائحة المراقبة" والتي أعلن عنها بتاريخ 2014/09/22، واحتلت البورصة في العام 2009 المرتبة 33 بين الأسواق المالية العالمية والمرتبة الثانية إقليمياً من حيث حماية المستثمر، بالإضافة إلى ذلك فلبورصة فلسطين الكثير من العضويات الدولية كما ذكرت في (التقرير السنوي، شركة سوق فلسطين للأوراق المالية، 2013):

- مؤسسة وكالات الترميز الوطنية.
- مؤسسة الإيداع لدول إفريقيا والشرق الأوسط.
- ملتقى بورصات الدول الإسلامية.
- اتحاد البورصات العالمية-عضو مساند.
- اتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية.
- اتحاد البورصات العربية.

3-2-3- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطينية استناداً إلى المادة رقم (2) من قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004، وهي بذلك هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري والأهلية القانونية لمباشرة كافة الأعمال والتصرفات التي تكفل لها تحقيق أغراضها بما في ذلك تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة اللازمة لسير أعمالها وممارسة نشاطاتها والتصرف فيها وفق أحكام القانون، ولهيئة سوق رأس المال الفلسطينية رؤية ورسالة وأهداف استراتيجية تحرص على تحقيقها (www.pcma.ps.1/10/2014).

الرؤيا

هيئة رقابية فاعلة تعمل على الارتقاء بسوق رأس المال في فلسطين وحماية مصالح المتعاملين فيه.

الرسالة

التنظيم والإشراف والرقابة على أداء كل من قطاعات الأوراق المالية والتأمين والرهن العقاري والتأجير التمويلي في فلسطين وتطويرها بما يحقق مبادئ الشفافية والعدالة والنزاهة وفقاً لأفضل الممارسات الدولية.

الأهداف الاستراتيجية

- 1- استكمال إصدار ومراجعة التشريعات الثانوية في قطاعات الأوراق المالية والتأمين والرهن العقاري والتأجير التمويلي استرشاداً بمعايير IOSCO، IAIS، ، وبازل ومتابعة إصدار قانوني الرهن العقاري والتأجير التمويلي.
- 2- تأكيد امتثال الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة للقوانين والأنظمة والتعليمات ذات العلاقة بقطاعات سوق رأس المال.
- 3- توفير معلومات وبيانات عن قطاعات سوق رأس المال من خلال تطوير قواعد بيانات ومراجعة نوعية الإفصاحات وتطويرها.
- 4- استكمال البنية التحتية اللازمة لتعزيز حوكمة الشركات من خلال تطوير أدوات قياس مدى التزام الشركات وزيادة الوعي والثقافة الخاصة بالحوكمة.
- 5- رفع كفاءة العمليات الفنية والتشغيلية من خلال تطوير قدرات العاملين وبيئة العمل الداخلية.
- 6- إيجاد صيغ عمل مشتركة مع الجهات المحلية ذات العلاقة لغرض إزالة التعارضات في بيئة العمل المشتركة.

7- تنفيذ برامج توعوية تستهدف فئات محددة وأخرى عامة والمساهمة في بناء الاستراتيجية الوطنية للتتقيف المالي.

8- زيادة التواجد وتبادل الخبرات مع الجهات المحلية والإقليمية والدولية ذات العلاقة من خلال المشاركة في اللقاءات الدورية التي تنظمها هذه الجهات وأعمال اللجان الفنية المنبثقة عنها.

4-2-3- قطاع الخدمات في فلسطين

يعتبر الاقتصاد الفلسطيني اقتصاداً خدمائياً، حيث يعتبر قطاع الخدمات من أكبر القطاعات الاقتصادية، وتشير الإحصائية الصادرة عن الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني إلى أن قطاع الخدمات قد ساهم بأعلى نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، فكانت 25% في العام 2010 وبلغت نسبة مساهمة هذا القطاع 22% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2011، (بورصة فلسطين، دليل الشركات، 2011، 2010).

وتطور هذا القطاع إلى أن أصبح نسبة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي 57% في عام 2012، وكما يلعب قطاع الخدمات بشكل عام دوراً هاماً في تعزيز القدرة التنافسية للاقتصاديات النامية والمتقدمة على حدٍ سواء، فلقطاع الخدمات في فلسطين بشكل خاص دوراً مهماً في نمو الاقتصاد الفلسطيني وتشمل تلك الخدمات البنية التحتية الأساسية مثل الاتصالات والنقل والمياه والكهرباء والخدمات الصحية والتعليمية (www.ipa.ps.18/10/2014).

5-2-3- قطاع الخدمات في بورصة فلسطين:

يعتبر قطاع الخدمات في بورصة فلسطين من أوسع القطاعات وأكبرها من حيث عدد الشركات والقيمة السوقية مقارنة مع باقي القطاعات للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، ويضم هذا القطاع شركات تعمل في مجالات: خدمات الاتصالات، والأنشطة العقارية، والإنشاءات، والفنادق والسياحة، والطاقة، والخدمات الصحية، والسلع الاستهلاكية، والنقل.

ويوضح الجدول التالي هذا التميز لقطاع الخدمات:

جدول رقم (2-3)

تصنيف قطاعات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين نهاية العام 2011 و 2012 و 2013
حسب عدد الشركات و القيمة السوقية

حجم القيمة السوقية بالدولار الامريكى			عدد الشركات المدرجة			القطاع الاقتصادي
2013	2012	2011	2013	2012	2011	
857,285,505	721,684,139	591,178,656	9	9	8	البنوك والخدمات المالية
101,059,750	105,291,000	101,170,817	7	7	7	التأمين
496,241,133	371,606,871	398,695,700	8	8	8	الاستثمار
276,351,278	219,022,649	226,198,909	12	11	11	الصناعة
1,516,540,720	1,441,535,716	1,465,225,818	13	13	12	الخدمات
3,247,478,385	2,859,140,375	2,782,469,900	49	48	46	الإجمالي

المصدر: إعداد الباحث وفقاً لتقارير التداول السنوية لبورصة فلسطين

ويتضح من خلال الجدول رقم (2-3) أن شركات قطاع الخدمات بلغت 12 شركة من أصل 46 شركة مدرجة في بورصة فلسطين في العام 2011، وفي عام 2012 بلغت 13 شركة من أصل 48 شركة، وفي عام 2013 بلغت 13 شركة من أصل 49 شركة، وبلغت القيمة السوقية لشركات قطاع الخدمات في العام 2011، 1,465,225,818 دولار وتمثل ما نسبته 52.66% من إجمالي القيمة السوقية لبورصة فلسطين، وفي عام 2012 بلغت 1,441,535,716 دولار وتمثل ما نسبته 50.42% من إجمالي القيمة السوقية لبورصة فلسطين، وفي عام 2013 بلغت 1,516,540,720 دولار وتمثل ما نسبته 46.70% من إجمالي القيمة السوقية لبورصة فلسطين، وخلال العام 2014 تم شطب شركة جراند بارك للفنادق والاستجمام من قطاع الخدمات ليصبح عدد شركات قطاع الخدمات 12 شركة، وإضافة الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار في قطاع الاستثمار ليصبح عدد شركات قطاع الاستثمار 9 شركات، ويبقى عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 49 شركة.

الفصل الرابع

الدراسة العملية

المبحث الأول: الطريقة والإجراءات

- تمهيد.
- منهجية الدراسة.
- مجتمع وعينة الدراسة.
- قياس متغيرات الدراسة.
- مصادر جمع البيانات.
- حدود الدراسة.
- الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة.

المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفرضيات

- تمهيد.
- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة.
- اختبار فرضيات الدراسة.

المبحث الأول الطريقة والإجراءات

1-4- تمهيد:

تعتبر منهجية الدراسة وإجراءاتها محوراً رئيسياً يتم من خلاله إنجاز الجانب التطبيقي من الدراسة، وعن طريقها يتم الحصول على البيانات المطلوبة لإجراء التحليل الإحصائي للتوصل إلى النتائج التي يتم تفسيرها، وبالتالي تحقق الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها. يهدف هذا المبحث إلى توضيح منهجية الدراسة المتبعة، ومجتمع الدراسة وعينتها، وقياس متغيرات الدراسة، وكذلك مصادر جمع البيانات وحدود الدراسة، بالإضافة إلى الأساليب الإحصائية المستخدمة.

1-1-4- منهجية الدراسة:

المنهج المتبع في هذه الدراسة هو المنهج الوصفي التحليلي، لاعتباره الأنسب والأكثر استخداماً في مثل هذه الدراسات، وحيث إن الباحث يعرف مسبقاً جوانب وأبعاد الظاهرة موضوع الدراسة من خلال اطلاعه على الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، وهو الوصول إلى العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، فإن تحقيق هذا الهدف يتوافق مع استخدام التحليل الإحصائي الوصفي (Descriptive)، والتحليل الاستدلالي (Inferential)، كما يُعتمد على برنامج الحزم الإحصائية SPSS (Statistical package for social sciences) في تحليل البيانات التي يتم جمعها، ويتضمن الأسلوب الإحصائي الوصفي كل من المتوسط الحسابي (Mean)، والانحراف المعياري (Standard Deviation) وأقل قيمة (minimum) وأكبر قيمة (maximum)، أما الأسلوب الاستدلالي (الاستنتاجي) فيتضمن مجموعة الأساليب الفنية التي تستخدم لتفسير قيم النتائج التي يتم التوصل إليها، مثل معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية للسهم، نمو الشركة، الرفع المالي، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، عمر الشركة) وكذلك نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

2-1-4- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين وعددها 13 شركة كما في 31/12/2012، وفقاً لموقع بورصة فلسطين (www.pex.ps.1/2/2013)، ولتحقيق أهداف الدراسة والحصول على سلسلة زمنية، تم اختيار عينة الدراسة للشركات التي تخضع للشروط التالية:-

- 1- أن تكون مدرجة في السوق في عام (2009) وما قبل عام 2009.
 - 2- أن تكون قد نشرت بياناتها المالية خلال السلسلة الزمنية المتعلقة بالدراسة.
 - 3- أن لا تكون موقفة عن التداول خلال فترة الدراسة.
- وبناءً على ذلك تم استبعاد 5 شركات لا تخضع للشروط السابقة وعليه فإن شركات قطاع الخدمات التي تشملها عينة الدراسة هي (8) شركات حسب الجدول التالي:

جدول رقم (1-4)

شركات قطاع الخدمات الممثلة لعينة الدراسة

م	اسم الشركة	تاريخ الادراج	سنة التأسيس
1	المؤسسة العربية للفنادق	30/05/1998	1996
2	المؤسسة العقارية العربية	04/01/1997	1986
3	جلوبال كوم للاتصالات	29/10/2009	2009
4	مركز نابلس الجراحي التخصصي	22/06/2008	1995
5	الاتصالات الفلسطينية	06/05/1997	1995
6	الفلسطينية للكهرباء	28/03/2004	1999
7	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	21/09/2000	1999
8	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	23/04/2007	2005

ويعزو الباحث سبب اختياره لمجتمع الدراسة إلى الأسباب التالية :

- 1- كون قطاع الخدمات يحتل المساحة الأكبر، من حيث القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، حيث بلغت القيمة السوقية لقطاع الخدمات 1,441,535,716 دولار، ويمثل ما نسبته 50.42% من إجمالي القيمة السوقية لجميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين في العام 2012، وبلغ عدد شركات تلك القطاع

13 شركة من أصل 48 شركة مدرجة في بورصة فلسطين في العام 2012، وكذلك لأهمية هذا القطاع كونه يعتبر ركيزة هامة من ركائز الاقتصاد الوطني الفلسطيني.

2- يعتبر قطاع الخدمات من أكبر القطاعات مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي الفلسطيني مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث بلغت نسبة مساهمة هذا القطاع في الناتج المحلي الإجمالي الفلسطيني في العام 2012 حوالي 57%.

3-1-4- قياس متغيرات الدراسة

أولاً:- قياس المتغيرات المستقلة:

وعددها ثمانية متغيرات هي:

- 1- ربحية السهم، ويرمز له بالرمز (X1)، ويقاس بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على عدد الأسهم.
- 2- معدل العائد على الأصول، ويرمز له بالرمز (X2)، ويقاس بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول.
- 3- السيولة النقدية للسهم، ويرمز له بالرمز (X3)، ويقاس بقسمة رصيد النقدية نهاية العام على عدد الأسهم.
- 4- نمو الشركة (حجم المبيعات)، ويرمز له بالرمز (X4)، ويقاس بحجم المبيعات نهاية العام.
- 5- الرفع المالي، ويرمز له بالرمز (X5)، ويقاس بقسمة مجموع الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول.
- 6- حجم الشركة، ويرمز له بالرمز (X6)، ويقاس بإجمالي الأصول نهاية العام.
- 7- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، ويرمز له بالرمز (X7)، ويقاس بقسمة القيمة السوقية للسهم على القيمة الدفترية للسهم نهاية العام.
- 8- عمر الشركة، ويرمز له بالرمز (X8)، ويقاس بعمر الشركة منذ سنة التأسيس حتى نهاية العام خلال فترة الدراسة.

ثانياً:- قياس المتغير التابع:

مبلغ التوزيعات النقدية للسهم، ويرمز له بالرمز (Y)، ويقاس بقسمة إجمالي التوزيعات النقدية على عدد الأسهم.

4-1-4- مصادر جمع البيانات:

وقد تم ذلك من خلال البحث المكتبي للحصول على البيانات اللازمة لصياغة الجانب النظري لموضوع البحث وتم الحصول على هذه البيانات من المصادر الآتية:

- المراجع العربية والأجنبية(الكتب والدوريات والمقالات) والدراسات والتقارير والبيانات المنشورة وغير المنشورة المتعلقة بموضوع البحث.
- القوانين واللوائح والنظم والتشريعات الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وبورصة فلسطين ووزارة الاقتصاد الفلسطينية المنظمة لعمل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الإحصاءات الرسمية السنوية والشهرية الصادرة عن بورصة فلسطين وهيئة سوق رأس المال.
- التقارير المالية السنوية المجمع للشركات موضوع الدراسة والنشرات الخاصة التي تقوم بإصدارها بورصة فلسطين.

4-1-5- حدود الدراسة:

- 1- طبقت الدراسة من خلال البيانات المالية المنشورة للشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين خلال سلسلة زمنية اعتباراً من عام 2007 وحتى عام 2012.
- 2- تم ترجمة عملة بيانات القوائم المالية للشركات موضوع الدراسة لتصبح جميعها بعملة الدينار الأردني وذلك لإمكانية القياس وإجراء المقارنة.
- 3- تم استخراج وحسبة المتغيرات المستقلة الثمانية من التقارير المالية للشركات الثمانية الممثلة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة لينكون لدينا 384 مشاهدة.

4-1-6- الاختبارات الإحصائية المستخدمة:

لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات التي تم جمعها، فقد تم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة باستخدام الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية Statistical Package for Social Science (SPSS) وفيما يلي مجموعة من الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات:

- 1- المتوسط الحسابي Mean لمعرفة متوسط كل متغير من متغيرات الدراسة.
- 2- تم استخدام الانحراف المعياري (Standard Deviation) كمقياس لمدى تشتت البيانات حول متوسطها الحسابي، فكلما اقتربت قيمته من الصفر كلما تركزت البيانات وانخفض تشتتها (إذا كان الانحراف المعياري واحد صحيح فأعلى فيعني عدم تركيز البيانات وتشتتها).

- 3- اختبار كولمجروف- سمرنوف لمعرفة نوع البيانات هل تتبع التوزيع الطبيعي أم لا () 1-
- (Sample K-S).
- 4-معامل ارتباط بيرسون لقياس العلاقات بين المتغيرات.
- 5- اختبار (t) للفروق بين متوسطي عينتين مستقلتين (الشركات الموزعة وغير الموزعة).
- 6- تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

المبحث الثاني تحليل البيانات واختبار الفرضيات

2-4-تمهيد

يتضمن هذا المبحث عرضاً لتحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة، وذلك من خلال تحليل البيانات التي تم الحصول عليها، واستعراض أبرز النتائج التي تم التوصل إليها، لذا تم إجراء المعالجات الإحصائية للبيانات المتجمعة خلال الفترة من عام 2007 وحتى عام 2012 باستخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) للحصول على نتائج الدراسة التي تم عرضها وتحليلها في هذا المبحث.

1-2-4- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

قبل البدء في تحليل البيانات لابد من وصف بيانات متغيرات الدراسة وتوضيح معالمها الرئيسية، وذلك باستخدام أساليب التحليل الوصفي الإحصائي الأكثر شيوعاً وهي الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأكبر قيمة وأقل قيمة، جدول رقم (2-4) و جدول رقم (3-4) يوضحان نتائج الإحصاء الوصفي للمتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم) والمتغيرات المستقلة (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية، نمو الشركة، الرفع المالي، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، عمر الشركة).

جدول رقم (2-4)

الإحصاء الوصفي للمتغير التابع والمتغيرات والمستقلة (المتوسط الحسابي والانحراف المعياري)

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	رمز المتغير	نوع المتغير	المتغيرات
0.164	0.200	Y	تابع	مبلغ التوزيعات للسهم
0.235	0.078	X ₁	مستقل	ربحية السهم
0.093	0.011	X ₂	مستقل	معدل العائد على الأصول
0.156	0.142	X ₃	مستقل	السيولة النقدية للسهم
108,919,812.820	48,893,487.431	X ₄	مستقل	نمو الشركة
0.126	0.113	X ₅	مستقل	الرفع المالي
176,728,070.853	90,945,152.971	X ₆	مستقل	حجم الشركة
0.436	0.918	X ₇	مستقل	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم
6.422	13.067	X ₈	مستقل	عمر الشركة

جدول رقم (3-4)

الإحصاء الوصفي للمتغير التابع والمتغيرات والمستقلة (أقل قيمة وأصغر قيمة)

أقل قيمة			أكبر قيمة			رمز المتغير	نوع المتغير	المتغيرات
اسم الشركة	السنة	أقل قيمة	اسم الشركة	السنة	أكبر قيمة			
مبلغ التوزيعات للسهم	مبدا	0	شركة الاتصالات الفلسطينية	2012	0.450	Y	تابع	
ربحية السهم	شركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	-0.306	شركة الاتصالات الفلسطينية	2011	0.689	X ₁	مستقل	
معدل العائد على الأصول	شرك جلوبال كوم للاتصالات	-0.199	شركة الاتصالات الفلسطينية	2008	0.193	X ₂	مستقل	
السيولة النقدية للسهم	شركة جلوبال كوم للاتصالات	0.001	شركة الاتصالات الفلسطينية	2008	0.588	X ₃	مستقل	
نمو الشركة	المؤسسة العربية للفنادق	0.000	شركة الاتصالات الفلسطينية	2011	370,200,000	X ₄	مستقل	
الرفع المالي	مبدا	0.000	شركة الاتصالات الفلسطينية للكهرباء	2007	0.452	X ₅	مستقل	
حجم الشركة	المؤسسة العقارية العربية	1,095,390	شركة الاتصالات الفلسطينية	2012	616,521,000	X ₆	مستقل	
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	شركة جلوبال كوم للاتصالات	0.350	شركة الاتصالات الفلسطينية	2007	2.340	X ₇	مستقل	
عمر الشركة	شركة جلوبال كوم للاتصالات	1.000	شركة الاتصالات الفلسطينية	2012	27.000	X ₈	مستقل	

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (2-4) والجدول السابق رقم (3-4) ما يلي:-

- 1- بلغ متوسط مبلغ التوزيعات النقدية لعينة الدراسة 0.200 دينار للسهم، وبلغ الانحراف المعياري 0.164، وكانت أعلى قيمة 0.45 دينار للسهم وهي لشركة الاتصالات الفلسطينية في عام 2012، وكانت أقل قيمة صفر لعدة شركات خلال عدة سنوات.
- 2- بلغ متوسط ربحية السهم لعينة الدراسة 0.078 دينار، وبلغ الانحراف المعياري 0.235 ، وكانت أعلى قيمة لربحية السهم 0.689 وهي لشركة الاتصالات الفلسطينية عام 2011 وهي من الشركات الموزعة للأرباح، بينما أصغر قيمة -0.306 وهي للشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية عام 2011، وقد يفسر تدني ربحية السهم للوضع السياسي والاقتصادي الاستثنائي الذي تعيشه فلسطين والحصار الإسرائيلي.
- 3- كان متوسط معدل العائد على الأصول 0.011، ويرى الباحث أن هذا المعدل غير كافي كعائد على الأموال المستثمرة إذا ما قورن بمعدل الفائدة السائد في فلسطين، وبلغ الانحراف المعياري 0.093 ، وكانت أعلى قيمة لمعدل العائد على الأصول 0.193 وهي لشركة الإتصالات الفلسطينية عام 2008، بينما أقل قيمة - 0.199 وهي لشركة جلوبال كوم للإتصالات عام 2012، وقد يعزى تدني معدل العائد على الأصول للوضع السياسي والاقتصادي الاستثنائي الذي تعيشه دولة فلسطين والحصار الإسرائيلي.
- 4- بلغ متوسط السيولة النقدية للسهم 0.142 دينار، وكان الانحراف المعياري 0.156 ، وكانت أعلى قيمة للتدفقات النقدية للسهم 0.588 دينار وهي لشركة الاتصالات الفلسطينية عام 2008، بينما أقل قيمة 0.001 دينار وهي لشركة جلوبال كوم للاتصالات عام 2010.
- 5- بلغ متوسط نمو الشركة (حجم المبيعات) 48,893,487.431 دينار، وكان الانحراف المعياري 108,919,812.820 وكانت أعلى قيمة لنمو الشركة 370,200,000 دينار وهي لشركة الإتصالات الفلسطينية عام 2011، بينما أقل قيمة هي صفر للمؤسسة العربية للفنادق في الأعوام 2007 و 2008 و 2009.
- 6- كان متوسط الرافعة المالية 0.113، وبلغ الانحراف المعياري 0.126 ، وكانت أعلى قيمة للرافعة المالية 0.452 وهي للشركة الفلسطينية للكهرباء عام 2007، في حين كانت أقل قيمة صفر لعدة شركات خلال عدة سنوات.
- 7- بلغ متوسط حجم الشركة 90,945,152.971 دينار، وبلغ الانحراف المعياري 176,728,070.853 في حين بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة 616,521,000 دينار وهي لشركة الاتصالات الفلسطينية عام 2012، بينما أقل قيمة 1,095,390 دينار للمؤسسة العقارية العربية عام 2009.

8- كان متوسط نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لعينة الدراسة 0.918 دينار، وبلغ الانحراف المعياري 0.436، وأعلى قيمة لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم 2.34 وهي لشركة الاتصالات الفلسطينية عام 2007، بينما كانت أقل قيمة 0.35 وهي لشركة جلوبال كوم للاتصالات عام 2012، ويفسر الباحث تدني متوسط نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية كون معظم الشركات غير موزعة للأرباح وبالتالي فإن المساهمين لا يدفعون أعلى من القيمة الدفترية في سعر سهم الشركة.

9- بلغ متوسط عمر الشركة لعينة الدراسة 13.067 عام، والانحراف المعياري 6.422، وهذا يفسر أن شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين من الشركات الناشئة حيث بلغ أعلى رقم لعمر الشركة 27 عام وهو لشركة الاتصالات الفلسطينية عام 2012، بينما أقل رقم 1 عام لشركة جلوبال كوم للاتصالات عام 2009.

من خلال البيانات السابقة يتضح أن أعلى المؤشرات المالية يعود لشركة الاتصالات الفلسطينية وهي من الشركات الموزعة للأرباح خلال فترة الدراسة.

2-2-4- اختبار التوزيع الطبيعي اختبار كولمجروف- سمرنوف (1- Sample K-S)

تم استخدام اختبار كولمجروف- سمرنوف لمعرفة هل البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، وهو اختبار ضروري في حالة اختبار الفرضيات لأن معظم الاختبارات المعلمية تشترط أن يكون توزيع البيانات طبيعياً، ويوضح الجدول رقم (4-4) نتائج الاختبار حيث إن قيمة مستوى الدلالة لكل متغير أكبر من 0.05 ($sig. > 0.05$) وهذا يدل على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ويجب استخدام الاختبارات المعلمية.

جدول رقم (4-4)

اختبار التوزيع الطبيعي (1-Sample Kolmogorov-Smirnov)

القيمة الاحتمالية	قيمة Z	المتغير
0.159	1.125	مبلغ التوزيعات للسهم.
0.276	0.994	ربحية السهم.
0.708	0.702	معدل العائد على الأصول.
0.224	1.045	السيولة النقدية.
0.180	1.098	نمو الشركة (حجم المبيعات).
0.090	1.245	الرفع المالي.
0.111	1.203	حجم الشركة ويعبر عنه بإجمالي الأصول.
0.066	1.305	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم.
0.838	0.619	عمر الشركة.

3-2-4- معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

جدول رقم (4-5)

معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغير	مبلغ التوزيعات للسهم	ربحية السهم	معدل العائد على الأصول	السيولة النقدية	نمو الشركة (حجم المبيعات)	الرفع المالي	حجم الشركة ويعبر عنه بإجمالي الأصول	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	عمر الشركة
مبلغ التوزيعات للسهم	1								
ربحية السهم	0.983**	1							
معدل العائد على الأصول	0.898**	0.850**	1						
السيولة النقدية	0.766**	0.828**	0.695**	1					
نمو الشركة (حجم المبيعات)	0.989**	0.906**	0.618**	0.781**	1				
الرفع المالي	-0.511	-0.113	0.029	-0.171	-0.058	1			
حجم الشركة ويعبر عنه بإجمالي الأصول	0.974**	0.909**	0.638**	0.757**	0.991**	0.008	1		
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	0.813**	0.705**	0.447**	0.571**	0.800**	-0.002	0.815**	1	
عمر الشركة	0.606*	0.204	0.351*	0.234	0.153	-0.229	0.142	-0.112	1

*معامل الارتباط دال عند 0.05 (p-value <0.05)

**معامل الارتباط دال عند 0.01 (p-value <0.01)

يتضح من خلال الجدول السابق (4-5) الذي يبين معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع، وبين المتغيرات المستقلة بعضها ببعض، أن أقوى العلاقات بين متغيري (حجم الشركة ونمو الشركة) حيث بلغ قيمة معامل الارتباط 0.991 وهذا يدل أن شركات قطاع الخدمات الفلسطينية الكبيرة لديها نمو أكبر من الشركات الصغيرة، كما تبين أن أضعف العلاقات كانت بين المتغيرين (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم والرفع المالي) حيث بلغ قيمة معامل الارتباط -0.002، كذلك تبين النتائج أن المتغير التابع له علاقة مع جميع المتغيرات المستقلة عدا متغير " الرفع المالي".

4-2-4-4 اختبار الفرضيات Hypothesis Testing

نموذج الانحدار الخطي البسيط بين كل متغير مستقل والمتغير التابع (y: مبلغ التوزيعات للسهم) وهذا الاختبار للشركات الموزعة للأرباح فقط لمعرفة: الأثر أو العلاقة بين المتغيرات التفسيرية X_1, X_2, \dots, X_8 والمتغير التابع y نستخدم العلاقة التالية:

$$Y = f(X_i) \quad i=1,2,\dots, 8$$

والمعادلة التقديرية حسب نموذج الانحدار الخطي البسيط تكون وفق التالي:

$$Y = a + bX_i + \varepsilon \quad i=1,2,\dots, 8$$

حيث تمثل :

Y : المتغير التابع

X_i : يمثل المتغير المستقل

a : معامل التقاطع أو الحد الثابت

b : تمثل معامل دالة معادلة الانحدار الخطي البسيط (ميل خط الانحدار)

ε ، تمثل الخطأ القياسي أو الخطأ العشوائي للنموذج المقدر

ولتقدير النموذج السابق نستخدم طريقة المربعات الاعتيادية (Ordinary Least Squares)

4-2-4-1-4-1 الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين ربحية السهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين. لاختبار الفرضية الأولى تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (ربحية السهم) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم).

جدول رقم (4-6)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم، المتغير المستقل : ربحية السهم)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	0.010	0.013		0.774	0.454	غير دال عند 0.05
ربحية السهم	0.595	0.032	0.983	18.695	0.000	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	349.520	القيمة الاحتمالية	0.000			
قيمة معامل التفسير R ²	0.967	القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.000			
قيمة معامل الارتباط R	0.983					

جدول رقم (4-6) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = 0.010 + 0.595 \times \text{ربحية السهم}$$

يتضح من خلال جدول رقم (4-6) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.983 ومعامل التحديد R² يساوي 0.967 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (ربحية السهم) استطاع أن يفسر 96.7% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (3.3%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، كما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن (P- Value = 0.000 < 0.05)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين ربحية السهم ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن الشركات الموزعة تتمتع بأداء جيد وبالتالي تقوم بتوزيع أرباح مما ينعكس على وضعها في السوق، وكون ربحية السهم من أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، فلا يمكن للشركة إجراء توزيعات نقدية دون أن تحقق الشركة أرباح، هذا بالإضافة

إلى أن القوانين والتشريعات تمنع الشركة من القيام بتوزيعات على المساهمين في حال عدم تحقيقها للأرباح، ويلاحظ أن تلك النتيجة تتفق مع فروض النظرية الاقتصادية وعلم التمويل، حيث إنه من المنطقي توقع زيادة توزيعات الأرباح عند زيادة ربحية الأسهم والمعدل النقدي.

والتفقت هذه النتيجة مع جميع الدراسات السابقة كدراسة (حمدان، 2014)، (سلامة وآخرون، 2012)، (جهماني، 2007)، (بورسلي وعبد السلام، 2005)، (Malkawi, 2013)، (EL Essa et al., 2012)، (Nuredin, 2012)، (Fodio, 2009)، (AL Malkawi, 2007)، (Thanatawee, 2011)، (Juma'h and Pacheco, 2008)، (Al Kuwari, 2009)، (Tsuji, 2010)، (Bebczuk, 2004)، والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين ربحية السهم والتوزيعات النقدية.

2-4-2-4- الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين معدل العائد على الأصول وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

لاختبار الفرضية الثانية تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (معدل العائد على الأصول) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم).

جدول رقم (7-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم، المتغير المستقل : معدل العائد على الأصول)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية Beta	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	-0.083	0.045			-1.851	0.089	غير دال عند 0.05
معدل العائد على الأصول	2.809	0.398		0.898	7.061	0.000	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA							
قيمة اختبار F	49.852	القيمة الاحتمالية	0.000				
قيمة معامل التفسير R ²	0.806	القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.000				
قيمة معامل الارتباط R	0.898						

جدول رقم (4-7) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = -0.083 + 2.809 \times \text{معدل العائد على الأصول}$$

يتضح من خلال جدول رقم (4-7) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.898 ومعامل التحديد R^2 يساوي 0.806 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (معدل العائد على الأصول) استطاع أن يفسر 80.6% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (19.4%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن $(P = 0.000 < 0.05)$ ، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين معدل العائد على الأصول ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن زيادة معدل العائد على الأصول يدل على قدرة شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين على استغلال أصولها بصورة جديدة، مما ينعكس على زيادة الأرباح وبالتالي يكون بمقدورها توزيع أرباح على المساهمين، حيث إن زيادة هذا المعدل يعطى الشركة المزيد من المؤشرات الإيجابية عن وضع الشركة المالي وبالتالي قيامها بتوزيع أرباح على المساهمين.

وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (جهماني، 2007) التي أظهرت نتائجها بوجود علاقة طردية بين معدل العائد على الأصول ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم، أي أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول يزداد مبلغ التوزيعات النقدية للسهم، في حين اختلفت مع بعض الدراسات السابقة كدراسة (Tsuji, 2010)، (Mehri et al., 2013)، والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين معدل العائد على الأصول والتوزيعات النقدية، ويرى الباحث أن سبب اختلاف هذه النتيجة قد يعود إلى أن الشركة لديها فرص استثمارية مستقبلية تحفزها على احتجاز الأرباح بدلاً من دفع التوزيعات النقدية.

3-4-2-4- الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين السيولة النقدية للسهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

لاختبار الفرضية الثالثة تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (السيولة النقدية) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم).

جدول رقم (4-8)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم ، المتغير المستقل : السيولة النقدية للسهم)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	0.009	0.055		0.157	0.877	غير دال عند 0.05
السيولة النقدية	0.655	0.159	0.766	4.125	0.001	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	17.016				القيمة الاحتمالية	0.001
قيمة معامل التفسير R ²	0.586				القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.001
قيمة معامل الارتباط R	0.766					

جدول رقم (4-8) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = 0.009 + 0.655 \times \text{السيولة النقدية}$$

يتضح من خلال جدول رقم (4-8) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.766 ومعامل التحديد R² يساوي 0.586 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (السيولة النقدية للسهم) استطاع أن يفسر 58.6% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (41.4%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، كما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن (P = 0.001 < 0.05)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين السيولة النقدية للسهم وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين السيولة النقدية للسهم ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى كون التدفقات النقدية للسهم العامل الرئيسي والأهم بعد ربحية السهم في سياسة التوزيعات النقدية لدى شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، فمن الممكن أن تكون الشركة محققة للأرباح، ولكن لا يوجد لديها سيولة تمكنها من أن توزع الأرباح، فزيادة التدفقات النقدية لدى الشركة يحفزها على زيادة مبلغ التوزيعات، وهذه النتيجة تتفق مع فروض علم التمويل، حيث زاد التوجه حديثاً لزيادة مبلغ التوزيعات في حال توفر السيولة النقدية لتخفيض تكلفة الوكالة.

واتفقت هذه النتيجة مع معظم الدراسات السابقة كدراسة (حسين، 2008)، (جهماني ، 2007)، (Juma'h and Pacheco, 2008)، (EL Essa et al., 2012)، (Thanatawee, 2011) (Nuredin, 2012)، (Fodio, 2009) والتي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين السيولة النقدية والتوزيعات النقدية، في حين اختلفت هذه الدراسة مع دراسة (سلامة وآخرون، 2012) والتي توصلت إلى عدم وجود علاقة بين السيولة النقدية والتوزيعات النقدية، ويرى الباحث أن سبب اختلاف هذه النتيجة كون الشركة لديها فرص استثمارية، أو كون مساهمي الشركة من أصحاب نظرية لا علاقة للتوزيعات بسعر السهم، أي أنهم يفضلون العائد الرأسمالي عن التوزيعات النقدية.

4-4-2-4- الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين نمو الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين. لاختبار الفرضية الرابعة تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (نمو الشركة) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم)

جدول رقم (9-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط: المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم، المتغير المستقل: نمو الشركة

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	0.051	0.009	5.401	0.000	دال عند 0.05
حجم المبيعات	1.02E-09	0.000	22.727	0.000	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA					
قيمة اختبار F	516.532			القيمة الاحتمالية	0.000
قيمة معامل التفسير R ²	0.977			القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.000
قيمة معامل الارتباط R	0.989				

جدول رقم (9-4) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = 0.051 + 1.02E-09 \times \text{حجم المبيعات}$$

يتضح من خلال جدول رقم (9-4) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.989 ومعامل التحديد R^2 يساوي 0.977 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (نمو الشركة) استطاع أن يفسر 97.7% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (2.3%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن ($P = 0.000 < 0.05$)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين نمو الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

ويعزو الباحث هذه النتيجة كون زيادة الأرباح لدى شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين والتي تشجع الشركة على توزيع الأرباح تتولد من زيادة المبيعات، وبالتالي فإن زيادة المبيعات تعتبر مقياس لنمو الشركة، إلا أنه قد نجد شركات لديها نمو في المبيعات ولا تقوم بتوزيع أرباح، ويرى الباحث أن تلك الشركات لديها فرص استثمارية مربحة تشجعها على احتجاز الأرباح لزيادة حجم المبيعات، وبالتالي زيادة الأرباح.

واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (سلامة وآخرون، 2012)، (بورسلي وعبد السلام 2005)، (Juma'h and Pacheco, 2008) والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين التوزيعات النقدية ونمو الشركة، وعلى العكس من ذلك فقد أثبتت دراسات عديدة وجود علاقة عكسية بين نمو الشركة والتوزيعات النقدية كدراسة (حسين، 2008)، (Thanatawee, 2011)، (Nuredin, 2012) في حين توصلت دراسة (حمدان، 2014) إلى عدم وجود علاقة بين نمو الشركة وتوزيعات الأرباح.

5-4-2-4- الفرضية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين .
لاختبار الفرضية الخامسة تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (الرفع المالي) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم)

جدول رقم (10-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم، المتغير المستقل: الرفع المالي)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	0.287	0.058		4.976	0.000	دال عند 0.05
الرفع المالي	-0.535	0.260	-0.511	-2.058	0.062	غير دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	4.233	0.062	القيمة الاحتمالية			
قيمة معامل التفسير R ²	0.261	0.062	القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير			
قيمة معامل الارتباط R	0.511					

جدول رقم (10-4) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = 0.287 - 0.535 \times \text{الرفع المالي}$$

يتضح من خلال جدول رقم (10-4) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.511 ومعامل التحديد R² يساوي 0.261 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (الرفع المالي) استطاع أن يفسر 26.1% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (73.9%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين ضعف القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية المنخفضة لاختبار F حيث إن (P = 0.062 > 0.05)، مما يشير إلى عدم وجود علاقة بين الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

واتفقت هذه النتيجة مع دراسة (حمدان، 2014)، (Nuredin, 2012) والتي توصلت إلى عدم وجود علاقة بين الرفع المالي ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم، واختلفت نتيجة الدراسة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة (حسين، 2008)، (سلامة و آخرون، 2012)، (بورسلي وعبد السلام، 2005)، (AL Kuwari, 2009)، (EL Essa et al., 2012)، (Mehri et al., 2013)، (Al Malkawi, 2013)، (Al Malkawi, 2007) والتي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين

الرفع المالي والتوزيعات النقدية، وفي المقابل توصلت دراسة (Thanatawee, 2011) إلى وجود علاقة إيجابية بين الرفع المالي والتوزيعات النقدية، ويرى الباحث أن سبب الاختلاف لهذه النتيجة يثير الشك حول ما إذا كانت الشركة تستخدم القروض لتوزيع الأرباح بهدف تعديل هيكل التمويل الخاص بالشركة، أو أنها كانت موفقة في استخدام القروض وحققت عائد أعلى من قيمة الفوائد مما مكنها من توزيع أرباح على المساهمين.

4-2-4-6- الفرضية السادسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين. لاختبار الفرضية السادسة تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (حجم الشركة) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم)

جدول رقم (11-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم ، المتغير المستقل : حجم الشركة)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية Beta	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	0.023	0.016	1.489	0.162	غير دال عند 0.05	
حجم الشركة	6.64E-10	0.000	0.974	14.857	0.000	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	220.745	القيمة الاحتمالية	0.000			
قيمة معامل التفسير R ²	0.948	القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.000			
قيمة معامل الارتباط R	0.974					

جدول رقم (11-4) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = 0.023 + 6.64E-10 \times \text{حجم الشركة}$$

يتضح من خلال جدول رقم (11-4) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.974 ومعامل التحديد R² يساوي 0.948 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (حجم الشركة) استطاع أن يفسر 94.8% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم)

والباقي (5.2%) يعزى إلى عوامل أخرى. ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن ($P = 0.000 < 0.05$)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

ويعزو الباحث قوة هذه العلاقة إلى أن شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين الكبيرة قد وصلت إلى مرحلة تميزها في توفير السيولة من السوق عند الحاجة إليها أكثر من الشركات الصغيرة، كما تتميز باستقرار في الأرباح والسيولة النقدية أكثر من الشركات الصغيرة مما يشجع الشركة على دفع توزيعات نقدية.

واتفقت هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة (حمدان، 2014)، (سلامة وآخرون، 2012)، (EL Essa et al., 2012)، (AL Kuwari, 2009)، (AL Malkawi, 2007)، (Al Malkawi, 2013)، (Juma'h and Pacheco, 2008)، (Thanatawee, 2011)، (Bebczuk, 2004) التي أظهرت نتائجها بوجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية، وفي المقابل اختلفت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Nuredin, 2012) التي أظهرت نتائجها بعدم وجود تأثير لحجم الشركة على مبلغ التوزيعات النقدية للسهم، في حين أن دراسة (Tsuji, 2010) بينت وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية، ويرى الباحث أنه قد يعود هذا الاختلاف لكون الشركة لديها فرص استثمارية مستقبلية تجعلها تحتجز الأرباح بدلاً من توزيعها، أو لوجود ضرائب مرتفعة على التوزيعات فيفضل مساهمي الشركة العائد الرأسمالي عن التوزيعات النقدية.

4-2-4-7- الفرضية السابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.

لاختبار الفرضية السابعة تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم)

جدول رقم (12-4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم ، المتغير المستقل : نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	-0.081	0.064		-1.272	0.227	غير دال عند 0.05
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة	0.226	0.047	0.813	4.835	0.000	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	23.375	القيمة الاحتمالية	0.000			
قيمة معامل التفسير R ²	0.661	القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.000			
قيمة معامل الارتباط R	0.813					

جدول رقم (12-4) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

مبلغ التوزيعات للسهم = -0.081 + 0.226 × نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة

يتضح من خلال جدول رقم (12-4) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.813 ومعامل التحديد R² يساوي 0.661 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة) استطاع أن يفسر 66.1% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (33.9%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن (P = 0.000 < 0.05)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لسهم الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم.

ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن المساهمين يعتقدون أن الشركات الموزعة تمتاز بأداء جيد وبالتالي يزداد الطلب على أسهم هذه الشركات وبالتالي تزداد نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، وأن المساهمين في شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين يفضلون التوزيعات النقدية عن العائد الرأسمالي.

واتفقت هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة (بورسلي وعبد السلام، 2005)، (EL Essa et al., 2012) التي أثبتت وجود علاقة طردية بين التوزيعات النقدية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، في حين أنها اختلفت مع دراسة (Juma'h and Pacheco, 2008) التي بينت وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، ويرى الباحث أن سبب هذا الاختلاف قد يعود لاختلاف البيئة الاقتصادية وربما مساهمي تلك الشركات يفضلون العائد الرأسمالي عن التوزيعات النقدية.

8-4-2-4- الفرضية الثامنة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين عمر الشركة وسياسة توزيع الأرباح في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين.
لاختبار الفرضية الثامنة تم إيجاد معادلة انحدار المتغير المستقل (عمر الشركة) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم)

جدول رقم (4-13)

تحليل الانحدار الخطي البسيط

(المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم، المتغير المستقل: عمر الشركة)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	معاملات الانحدار المعيارية	الخطأ المعياري	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	-0.291	0.189		-1.536	0.151	غير دال عند 0.05
عمر الشركة	0.035	0.013	0.606	2.639	0.022	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	6.965				القيمة الاحتمالية	0.022
قيمة معامل التفسير R ²	0.367				القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.022
قيمة معامل الارتباط R	0.606					

جدول رقم (4-13) يوضح معادلة الانحدار البسيط التالية

$$\text{مبلغ التوزيعات للسهم} = -0.291 + 0.035 \times \text{عمر الشركة}$$

يتضح من خلال جدول رقم (13-4) أن قيمة الارتباط الخطي البسيط R تساوي 0.606 ومعامل التحديد R^2 يساوي 0.367 مما يعني أن المتغير المستقل (التفسيري) (عمر الشركة) استطاع أن يفسر 36.7% من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y : مبلغ التوزيعات للسهم) والباقي (63.3%) يعزى إلى عوامل أخرى، ويوضح جدول تحليل التباين القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يلاحظ من جدول تحليل التباين المعنوية العالية لاختبار F حيث إن ($P = 0.022 < 0.05$)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من الناحية الإحصائية ويؤكد على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين، وبما أن إشارة t موجبة فهذا يدل على أن هناك علاقة طردية بين عمر الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم. ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى كون الشركات ذات العمر الطويل قد وصلت إلى مرحلة من الاستقرار في الأرباح والسيولة النقدية والسمعة في السوق، والتي تمكنها من الحصول على الأموال وزيادة رأس المال في أي وقت، مما يشجعها على زيادة التوزيعات النقدية. واتفقت هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة كدراسة (Malkawi, 2013)، (AL Malkawi, 2007) التي أثبتت وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم، أي أن الشركات ذات العمر الأكبر تميل إلى دفع توزيعات نقدية للسهم أكثر من الشركات الناشئة.

9-4-2-4- اختبار t للفرق في المتوسطات الحسابية في العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين تعزى إلى توزيع الأرباح (موزعة، غير موزعة) عند مستوى دلالة $\alpha = 0.05$

تم استخدام اختبار t للفرق في المتوسطات الحسابية في العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين تعزى إلى توزيع الأرباح (موزعة، غير موزعة) حيث تم إعطاء الشركة الموزعة في أي عام الرقم 1 والشركة غير الموزعة الرقم صفر، والنتائج المبينة في جدول رقم (14-4) والذي يبين أن القيمة المحسوبة المطلقة t للمتغيرات (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية للسهم، نمو الشركة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) أكبر من قيمة t الجدولية والتي تساوي 2.02، كما أن القيمة الاحتمالية لتلك المتغيرات تساوي 0.000 وهي أقل من 0.05 مما يدل على وجود فروق في المتوسطات الحسابية للمتغيرات (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية، نمو الشركة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) تعزى

إلى توزيع الأرباح (موزعة، غير موزعة) والفروق لصالح الشركات الموزعة، كما يتبين أنه لا توجد فروق معنوية في المتغيرات (الرفع المالي، عمر الشركة) حيث إن القيمة المحسوبة المطلقة t لكل منهما -1.827، -0.601 وهي أقل من قيمة t الجدولية والتي تساوي 2.02، كما أن القيمة الاحتمالية لتلك المتغيرات أكبر من 0.05

جدول رقم (14-4)

نتائج اختبار t للفروق بين المتوسطات الحسابية في العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين تعزى إلى توزيع الأرباح (موزعة، غير موزعة)

القيمة الاحتمالية	قيمة t	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	عدد المشاهدات	توزيع الأرباح	المتغير المستقل
0.000	-6.361	0.101	-0.031	31	غير موزعة	ربحية السهم
		0.270	0.319	14	موزعة	
0.000	-5.735	0.077	-0.030	31	غير موزعة	معدل العائد على الأصول
		0.052	0.101	14	موزعة	
0.000	-5.622	0.069	0.075	31	غير موزعة	السيولة النقدية
		0.191	0.292	14	موزعة	
0.000	-5.007	5,534,820.985	4,966,254.697	31	غير موزعة	نمو الشركة
		159,036,780.003	146,160,931.340	14	موزعة	
0.075	-1.827	0.106	0.091	31	غير موزعة	الرفع المالي
		0.156	0.163	14	موزعة	
0.000	-5.960	9,801,184.621	11,957,766.287	31	غير موزعة	حجم الشركة
		240,142,470.529	265,845,794.913	14	موزعة	
0.000	-3.909	0.234	0.770	31	غير موزعة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم
		0.590	1.246	14	موزعة	
0.551	-0.601	7.521	12.677	31	غير موزعة	عمر الشركة
		2.814	13.929	14	موزعة	

قيمة t الجدولية عند درجة حرية "43" ومستوى دلالة 0.05 تساوي 2.02

يتضح من خلال الجدول رقم (14-4) ما يلي:

- 1- أن المتوسط الحسابي لربحية السهم للشركات الموزعة 0.319 وهو أعلى من المتوسط الحسابي للشركات غير الموزعة -0.031 وهذا يؤكد على أهمية ربحية السهم للتوزيعات النقدية ويدلل على أن الشركات الموزعة من الشركات المحققة للأرباح.
- 2- أما معدل العائد على الأصول فكان المتوسط الحسابي للشركات الموزعة 0.101، وللشركات غير الموزعة -0.03، وهذا يؤكد أن الشركات الموزعة للأرباح كانت موفقة في استثماراتها وتحقق معدل عائد على الأصول إيجابي، بينما الشركات غير الموزعة فكانت تجني خسائر.
- 3- بلغ المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية للسهم للشركات الموزعة 0.292 دينار، وهو أعلى من الشركات غير الموزعة والبالغ 0.075، وهذا يؤكد أهمية هذا العامل في تحديد سياسة التوزيعات.
- 4- وقد بلغ المتوسط الحسابي لنمو الشركة والمتمثل في حجم المبيعات في الشركات الموزعة 146,160,931.340 دينار، وهو أكبر من الشركات غير الموزعة والبالغ 4,966,254.697 دينار وهذا عكس النظرية القائلة بأن الشركات التي لديها نمو أعلى تميل إلى حجز الأرباح بدلاً من توزيعها.
- 5- أما الرفع المالي فكان أعلى في الشركات الموزعة، فقد بلغ في الشركات الموزعة 0.163، بينما كان في الشركات غير الموزعة 0.091، وهذا يدل على أن الشركات الموزعة كانت موفقة في استخدام الدين وحقق عائد أعلى من تكلفة القرض وهذا عكس النظرية القائلة بأن الشركات المقترضة تميل إلى حجز الأرباح والفارق غير معنوي حيث إن القيمة الاحتمالية بلغت 0.075، وهي أكبر من 5%.
- 6- وقد بلغ المتوسط الحسابي لحجم الشركات الموزعة للأرباح 265,845,794.913 دينار، وهو أكبر من المتوسط الحسابي لحجم الشركات غير الموزعة والبالغ 11,957,766.287 دينار، وهذا يؤكد النظرية القائلة بأن الشركات الكبيرة تميل إلى دفع التوزيعات كونها وصلت مرحلة النضج على عكس الشركات الصغيرة التي بحاجة إلى أموال لتمويل توسعاتها.
- 7- وقد بلغت القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات الموزعة للأرباح 1.246، بينما في الشركات غير الموزعة 0.770، وهذا يدل على أن المساهمين يفضلون الشركات الموزعة ويدفعون أعلى من قيمة السهم الدفترية لاعتقادهم بنجاح الشركة وأدائها الجيد،

8- وقد بلغ متوسط عمر الشركات الموزعة للأرباح 13.929 عام، وهو أكبر من متوسط الشركات غير الموزعة والبالغ 12.677 عام، وهذا يؤكد النظرية القائلة بأن الشركات القديمة تميل إلى دفع التوزيعات لسمعتها في السوق وقدرتها في الحصول على الأموال في الوقت المطلوب والفارق غير معنوي حيث كانت القيمة الاحتمالية 0.551، وهي أكبر من 5%.

10-4-2-4- نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد

تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Enter method) لمعرفة أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية، نمو الشركة، الرفع المالي، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، عمر الشركة) على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم) للشركات الموزعة للأرباح.

جدول رقم (15-4)

تحليل الانحدار الخطي المتعدد Enter method (المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	معاملات الانحدار المعيارية Beta	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال/ غير دال
الثابت	-0.177	0.347		-0.509	0.632	غير دال عند 0.05
ربحية السهم .	0.337	0.496	0.558	0.681	0.526	غير دال عند 0.05
حجم الشركة	0.465	1.609	0.149	0.289	0.784	غير دال عند 0.05
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	0.008	0.109	0.009	0.070	0.947	غير دال عند 0.05
السيولة النقدية .	0.000	0.000	-0.330	-0.213	0.840	غير دال عند 0.05
نمو الشركة	0.159	0.313	0.152	0.509	0.632	غير دال عند 0.05
معدل العائد على الأصول	0.000	0.000	0.710	0.577	0.589	غير دال عند 0.05
الرفع المالي .	-0.037	0.045	-0.133	-0.826	0.447	غير دال عند 0.05
عمر الشركة .	0.012	0.016	0.198	0.705	0.512	غير دال عند 0.05

وقد تبين من خلال نتائج هذا التحليل جدول رقم (15-4) أن معادلة الانحدار غير جيدة حيث إن قيم معاملات الانحدار لكل متغير أكبر من 0.05، كما تبين من الجدول رقم (5-4)

وجود ارتباطات قوية بين معظم المتغيرات المستقلة، لذلك سوف يتم استخدام طريقة تحليل الانحدار الخطي المتعدد (backward method) الحذف من الخلف، للتوصل إلى النموذج الذي يحتوي على أفضل مجموعة من المتغيرات المستقلة والأكثر تأثيراً في النموذج

جدول رقم (16-4)

تحليل الانحدار الخطي المتعدد Backward method (المتغير التابع: مبلغ التوزيعات للسهم)

المتغيرات المستقلة	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	معاملات الانحدار المعيارية Beta	قيمة t	القيمة الاحتمالية sig.	دال غير دال
الثابت	0.042	0.016		2.546	0.029	دال عند 0.05
ربحية السهم	0.417	0.081	0.689	5.157	0.000	دال عند 0.05
حجم الشركة ويعبر عنه بإجمالي الأصول	3.092E-10	0.000	0.454	3.434	0.006	دال عند 0.05
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	-0.046	0.020	-0.164	-2.232	0.049	دال عند 0.05
تحليل التباين ANOVA						
قيمة اختبار F	238.550	القيمة الاحتمالية	0.000			
قيمة معامل التفسير المعدل R ²	0.982	القيمة الاحتمالية لمعامل التفسير	0.000			

وقد تبين من خلال نتائج هذا التحليل جدول رقم (16-4) أن معادلة الانحدار جيدة حيث إن قيمة F المحسوبة تساوي 238.550، هي ذات دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 حيث إن القيمة الاحتمالية تساوي 0.000 وهي أصغر من 0.05، ومن خلال معاملات المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع بعد أن تم تحويلها إلى علامات معيارية Standardization الموجودة في عمود Beta يتبين أن أكثر المتغيرات المستقلة تأثيراً على المتغير التابع هي ربحية السهم حيث بلغت القيمة المطلقة Beta لربحية السهم 0.689، ثم تليها حجم الشركة حيث بلغت القيمة المطلقة Beta لحجم الشركة 0.454، وأقلها متغير نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم حيث بلغت القيمة المطلقة Beta لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية -0.164

كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (التفسير) $R^2 = 0.982$ والقيمة الاحتمالية المقابلة له بلغت 0.000 مما يدل على أن نسبة التباين الذي تفسره المتغيرات المستقلة (ربحية السهم، حجم

الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) التي دخلت معادلة الانحدار من تباين المتغير التابع جيدة عند مستوى دلالة 0.05 وتساوي 98.2%، وتبين النتائج أن باقي المتغيرات المستقلة (معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية، نمو الشركة (حجم المبيعات)، الرفع المالي، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) لا يوجد لها تأثير على المتغير التابع (مبلغ التوزيعات للسهم)، حيث إن القيمة الاحتمالية لكل منها أكبر من 0.05.

ويمكن كتابة معادلة الانحدار كما يلي:

معادلة انحدار مبلغ التوزيعات للسهم على المتغيرات المستقلة (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية، نمو الشركة (حجم المبيعات)، الرفع المالي، حجم الشركة ويعبر عنه بإجمالي الأصول، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، عمر الشركة)

$$Y = 0.042 + 0.417 \times X1 + 3.092E-10 \times X6 - 0.046 \times X7$$

حيث إن :

Y: مبلغ التوزيعات للسهم

X1: ربحية السهم

X6: حجم الشركة

X7: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

- النتائج
- التوصيات
- الدراسات المقترحة

أولاً: نتائج الدراسة:

فيما يلي أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:-

- 1- عدم تماثل شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين في سياساتها لتوزيع الأرباح، وأن معظم تلك الشركات غير موزعة للأرباح، حيث أن 75% من شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين غير موزعة للأرباح.
- 2- تبين أن كلاً من (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، صافي التدفقات النقدية للسهم، نمو الشركة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم) للشركات الموزعة للأرباح أعلى من الشركات غير الموزعة للأرباح.
- 3- تبين عدم وجود فروق جوهرية بين الشركات الموزعة للأرباح والشركات غير الموزعة للأرباح في (الرفع المالي، عمر الشركة).
- 4- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية لربحية السهم على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين ربحية السهم ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما ارتفعت ربحية السهم زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.
- 5- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الأصول على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين معدل العائد على الأصول ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما ارتفع معدل العائد على الأصول زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.
- 6- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية للسيولة النقدية للسهم على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين معدل السيولة النقدية للسهم ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما ارتفعت السيولة النقدية للسهم زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.
- 7- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية لنمو الشركة على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين نمو الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما كان نمو الشركة سريع زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.
- 8- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح.

9- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين حجم الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما كان حجم الشركة كبير زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.

10- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما ارتفعت هذه النسبة زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.

11- وجود أثر مهم ذو دلالة إحصائية لعمر الشركة على مبلغ التوزيعات النقدية في الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين الموزعة للأرباح، حيث تبين وجود ارتباط طردي بين عمر الشركة ومبلغ التوزيعات النقدية، أي أنه كلما تقدمت الشركة بعمر وجودها في السوق زادت فرصة الشركة لزيادة مبلغ التوزيعات.

12- في شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين تم اختبار مدى قدرة جميع المتغيرات المستقلة مجتمعة على التنبؤ بالمتغير التابع (مبلغ التوزيعات) باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد الأسلوب الإحصائي الحذف من الخلف في الفترة ما بين عام 2007-2012 فقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك ثلاث متغيرات تربطها علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بمبلغ التوزيعات مرتبة حسب قوة تأثيرها وهي ربحية السهم تليها حجم الشركة، ثم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، وبالتالي يمكن تحديد النموذج التالي للتنبؤ بمبلغ التوزيعات لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين.

مبلغ التوزيعات للسهم = $0.042 + 0.417 \times \text{ربحية السهم} + 3.092E-10 \times \text{حجم الشركة} - 0.046 \times \text{نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم}$.

ثانياً: توصيات الدراسة:

في ضوء النتائج التي أسفرت عنها الدراسة تم اقتراح التوصيات التالية:

توصيات متعلقة بالشركات المدرجة في بورصة فلسطين:

- 1- ضرورة زيادة اهتمام الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين وخصوصاً غير الموزعة للأرباح بتقييم أدائها المالي ودراسة أهم العوامل المحددة لكفاءتها ونشاطاتها الاستثمارية، حتى يتسنى لها تحسين أهم المؤشرات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية للسهم، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، نمو الشركة).
- 2- ضرورة اهتمام الشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين بتوزيع أرباح على المساهمين، وعدم المغالاة في احتجاز الأرباح إذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المناسبة.
- 3- ضرورة أن تقوم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بعمل استقصاء لآراء مساهميها حول تفضيلاتهم لنظريات توزيع الأرباح وأخذ هذه التفضيلات في الحسبان والتخطيط للسياسة التي تناسب مساهميها والإعلان عن هذه السياسة.
- 4- ضرورة إعلام المساهمين والمتعاملين في السوق المالي مسبقاً بالأسباب التي تدفع الإدارة لاتخاذ قرارات ترتبط بإحداث تغييرات في سياسة توزيعات الأرباح، حتى تتجنب رد الفعل السلبي من المساهمين لهذه التغييرات.
- 5- توخي مراعاة عامل الكفاءة في استثمار الأموال المقترضة وذلك من خلال الحرص عند اتخاذ القرار التمويلي في الشركة على الموازنة بين عنصرين مهمين وهما : العائد على الاستثمار للأموال المقترضة من جهة والفائدة المدفوعة على تلك الأموال من جهة أخرى.
- 6- تشجيع أساليب تمويل نشاط الشركة من خلال زيادة رأس المال بدلاً من الاعتماد على القروض الربوية ذات الفوائد المرتفعة والمصحوبة بمخاطر مرتفعة والاعتماد على أساليب التمويل الإسلامي كالمشاركة والمضاربة والمرابحة والإستصناع كنوع من أنواع التمويل.

توصيات متعلقة بالمساهمين في بورصة فلسطين:

- 1- ضرورة تحليل البيانات والنشرات الدورية الصادرة عن الشركات قبل الإقبال على أية عملية استثمارية بمعنى ضرورة اتباع أسلوب علمي يعتمد على الأساليب الإحصائية والمؤشرات المالية لاختيار الشركات التي يرغب المساهم الاستثمار في أوراقها المالية، بدلاً من الاستثمار العشوائي القائم على التخمين.

2- ضرورة قيام المساهم بالاتصال الدائم مع المؤسسات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قبل اتخاذ أي قرار استثماري.

توصيات متعلقة في بورصة فلسطين:

- 1- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط الشركات المدرجة في البورصة، والمتمثلة في المؤشرات المالية، وتقارير مجلس الإدارة، ليسهل فهمها من قبل جميع الأطراف المعنية.
- 2- ضرورة زيادة الاهتمام ببحث الشركات الفلسطينية بأهمية إدراجها في بورصة فلسطين لما لهذا الإدراج من أهمية للشركة وللأفراد بشكل خاص وللاقتصاد الفلسطيني بشكل عام.

ثالثاً: الدراسات المقترحة:

- 1- إجراء نفس الدراسة على مستوى القطاعات الأخرى وعمل مقارنة بين القطاعات حول سياسة توزيع الأرباح.
- 2- دراسة أثر العوامل غير المالية على سياسة توزيع الأرباح على نفس القطاع والقطاعات الأخرى.
- 3- دراسة أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح.
- 4- دراسة أثر ملكية الحكومة للأسهم على سياسة توزيعات الأرباح.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أ- الكتب العربية:

- 1- الأعرج، طارق (2011)، "مقرر الأسواق المالية"، الأكاديمية العربية في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، الدنمارك.
- 2- الدهراوي، كمال وهلال، عبد الله (2012)، "المحاسبة في شركات الأموال"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر.
- 3- الهواري، سيد (1985)، "الإدارة المالية"، دار الجليل للطباعة، الطبعة الأولى، مصر.
- 4- الهواري، سيد (1987)، "الاستثمار والتمويل"، النسخة الأخيرة، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر.
- 5- هندي، منير (2002)، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الطبعة الأولى، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.
- 6- هندي، منير (2003)، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.
- 7- هندي، منير (1998)، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر.
- 8- الحناوي، محمد والعبد، جلال (2007)، "الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 9- حنفي، عبد الغفار وقرياقص، رسمية (2002)، "مدخل معاصر في الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 10- حنفي، عبد الغفار (2002)، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 11- الميداني، محمد (2004)، "الإدارة التمويلية في الشركات"، الطبعة الرابعة، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية.
- 12- النعيمي، عدنان والساقي، سعدون وسلام، اسامة وموسى، شقيري (2009)، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 13- النعيمي، عدنان والنعيمي، أرشد (2009)، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- 14- العلي، أسعد (2010)، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 15- عقل، مفلح (2009)، "مقدمة في الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 16- أبو شمالة، سامي والهدار، مروان (2007)، "الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة دار المعرفة، غزة، فلسطين.
- 17- توفيق، جميل (1975)، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية للنشر، الإسكندرية.
- 18- الخطيب، محمد (2010)، "الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات"، الطبعة الأولى، دار الأمين للنشر والتوزيع، رام الله، فلسطين.
- 19- خصاونة، محمد (2011)، "أساسيات الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.

ب- الرسائل العلمية العربية:

- 1- البراجنة، أمجد (2009)، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، أطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- 2- زواويد، لزهاري (2012)، "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة دبي"، أطروحة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- 3- زعرب، ناهده (2012)، "تحليل حجم تداول الأسهم في قطاع البنوك الوطنية المدرجة في بورصة فلسطين"، أطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- 4- رمضان، حميدة (2012)، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق عمان المالي"، أطروحة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
- 5- شراب، صباح (2006)، "أثر الاعلان عن توزيع الأرباح على اسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، أطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- 6- خليل، إسلام (2011)، "أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيع الأرباح"، أطروحة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

7- أبو غبن، هيثم (2013)، "نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC) وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، أطروحة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين.

ج- الدوريات العربية:

- 1- بورسلي، أماني، وعبد السلام، فايز (2005)، "محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية: دليل سوق الكويت للأوراق المالية"، المجلة العربية للعلوم الادارية، المجلد 12، العدد 2.
- 2- جهماني، عمر (2007)، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية في الشركات المساهمة البحرينية"، مجلة جامعة اليرموك، بغداد، المجلد (23)، العدد (1)، ص326-343.
- 3- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، (2008)، "أسهم الخزينة"، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، فلسطين.
- 4- حمدان، علام (2014)، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية"، المجلة الاردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 1، ص63-81.
- 5- حسين، هاشم (2008)، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد 2008 العدد 17، ص 209-230.
- 6- الكور، عز الدين (2010)، "أثر السيولة على كفاءة التكلفة والأداء: دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية الأردنية"، ورقة علمية مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، طرابلس، ليبيا.
- 7- مكايي، نادية (1998)، "تحليل ودراسة محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك المصرية وأثرها على أسعار أسهمها في السوق"، جامعة عين شمس، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ص191-293.
- 8- نمر، محسن (1997)، "توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات"، مجلة المساهم، العدد 3، عمان، ص7-23.
- 9- النمروطي، خليل والعويسي، سمير (2012)، "تحليل اتجاهات المستثمرين الافراد في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مجلة الجامعة الاسلامية، مجلد 20، العدد 1، ص1-36.

- 10- سلامة، حسين والزعبي، بشار وطويرش، عبدالله (2012)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في الاسواق المالية السعودية"، المجلة العربية للعلوم الادارية، المجلد 19، العدد 2.
- 11- عبد الوهاب، دادان وحورية، بديدة (2011)، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40"، مجلة جامعة ورقلة، المجلد 2011، العدد 11، ص 1-25.
- 12- الظاهر، مفيد (2011)، "تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، المجلد 2، العدد 23، ص 115-136.
- 13- الظاهر، مفيد والفقهاء، سام (2011)، "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد 26، العدد 7، ص 383-414.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

أ- الكتب الأجنبية:

- 1- Baker, kent H., "**Dividends and Dividends Policy**", First ed, Canda, (2009).
- 2- Brigham, E., and Ehrhardt, M., "**Financial Management**", 13th ed, USA, (2013).
- 3- Frankfurter, George M., and Wood, Boob G., "**Dividends Policy Theory and Practice**", First ed, USA, (2003).
- 4- Fung, L., "**Financial Management**", 12th ed, University of London, London, United Kingdom, (2012).
- 5- Paramasivan, C., and Subramanian, T., "**Financial Management**", New delhi, India, (2010).
- 6- Silva, L., Georgen, M., and Renneboog, L., "**Dividend Policy and Corporate Governance**", First ed, University of Oxford, New York, USA (2004).

- 1- Bebczuk, Ricardo N., (2004) **"Explaining Dividend Policies in Argentina"**, Department of Economics, Universidad Nacional de la Plata.
- 2- El Essa, M., Hameedat, M., Altarairh, J., and Nofal, M., (2012) **"A Worthy Factors Affecting Dividends Policy Decisions An Empirical Study on Industrial Corporation Listed in Amman Stock Exchange"**, Journal of Contemporary Research Business, Vol. 4, No.5, pp. 614_622.
- 3- Fodio, Musa I., (2009) **"The dividend policy of firms quoted on the Nigerian stock exchange: An empirical analysis"**, Nigeria, African Journal of Business Management Vol.3, No.10, pp. 555_566.
- 4- Juma'h, A., and Pacheco, C., (2008) **"The Financial factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S. Manufacturing Companies"**, Inter Metro Business Journal, Vol. 4, No.2, pp.23_43.
- 5- Al-Kuwari, D., (2009) **"Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries"**, Global Economy & Finance Journal, Vol.2, No.2, pp. 38_63.
- 6- Al Malkawi, Husam- Aldin N., Twairsh, Abdullah E., and Harery, Khadija., (2013) **"Determinants of the Likelihood to Pay Dividends Evidence from Saudi Arabia"**, Journal of American Science Vol. 9, No.12, pp. 518_528.
- 7- Al Malkawi, Husam- Aldin N., (2007) **"Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: an Application of the Tobit Model"**, Journal of Economic & Administrative Sciences Vol.23, No.2, pp. 44_70.

- 8- Mehri, M., Ardestani, H., Rasid, S., and Basiruddin, R., (2013) **"Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Product Sectors of Malaysia"**, Journal of Applied Finance & Banking, Vol.3, No.1, pp. 123_136.
- 9- Nuredin, muhammed., (2012) **"Determinants of the Dividend Policy of Insurance Companies in Ethiopia"**, Unpublished master's thesis, Addis ababa university, ethiopia.
- 10-Thanatawee, Y., (2011) **"Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand"**, International Journal of Financial Research, Vol.2, No.2. ,pp. 52_60.
- 11-Tsuji, C., (2010) **"What Are The Determinants Of Dividend Policy? The Case Of The Japanese Electrical Appliances Industry"**, Business and Economics Journal, Vol.2010, No.BEJ-9, pp. 1_16.

ثالثاً : المواقع الالكترونية

- موقع بورصة فلسطين www.pex.ps.
- موقع هيئة سوق رأس المال الفلسطيني www.pcma.ps.
- موقع هيئة تشجيع الاستثمار الفلسطينية www.ipa.ps
- موقع فلسطين أون لاین www.falesteen.ps
- السوق المالي السعودي www.tadawal.com.sa

رابعاً : القوانين

- قانون هيئة سوق رأس المال 2004
- قانون الشركات الفلسطيني لسنة 2008

الملاحق

ملحق رقم (1)

نتائج الانحدار الخطي المتعدد طريقة Backward

Regression/ Backward method

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.993 ^a	.986	.982	.021898

a. Predictors: (Constant) .

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.343	3	.114	238.550	.000 ^b
Residual	.005	10	.000		
Total	.348	13			

a. Dependent Variable:

b. Predictors: (Constant).

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.042	.016		2.546	.029
X1.	.417	.081	.689	5.157	.000
X6.	3.092E-10	.000	.454	3.434	.006
X7.	-.046-	.020	-.164-	-2.232-	.050

a. Dependent Variable:

ملحق رقم (2)

الشركات المدرجة في بورصة فلسطين حتى تاريخ 1/12/2014

قطاع الخدمات			
اسم الشركة	رمز الشركة	سنة التأسيس	تاريخ الادراج
ابراج الوطنية	ABRAJ	1995	14/4/2010
المؤسسة العربية للفنادق	AHC	1996	30/05/1998
المؤسسة العقارية العربية	ARE	1986	04/01/1997
جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	2009	29/10/2009
مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	1995	22/06/2008
بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	1998	3/7/2012
الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	1995	06/05/1997
الفلسطينية للكهرباء	PEC	1999	28/03/2004
العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	PLAZA	1999	21/09/2000
مصايف رام الله	RSR	1945	24/5/2010
الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	2005	23/04/2007
موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	WATANIYA	2007	9/1/2011
قطاع البنوك والخدمات المالية			
البنك الاسلامي العربي	AIB	1995	22/11/1997
بنك فلسطين	BOP	1960	22/9/2005
البنك الاسلامي الفلسطيني	ISBK	1995	2/7/2009
البنك التجاري الفلسطيني	PCB	1992	20/12/2006
بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	1994	13/2/1997
فلسطين لتمويل الرهن العقاري	PMHC	2000	13/4/2011
سوق فلسطين للأوراق المالية	PSE	1995	4/4/2012
بنك القدس	QUDS	1995	22/3/1997
البنك الوطني	TNB	2005	29/4/2007
قطاع التأمين			
المجموعة الاهلية للتأمين	AIG	1994	23/2/1997
العالمية المتحدة للتأمين	GUI	2010	30/3/2011

9/7/2006	1992	MIC	المشرق للتأمين
15/1/1997	1992	NIC	التأمين الوطنية
10/5/2010	1994	PICO	فلسطين للتأمين
4/5/2011	2006	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين
13/5/2008	1995	TRUST	ترست العالمية للتأمين
قطاع الاستثمار			
2/3/2014	1994	APIC	العربية الفلسطينية للاستثمار
25/4/2011	2004	AQARIYA	العقارية التجارية للاستثمار
27/7/1997	1994	ARAB	المستثمرون العرب
17/12/2006	1996	JREI	القدس للاستثمارات العقارية
5/6/1997	1993	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار
23/7/2006	1993	PID	الفلسطينية للاستثمار والائتماء
31/12/2002	1995	PIIC	فلسطين للاستثمار الصناعي
24/2/1997	1994	PRICO	فلسطين للاستثمار العقاري
21/1/2007	2005	UCI	الاتحاد للاعمار والاستثمار
قطاع الصناعة			
5/3/1997	1990	APC	العربية لصناعة الدهانات
31/12/2012	1997	AZIZA	دواجن فلسطين
22/12/2004	1973	BPC	بيرزيت للدوية
17/5/2011	1977	ELECTRODE	مصنع الشرق للالكترود
17/5/2005	1995	GMC	مطاحن القمح الذهبي
24/7/1997	1964	JCC	سجاير القدس
20/1/1997	1969	JPH	القدس للمستحضرات الطبية
30/12/2002	1998	LADAEN	فلسطين لصناعات اللدائن
30/11/2011	1991	NAPCO	الوطنية لصناعة الألومنيوم البروفيلات
6/8/2006	1993	NCI	الوطنية لصناعة الكرتون
23/04/2013	1986	PHARMACARE	دار الشفاء لصناعة الادوية
9/8/1999	1953	VOIC	مصانع الزيوت النباتية

المصدر: إعداد الباحث وفقاً لموقع بورصة فلسطين (www.pex.ps 20/11/2014).

ملحق رقم (3)

مبلغ التوزيعات النقدية للسهم بالدينار الأردني في الشركات الممثلة لعينة الدراسة خلال فترة
الدراسة من عام 2007 حتى عام 2012 (DPS)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	الرمز	إسم الشركة / السنوات	
0	0	0	0	0	0	AHC	المؤسسة العربية للفنادق	1
0	0	0	0	0	0	ARE	المؤسسة العقارية العربية	2
0	0	0	0	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	GCOM	جلوبال كوم للاتصالات	3
0.10	0	0	0.05	0	لم تكن مدرجة	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	4
0.45	0.40	0.40	0.35	0.40	0.25	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية	5
0.071	0.071	0.071	0.071	0.071	0.0426	PEC	الفلسطينية للكهرباء	6
0	0	0	0	0	0	PLAZA	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	7
0	0	0	0	0	0	WASSEL	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	8

المصدر: إعداد الباحث وفقاً لمحاضر اجتماع الهيئة العامة العادي للشركات عينة الدراسة.

ملحق رقم (4)

ربحية السهم بالدينار الاردني لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	الشركة/السنة
-0.03976	-0.07622	-0.00449	-0.02069	-0.01425	0.00033	المؤسسة العربية للفنادق
0.01590	0.02818	-0.28400	0.10400	0.07500	-0.03400	المؤسسة العقارية العربية
-0.14209	-0.09343	-0.09749	-0.06610	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
0.16000	0.06300	0.13000	0.14000	0.01100	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
0.62400	0.68900	0.65600	0.53400	0.67800	0.49800	الاتصالات الفلسطينية
0.09940	0.09940	0.08023	0.08236	0.07100	0.05183	الفلسطينية للكهرباء
-0.13000	-0.15000	-0.05000	0.04300	0.03950	-0.07100	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
-0.05990	-0.30560	0.00200	0.09400	0.00300	0.07276	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر: إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات، النسب احتسبت من قبل الباحث.

ملحق رقم (5)

معدل العائد على الأصول لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
-0.031	-0.057	-0.003	-0.019	-0.012	0.000	المؤسسة العربية للفنادق
0.006	0.011	-0.145	0.090	0.051	-0.023	المؤسسة العقارية العربية
-0.199	-0.194	-0.168	-0.104	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
0.066	0.030	0.072	0.088	0.008	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
0.133	0.158	0.157	0.132	0.193	0.155	الاتصالات الفلسطينية
0.075	0.071	0.054	0.052	0.046	0.029	الفلسطينية للكهرباء
-0.060	-0.068	-0.022	0.022	0.018	-0.041	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
-0.029	-0.173	0.001	0.057	0.002	0.051	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر : إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات، النسب احتسبت من قبل الباحث.

ملحق رقم (6)

السيولة النقدية للسهم بالدينار الاردني لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
0.01035232	0.00621808	0.02449828	0.006926818	0.008889706	0.01987525	المؤسسة العربية للفنادق
0.018226559	0.115295767	0.07093973	0.203352338	0.266089852	0.133758391	المؤسسة العقارية العربية
0.001312126	0.047299048	0.000689852	0.066377296	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
0.319611632	0.070266879	0.13937856	0.440605221	0.152689287	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
0.351095916	0.479992403	0.535817664	0.486693257	0.5877151	0.2398185	الاتصالات الفلسطينية
0.061215727	0.082119405	0.069744424	0.224965476	0.138764956	0.065825828	الفلسطينية للكهرباء
0.029064143	0.033228714	0.047764429	0.044853714	0.027844253	0.018561111	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
0.162386462	0.145086615	0.136411231	0.104325231	0.060299433	0.15277573	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر : إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات، النسب احتسبت من قبل الباحث.

ملحق رقم (7)

نمو الشركة (حجم المبيعات) بالدينار الاردني لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
4,711,068	3,999,796	553,838	0	0	0	المؤسسة العربية للفنادق
2,436,976	2,287,128	1,101,092	581,294	1,130,075	1,908,498	المؤسسة العقارية العربية
326,013	243,052	150,007	28,858	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
3,376,976	2,613,512	2,903,408	2,370,138	1,506,626	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
365,852,000	370,200,000	338,300,000	315,092,000	299,064,000	226,202,357	الاتصالات الفلسطينية
21,419,229	21,222,536	21,031,637	20,846,532	20,666,930	20,608,704	الفلسطينية للكهرباء
15,762,130	19,002,492	16,432,675	15,179,665	12,117,919	6,879,321	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
8,317,751	7,790,327	7,650,098	6,932,012	7,128,068	4,280,197	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر : إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات.

ملحق رقم (8)

الرافعة المالية لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
0.206	0.161	0.158	0.071	0.081	0.000	المؤسسة العربية للفنادق
0.002	0.004	0.000	0.000	0.000	0.000	المؤسسة العقارية العربية
0.008	0.000	0.000	0.000	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
0	0	0	0	0	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
0.036	0.062	0.093	0.134	0.045	0.114	الاتصالات الفلسطينية
0.098	0.153	0.326	0.347	0.423	0.452	الفلسطينية للكهرباء
0.370	0.226	0.213	0.178	0.136	0.221	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
0.329	0.129	0.077	0.057	0.125	0.055	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر: إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات، النسب احتسبت من قبل الباحث.

ملحق رقم (9)

حجم الشركة (إجمالي الأصول) بالدينار الاردني لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
32,194,064	33,230,165	34,836,498	27,304,731	26,125,946	20,074,280	المؤسسة العربية للفنادق
2,736,592	2,422,451	1,862,990	1,095,390	1,387,232	1,409,318	المؤسسة العقارية العربية
3,994,933	4,708,139	5,677,094	6,035,948	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
7,712,429	6,614,800	5,889,486	5,006,370	4,310,350	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
616,521,000	574,842,000	551,261,000	531,270,000	461,950,000	421,593,549	الاتصالات الفلسطينية
79,892,139	83,586,108	88,430,922	95,147,177	97,578,668	107,049,767	الفلسطينية للكهرباء
15,076,093	15,510,152	15,817,924	13,933,197	11,700,770	9,060,566	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
13,247,858	11,507,129	11,886,946	11,047,890	10,738,150	9,253,673	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر: إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات.

ملحق رقم (10)

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
0.786	0.889	0.976	0.934	0.803	1.054	المؤسسة العربية للفنادق
0.41	0.436	0.69	0.5	0.369	0.67	المؤسسة العقارية العربية
0.35	0.888	1.06	1.136	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
0.79	0.868	0.872	0.482	0.55	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
1.48	1.624	1.776	1.926	1.954	2.34	الاتصالات الفلسطينية
1.028	0.914	0.903	0.832	0.55	0.85	الفلسطينية للكهرباء
0.73	0.676	0.732	0.643	0.499	0.962	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
0.98	1.214	0.855	0.557	0.731	1.047	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر: إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات، النسب احتسبت من قبل الباحث.

ملحق رقم (11)

عمر الشركة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
17.000	16.000	15.000	14.000	13.000	12.000	المؤسسة العربية للفنادق
27.000	26.000	25.000	24.000	23.000	22.000	المؤسسة العقارية العربية
4.000	3.000	2.000	1.000	لم تكن مدرجة	لم تكن مدرجة	جلوبال كوم للاتصالات
18.000	17.000	16.000	15.000	14.000	لم تكن مدرجة	مركز نابلس الجراحي التخصصي
18.000	17.000	16.000	15.000	14.000	13.000	الاتصالات الفلسطينية
14.000	13.000	12.000	11.000	10.000	9.000	الفلسطينية للكهرباء
14.000	13.000	12.000	11.000	10.000	9.000	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق
8.000	7.000	6.000	5.000	4.000	3.000	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية

المصدر : إعداد الباحث وفقاً للتقارير المالية المنشورة للشركات.