

The effect of financial leverage on dividend yield – An applied study on Saudi joint stock companies –

Madi Ali H. Al-Assire

Ibn Rushd College for Management Sciences || Ministry of Education || KSA

Abstract: The study aimed to identify the impact of financial leverage on the return on dividends in Saudi joint stock companies during the period 2010-2019. The study sample consisted of (51) companies, which distributed their profits during the study years, and the study relied on the data published in the financial reports. The results of the study concluded that there is no statistically significant effect (of leverage, company size, company age) on the dividend yield, but there is a positive relationship, but it is not statistically significant. Dividend yield, but there is a negative but not statistically significant relationship. It recommended the need for companies to use borrowed funds that achieve a return on investment that exceeds the cost of financing on loans, and for financial leverage to have a tangible impact on the return on dividends. With a study that takes into account the inflation factor and the economic situation, to come up with results that benefit decision makers, whichever is more appropriate for financial leverage, financing by ownership or indebtedness, or deferring and reducing the degree of financial leverage that maximizes the return on dividends, taking into account the return on investment in companies.

Keywords: financial leverage, return, dividend yield, dividends, joint stock companies.

أثر الرافعة المالية في عائد توزيعات الأرباح – دراسة تطبيقية على شركات المساهمة السعودية –

معدي علي حسن العسيري

كلية ابن رشد للعلوم الإدارية || وزارة التعليم || المملكة العربية السعودية

المستخلص: هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية خلال الفترة 2010-2019، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المدرجة في سوق المال السعودي، والبالغ عددهم (190) شركة، وتم اختيار عينة الدراسة من (51) شركة، قامت بتوزيع أرباحها خلال سنوات الدراسة، واعتمدت الدراسة على البيانات المنشورة في التقارير المالية. وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود أثر دال إحصائياً (لرافعة المالية، حجم الشركة، عمر الشركة) على عائد توزيعات الأرباح ولكن يوجد علاقة إيجابية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية، كما تبين عدم وجود أثر دال إحصائياً (لمعدل دوران الأصول، نمو الشركة) على عائد توزيعات الأرباح، ولكن يوجد علاقة سلبية ولكن ليست ذات دلالة إحصائية. وأوصت بضرورة استخدام الشركات للأموال المقترضة التي تحقق عائد على الاستثمار يفوق تكلفة التمويل على القروض وليكون للرافعة المالية أثر ملموس على عائد توزيعات الأرباح، كما أوصت الدراسة إدارة الشركات عند اتخاذ قرارات الهيكل المالي أن تعمل على التوازن ما بين الرفع المالي وعائد توزيعات الأرباح، وضرورة القيام بدراسة تراعي عامل التضخم والحالة الاقتصادية للخروج بنتائج تفيد متخذي القرار أيهما أنسب للرافعة المالية التمويل بالملكية أو بالمدىونية أو إرجاء وتقليل درجة الرافعة المالية التي تعظم العائد على توزيعات الأرباح مع مراعاة العائد على الاستثمار في الشركات.

المقدمة.

يعتبر القطاع المالي الداعم الأساسي الذي ينهض بالاقتصاد الوطني وذلك من خلال الدور الذي يقوم به، فهو يعمل على توفير وسائل التمويل عن طريق تجميع المدخرات وتوجيهها إلى المستثمرين على شكل منح وقروض متنوعة. ومن ناحية أخرى تواجه الشركات مشكلة في الهيكل التمويلي لوجود صعوبة عند اتخاذ القرارات المالية، فالتركيز على مصدر واحد في أموال التمويل مثل أموال المالكين يؤدي إلى هيكل رأس مال غير ملائمة، إذ يعتبر هيكل رأس المال غير ملائم عندما لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة، لذا تقوم الشركات باستخدام الرافعة المالية التي تقوم باستخدام أموال الغير في التمويل لتعظيم أثر العائد على حقوق المساهمين (المصري والعيسى، 2020، 239).

وللرفع المالي مزايا عديدة منها: تحسين الأداء المالي للمنشأة، فزيادة نسبة الرفع المالي في ضوء زيادة عائد الأموال المقترضة على تكلفتها حتما سيؤدي إلى زيادة الأرباح، كما أن التمويل بالاقتراض (الرفع المالي) يحقق وفرة ضريبية؛ لأن تكلفة الاقتراض تعتبر مصروفات مقبولة ضريبياً وبالتالي يتم خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة، وكذلك إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة حقوق الملكية يجعل التمويل الخارجي بالاقتراض من المصادر المفضلة للتمويل عن المصادر الأخرى. إلا أن هناك ضرورة لأخذها بعين الاعتبار أن زيادة الاعتماد على القروض دون كفاءة في استخدامها يعرض المنشأة إلى مخاطر إذا ارتفعت تكلفة هذه الأموال عن العائد المتوقع من الاستثمار. (عليوي، 2019، 3)

لذلك فإن التمويل عبر الرافعة المالية باستعمال الشركة للدين في هيكل التمويل يهدف إلى زيادة العائد على حقوق المساهمين (الميداني، 2015، 599). لأن الدين مصدر رخيص نسبياً للتمويل، ويصبح أرخص إذا أخذنا بعين الاعتبار التوفير الضريبي الناجم عن طرح الفائدة على الديون كنفقة، ما يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة وبالتالي دفع ضرائب أقل. والسبب الرئيسي لكون الدين مصدراً رخيصاً نسبياً للتمويل هو أن أدوات الدين أقل خطراً من أدوات الملكية من وجهة نظر المستثمرين في الأسواق المالية.

ولأن أول ما ينظر إليه المستثمر عند إقباله على الاستثمار في أسهم شركة ما هي العوائد التي تحققها الشركة والتي تعود عليه بالنفع أو تلك السياسة التي تتبعها هذه الشركة من حيث توزيعاتها وطريقة تصرفها بهذه العوائد، وكثيرة هي العوامل التي تؤثر في إقبال المستثمر للاستثمار في أسهم الشركة ومن هذه العوامل رغبته في الحصول مبكراً أو عدم اكتراثه بموعد تلك التوزيعات، أو أن يكون هذا المستثمر يعتمد على هذه التوزيعات في تسيير شؤون حياته اليومية وتلبية مصاريفه أو أن هذا المستثمر أقبل على شراء هذه الأسهم فقط للمضاربة، وقد يسعى هذا المستثمر إلى زيادة نسبة تملكه في أسهم الشركة وأن يكون من أصحاب القرار. (الحماداني وحمدون، 2019، 148). بالتالي قد تلعب الرافعة المالية دوراً في زيادة رغبة المستثمرين في شراء أسهم الشركة إذا ما كانت تستخدم بشكل كفاء، ومن هنا جاءت فكرة هذا البحث للتحقق من أثر الرافعة التمويلية في عائد توزيعات الأرباح في عينة من شركات المساهمة العامة السعودية.

مشكلة الدراسة:

أكد (الميداني، 2015، 599) "أن تمويل الشركة بالدين وتحقيق عائداً على الاستثمار أعلى من الفائدة على الدين، فإن الفرق سيعود للمساهمين. وأنه إذا كان هذا الفرق أكبر، وكان تمويل المساهمين أقل، كان العائد على حقوق المساهمين أكبر. أي أن التمويل بالدين يعظم المردود إلى المساهمين". إن موضوع الربط بين الرفع المالي من جهة والعوائد الآلية لمنشآت الأعمال من جهة أخرى مازال موضوعاً جديلاً ومعقداً لدى المهتمين بالفكر المالي، فهناك

أكثر من نظرية حاولت تجسيد العلاقة بين الرفع المالي وأثره على أهداف الإدارة المالية والمتمثلة في زيادة ثروة الملاك، وتحقيق عوائد محاسبية، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والعوائد المالية (النجار، 2013، 282). وقد خلصت دراسة (الشهري، 2020، 2) إلى أن درجة الرفع المالي والمتغيرات الرقابية المتمثلة في (الديون طويلة الأجل، وحجم الشركة) تفسر التغيرات في العائد على ربحية السهم بنسبة (72.2%) وهذا يدل على أن الرفع المالي يؤثر بدرجة كبيرة في ربحية السهم، من هنا جاءت فكرة البحث من توصية للدراسة السابقة حيث أوصت إدارة الشركات السعودية بمواءمة مصادر التمويل مع الطرق المستخدمة في توظيف تلك الأموال وذلك بهدف تحقيق أفضل ربحية ممكنة. وعليه تكمن مشكلة البحث في دراسة أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية والذي نظرحه في السؤال الرئيس التالي: ما أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في شركات المساهمة السعودية؟

فرضية الدراسة:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في شركات المساهمة السعودية.

هدف الدراسة:

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر الرافعة المالية في عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة العامة السعودية.

أهمية الدراسة:

- الأهمية النظرية: تنبع أهمية الدراسة في تحديد أثر الرفع المالي على عائد توزيعات الأرباح في شركات المساهمة السعودية، إذ يعتبر الموضوع ذا أهمية قصوى للشركات وارتباطه ببقائها واستمراريتها التي تسعى لتعظيم ثروة المساهمين وحماية أموالهم المودعة لديها الأمر الذي يساعد في تطوير الأداء المالي لهذه الشركات.
- الأهمية التطبيقية: من المؤمل أن تساعد نتائج هذه الدراسة متخذي القرار المالي في شركات المساهمة السعودية في تحديد حجم أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأسهم، وبيان نوع العلاقة الارتباطية بينهما.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في:

- الحدود الموضوعية: دراسة أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في شركات المساهمة السعودية
- الحدود المكانية: شركات المساهمة المدرجة بالسوق السعودي "تداول" في فترة اجراء البحث.
- الحدود الزمانية: الفترة الممتدة من 2010-2019.

2- الإطار النظري والدراسات السابقة.

أولاً- الإطار النظري:

إن عملية تحديد مصادر الأموال المختلفة مهمة للشركة، لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد، ونظراً للتداخل بين قرارات التمويل والاستثمار المختلفة، يجب على الشركة محاولة الحصول على مصادر مختلفة للتمويل قدر الإمكان. مما يمكنها من تمويل استثماراتها بأفضل طريقة ممكنة، وهو الهيكل الذي تحاول الشركة تأسيسه،

واختيار أنسب طرق التمويل التي تتناسب مع أهدافها وقدراتها الراسخة، لذلك فإن هيكل التمويل يعتبر من التحديات التي تواجه الشركة. (بوحادة، 2012، 42)

مصادر هيكل التمويل:

تتعدد أنواع مصادر التمويل أمام المنشآت منها ما يعتمد على الملكية، ومنها ما يعتمد على القروض، وهناك من يقسم هذه المصادر إلى تقليدية وحديثة حسب ظهورها أخذاً في الاعتبار الاتجاهات الحديثة بشأن الأوراق المالية التقليدية. وتسمى المنشآت إلى تحقيق هيكل تمويلي عن طريق استخدام مزيج تمويلي يؤدي إلى تقليل تكلفة التمويل وزيادة القيمة السوقية للسهم. (الغزو، 2015، 7).

وتقسم مصادر التمويل من حيث الأجل إلى: (الغزو، 2015، 8)

- تمويل طويل الأجل: وهو التمويل الذي تزيد مدته سنة، مثل القروض البنكية والسندات طويلة الأجل.
 - تمويل قصير الأجل: وهو التمويل الذي لا يتجاوز السنة.
 - أما من حيث المصدر فتقسم إلى: (الغزو، 2015، 7)
 - تمويل داخلي: وهو التمويل الذي يكون مصدره داخل الشركة بالاعتماد على حقوق الملكية مثل الأرباح المحتجزة.
 - تمويل خارجي: وهو التمويل الذي يكون مصدره خارج الشركة مثل الاقتراض البنكي، والسندات وغيرها.
- يرى الباحث أن مصادر هيكل التمويل متنوعة منها تمويل طويل الأجل مثل السندات والقروض طويلة الأجل، ومنها تمويل قصير الأجل مثل القروض التي لا تتجاوز سنة، ومنها تمويل داخلي وتمويل خارجي.

النظريات المفسرة لهيكل التمويل:

وفيما يلي عرض لاهم نظريات الهيكل التمويلي:

نظرية المبادلة (المقايضة): تفترض هذه النظرية أن هناك نسبة مثالية للديون إلى حقوق الملكية فتحاول المؤسسات الموازنة بين منافع الضريبة للديون والاحتمالات الكبيرة للوقوع في مخاطر الإفلاس، أن أصحاب الديون وحملة الأسهم أو المالكين هم الذين يمثلون المستثمرين في المنشأة، وكل واحد منهما مصحوب بنسبة معينة من المخاطر، والمنافع، والسيطرة. فالدائنون يمارسون سيطرة منخفضة المستوى أو النطاق، إلا أنهم يحصلون على دخل ثابت بالإضافة إلى أن لديهم ضمانات تتمثل بعقود التزام المنشأة بإعادة أموالهم بالإضافة إلى فوائدها، أما بالنسبة لحملة الأسهم أو المالكين فهم الذين يحصلون على الأرباح الاقتصادية، وأيضا هم الذين يتحملون معظم المخاطر كل حسب درجة مساهمته، كما أنهم يمارسون سيطرة كبير على اتخاذ القرارات في المؤسسة، وتعتمد نظرية المبادلة على المبادلة بين المنافع والتكاليف حيث تؤكد هذه النظرية على أن أي زيادة في مستوى الدين تتبعها زيادة في الإفلاس، ومشكلات مالية وتكاليف وكالة، وبالتالي تنخفض قيمة الشركة، لذلك من الممكن تحديد هيكل التمويل من خلال التوازن بين المنافع وتكاليف الإفلاس والأزمات المالية، ومن أجل تحقيق التوازن في الشركة يجب أن يتم البحث عن الدين الذي يمكن عنده تعويض التكاليف المالية بالمنافع الضريبية للدين الإضافي، حيث تعتمد نظرية المبادلة على استبدال نسبة من الدين بدرجة معتدلة وعقلانية. (ناصر، 2014، 14)

نظرية كلفة الوكالة: وفقا لهذه النظرية فإن استخدام القروض في الهيكل التمويلي له تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة وذلك ناجم عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال الإدارة، وتنتج هذه التكاليف بسبب فصل الإدارة عن الملكية فقد تسبب الإدارة استخدام السيولة الزائدة لخدمة مصالحها الشخصية على حساب

مصالح المساهمين أو قد تنتج تكاليف الوكالة عن ضعف كفاءة الإدارة. وقام (Jenesn, 1986) بتقديم مقترحات تخص تكاليف الوكالة حيث رأى أن استخدام الدين في الهيكل التمويلي من شأنه تخفيض تكاليف الوكالة وذلك لأن الاقتراض يوفر فرصة أفضل للرقابة إذ ستوجه السيولة الزائدة اهتمام الإدارات لخدمة الديون وكلفتها وبذلك تعمل الشركة تحت تهديد الفشل المالي مما يحتم عليها العمل بكفاءة الأمر الذي يخفض بدوره تكاليف الوكالة، ومن أهم الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية أنها لم تعطي إجابة عن حجم الاقتراض الأمثل لهيكل رأسمال.

نظرية مودجيلاني وميلر: تعد نظرية مودجيلاني وميلر من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل وتنفي النظرية أي علاقة للهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للشركة وانما القرار الاستثماري فقط هو الذي يحدد القرار التمويلي، وجاءت الدراسة على شكل مقترحين ظهر أولهما عام 1958 والمقترح الثاني عام 1963م ويقوم المقترح على عدة افتراضات أهمها: (بوحادة، 2012، 3)

ويرى الباحث أنه قبل الحديث عن الرافعة المالية لا بد من التركيز على هيكل التمويل الذي يمثل الرافعة المالية وعناصرها ويضبط مصادر التمويل التي يمكن للشركات اللجوء إليها إذا تطلب الأمر للتوسع أو فتح أنشطة ومشاريع جديدة تابعة لها.

الرافعة المالية:

يطلق على الرافعة المالية استخدام الدين أو أموال الغير الأمر الذي يترتب عليه أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد على الدين ويتوجب على المؤسسة تسديد الدين وفوائده. وتعرف الرافعة المالية بأنها نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير أي الاعتماد على الاقتراض من أجل التمويل المالي لاحتياجات المؤسسة (المصري والعيسى، 2020، 242).

وأورد دغوم (2016، 7) إن الرفع المالي يُعبر عن درجة أو نسبة استخدام التمويل بالمديونية لتمويل جزء من الأصول، الرفع المالي هو "استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو "عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم"، يقصد بالرفع المالي اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المصرفية والمالية في سد احتياجاتها المالية، كما وصف الرفع المالي بأنه "التزام أو مسؤولية دفع المال إلى شخص آخر يسمى المقرض، وينشأ هذا الالتزام عادة لأن الدين أو القرض قد أخذ وأن المقرض يأمل في أن يسدد له في تاريخ الاستحقاق أو قبله، وعليه فائدة وهي سلسلة من الدفعات فوق المبلغ المقترض".

ويمكن للباحث استخلاص تعريف للرافعة المالية في أنها عبارة عن مجموعة من أموال المالكين والمساهمين لتمويل المشاريع الخاصة بالشركة والتي تساهم في تحقيق الأرباح وبالتالي تمثل الدرجة التي يمكن لتلك الأموال التي تمثل دين الشركة من تغطية الموجودات في الشركة.

أهمية الرافعة المالية:

تقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض المنشأة للمخاطر المالية، وهي كذلك تعكس درجة التغيير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغيير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب. ويسمح الرفع المالي بزيادة العوائد المتوقعة للمستثمر بصورة أكبر مما كان متاحاً، ولكن الخسارة المتوقعة أكبر أيضاً، إذا أصبح الاستثمار بلا فائدة، ولذلك يجب من الضروري سداد أصل المبلغ المقترض وكل الفوائد المستحقة على القرض (الواتلي، 2019، 6).

وفي جميع الأحوال؛ يجب على المنشآت دراسة مستوى الكفاءة لعملياتها التشغيلية والتمويلية، والظروف البيئية المحيطة بها قبل اتخاذ قرار بشأن الرفع المالي؛ لأن الرفع المالي سلاح ذو حدين، بمعنى أنه يمكن أن يؤدي إلى

تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة، وعندما تكون الظروف المحيطة بالمنشأة مناسبة، كما يمكن أن يؤدي استعماله إلى نتائج عكسية إذا سارت الأمور على غير ما يرام. (عليوي، 2019، 33-32)

ويمكن للباحث أن يستخلص أهمية الرافعة المالية في أنها مدى قدرة الشركة على الالتزام بديونها للغير وذلك من خلال الكفاءة التشغيلية والتمويلية داخل تلك الشركات وقوتها رغم الظروف البيئية المحيطة بها لتحقيق أفضل النتائج الممكنة وتحقيق أهداف الإدارة العليا والمساهمين.

عائد التوزيعات:

تعد العوائد من أهم مقومات استمرار الشركات فإمكانية تحقيق الأهداف وبقاء الشركات يعتمد على تحقيق العوائد، وعند الرغبة في نجاح الشركة واستمرارها لا بد لها من الاهتمام بموضوع العوائد كنسبة مئوية من المبيعات ومن مجموع الموجودات ومن حقوق الملكية وليس بمقدار العوائد فقط، والأهم هو أن ينظر إلى العائد واستمرارها وبناتظام، إذ إن ذلك يعد أكثر قبولاً من استقرار العوائد من الحصول على أرباح مفاجئة لمدة معينة. (الصبيحي وآخرون، 2018، 228)

مفهوم توزيعات الأرباح:

إن توزيعات الأرباح هي مكافأة رمزية تدفع إلى المساهمين مقابل استثمارهم في حقوق ملكية الشركة، وعادة ما تنشأ من صافي أرباح الشركة. بينما يتم الاحتفاظ بالجزء الأكبر من الأرباح داخل الشركة كأرباح محتجزة والتي تمثل الأموال التي سيتم استخدامها لأنشطة الأعمال الجارية والمستقبلية للشركة يمكن تخصيص الباقي للمساهمين كأرباح، وفي بعض الأحيان، قد تستمر الشركات في دفع أرباح الأسهم حتى عندما لا تحقق أرباحاً مناسبة؛ وقد يفعلون ذلك للحفاظ على سجلهم الراسخ لتسديد توزيعات الأرباح المنتظمة. (ناصر، 2017، 17).

ويستخلص الباحث أن مفهوم توزيعات الأرباح عبارة عن المكافآت التي تقدمها الشركات لمساهميها من أجل استثمار أموال جديدة لديها، وتلك المكافآت تكون جزء من الأرباح التي حققتها تلك الشركة في فترات مالية سابقة وتقرر الشركة بتوقيت معين توزيعها على المساهمين.

مفهوم عائد التوزيعات:

عائد التوزيعات هو النسبة المالية التي تشير إلى مقدار ما تدفعه الشركة في توزيعات أرباح الأسهم كل سنة بالنسبة لسعر سهمها، ويمثل عائد توزيعات الأرباح بالنسبة المئوية ويمكن حسابه بقسمة أرباح أسهم قيمة الريال المدفوعة في سنة معينة لكل سهم من الأسهم والتي تحتفظ بها على سهم واحد من أسهم قيمة الريال، وكثيراً ما يتم تقدير عائدات السنة الحالية باستخدام عائد توزيعات الأرباح في العام السابق أو من خلال أخذ عائد الربع السنوي الأخير مضروباً في 4 (تعديل للموسمية) ومقسوم على سعر السهم الحالي (ناصر، 2017، 17).

ويرى الباحث أن عائد توزيع الأرباح يمثل الوسيلة التي يتم من خلالها قياس مدار التدفق النقدي التي حصلت عليه الشركة من كل ريال يتم استثماره في حقوق الملكية، وبمعنى آخر، فإنه يقيس مقدار القيمة النقدية التي حصلت عليها من توزيعات أرباح الأسهم.

نظريات المفسرة لعائد التوزيعات :

بالنظر لأهمية عائد التوزيعات وكيف يمكن للشركات من اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح فقد ظهرت ثلاث نظريات وهي: (brigham, 2011, 565-566)

نظرية الحياد: دعاة وانصار هذه النظرية هم (Modigliani , miller) الذين يؤكدون عدم وجود علاقة بين مقدار العائد الموزع (المقسوم) وبين سعر السهم او معدل العائد المطلوب (كلفة راس المال)، ويرون ان قيمة الشركة (سعر السهم) تتوقف على مقدار الأرباح التي تحققها الشركة (القوة الايرادية) نتيجة استخدام موجوداتها والمخاطرة المالية المصاحبة لها. (الكحلوت، 2014: 46)

نظرية عصفور في اليد (تفضيل التوزيعات): يعتقد كل من Myrom Fordon and Johm Lintner أصحاب نظرية عصفور في اليد أن مخاطر السهم تنخفض 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. (الكحلوت، 2014: 48)

نظرية التفضيل الضريبي: 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، على أساس أنهم مطالبون بدفع ضرائب على مقدار ما يحصلون عليه من دخل، ومفهوم هذه النظرية أنه إذا كانت الضرائب التي يدفعها 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: 22)

ويمكن للباحث استخلاص النظريات المفسرة لعائد التوزيعات مثل نظرية الحياة التي توضح عدم وجود علاقة بين العائد الموزع وسعر السهم، وكذلك نظرية تفضيل المقسوم وهي تركز على أن المستثمر يفضل توزيع الأرباح بشكل دوري، ونظرية الأثر الضريبي التي تركز على توزيع الأرباح يساهم في عدم دفع ضريبة.

ثانياً- الدراسات السابقة:

1- دراسة الشهري (2020) هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي في الشركات المساهمة بالمملكة العربية السعودية وذلك بتطبيقها على قطاع الاتصالات، ولتحقيق أهداف الدراسة استخدمت الدراسة المنهج الوصفي الاستدلالي الذي يقوم بجمع البيانات الكافية والدقيقة عن موضوع الدراسة للوصول إلى المعرفة الواضحة لمشكلة الدراسة، وتم جمع البيانات من التقارير المالية لشركات الاتصالات للعام 2016، وتكن مجتمع الدراسة من أربع شركات مدرجة في السوق المال السعودي تداول وذلك للتعرف على العلاقة بين الرفع المالي وأدائها المالي. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الرفع المالي يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي، وأن هناك ارتباط سالب قوي بين الأداء المالي والرفع المالي، كما تبينت النتائج أن درجة الرفع المالي والمتغيرات المستقلة الأخرى التي أدخلت في النموذج كمتغيرات رقابية فسرت التغيرات بالعائد على الأصول بنسبة 69.8% وبينت أيضاً أن هناك عوامل أخرى خارجة عن نطاق الدراسة تؤثر عليها، وأن المتغير المستقل

المتمثل بالرفع المالي والمتغيرات المستقلة الأخرى أدخلت في نموذج الدراسة كمتغيرات رقابية متمثلة في الديون طويلة الأجل وحجم الشركة، تفسر التغيرات بالعائد على حقوق الملكية بنسبة 52.6%، وأن هناك متغيرات لها أهمية بالتفسير خارج نطاق الدراسة. وتوصي الدراسة بضرورة قيام شركات المساهمة السعودية بدراسة وتقييم هيكلها التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي حتى تحقق أثر إيجابي للرفع المالي على الأداء المالي، كما تؤكد على أهمية موازنة الشركات السعودية لمصادر التمويل مع طرق توظيف الأموال وذلك لتحقيق أفضل ربحية ولتجنب مخاطر السيولة.

2- دراسة المصري والعيسى (2020) هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم الدفترية والسوقية لشركات القطاع المالي المدرجة في بورصة عمان للفترة (2013-2017) ومدى تأثير حجم الشركة على هذا الأثر، وبالاعتماد على البيانات المنشورة في التقارير والقوائم المالية لهذه الشركات محل الدراسة وتحليلها وصفيًا واستدلاليًا وبعد اختبار فرضيات الدراسة تم التوصل إلى نتائج الدراسة ومن أهمها: وجود أثر للرافعة التشغيلية والمالية وحجم الشركة على كل من القيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم في قطاعات (البنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى)، وأن الأثر الأكبر كان في قطاع البنوك مقارنة مع القطاعات الأخرى. ومن أهم ما أوصت به الدراسة إعداد دراسات مماثلة وتطبيقها على قطاعات أخرى غير القطاع المالي.

3- دراسة الوائلي (2019) تناولت الدراسة دور الرافعة المالية في مؤشرات ربحية المصارف الإسلامية في العراق للسنوات (2015-2018)، وتم تحليل وقياس متغيرات البحث المتمثلة بالرافعة المالية كمتغير مستقل، ومؤشرات الربحية كمتغير تابع، وحيث استند البحث إلى فرضية رئيسية وهي: توجد علاقة (ارتباط وتأثير) معنوية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومؤشرات الربحية في مصرف التعاون الإسلامي للفترة (2015-2018)، وأظهرت نتائج البحث وجود علاقات معنوية (طردية) بين نسبة الرافعة المالية ومؤشرات الربحية، إذ أن كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية ترتفع معها مؤشرات الربحية، فضلاً عن قيام مصرف التعاون الإسلامي باتباع سياسة تحفظية في منح الإئتمان والاستثمار، نتيجة عوامل بيئية، مما أدى إلى انخفاض رصيد المربحات والإئتمان. وأوصى الباحث بضرورة قيام مصرف التعاون الإسلامي بالاهتمام والأخذ بالحسبان أهم العوامل التي تحدد سلوك الهيكل التمويلي للمصرف، وما هو اتجاه الإدارة في احتجاز الأرباح وفقاً لتلك العوامل ومن أهمها الحجم والسيولة والموجودات، وأن تتجه المصارف التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة، نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض.

4- دراسة عليوي (2019) هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أثر الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على الأداء المالي المقاس بكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، ومعرفة فيما إذا كان هناك فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات المختلفة في سوق عمان المالي. ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي بجميع قطاعاته المالي والصناعي والخدمي في الفترة الواقعة بين عامي (2013-2017)، وتم اختيار 49 شركة منها كعينة للدراسة وفق العينة الطبقية العشوائية. بينت نتائج الدراسة وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول، كما بينت نتائج الدراسة وجود فروقات في أثر الرفع المالي

على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة، في حين تبين عدم وجود فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.

5- دراسة الحمداني وحمدون (2019) هدفت الدراسة إلى تحليل أثر سياسات توزيع الأرباح في العائد الرأسمالي للسهم، إذ استند على فرضيتين رئيسيتين متمثلة بوجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين سياسات توزيع الأرباح والعائد الرأسمالي للسهم، إلا أنها تختلف في اتجاهاتها حسب المتغيرات الفرعية لهذه السياسات، ووجود تأثير معنوي ذي دلالة إحصائية بين سياسات توزيع الأرباح والعائد الرأسمالي للسهم، إلا أنه يختلف في درجة تأثيره بحسب المتغيرات الفرعية لهذه السياسات. واعتمد البحث على (نسبة حصة السهم من التوزيعات، نسبة حصة السهم من الأرباح المحتجزة) بوصفها متغيرات مستقلة تعكس سياسات توزيع الأرباح، والعائد ال رأسمالي للسهم بوصفه متغيراً معتمداً. وتم اختبار هذه الفرضيات على عينة من شركات الأعمال المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية والمكونة من (30) شركة من القطاع الصناعي والتي تنتهج سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، واعتمدت المدة من (2001-2008) حدوداً زمنية. وللوصول إلى أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج التحليلي باستخدام مجموعة أدوات مالية متمثلة بالنسب المالية وأدوات إحصائية متمثلة بـ (الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، معامل الارتباط، معامل الانحدار، طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، طريقة المربعات الصغرى الموزونة) وتم التحليل باستخدام نظام الـ (SPSS)، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة استنتاجات، أهمها: وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين سياسات توزيع الأرباح والعائد الرأسمالي للسهم، كذلك يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين سياسات توزيع الأرباح والعائد الرأسمالي للسهم، وأن تأثير حصة السهم من الأرباح المحتجزة أكبر من تأثير حصة السهم من التوزيعات في العائد الرأسمالي للسهم. وأوصى البحث مجموعة توصيات من أهمها الاهتمام بسياسات توزيع الأرباح لأنها تؤثر تأثيراً جيداً في العائد الرأسمالي للسهم.

6- دراسة الصبيحي وآخرون (2018) هدفت هذه الدراسة في جانبها النظري للتعرف على المفاهيم الأساسية للمديونية وعلاقتها بالعائد والمخاطرة، ومدى تأثيره على عائد السهم واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي من جهة وربحية السهم الواحد من جهة أخرى. بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق أبوظبي للفترة من 2011-2015. ومن أجل التوصل إلى نتائج الدراسة استخدم أسلوب الانحدار الخطي البسيط لأجراء اختبار فرضيات الدراسة عن طريق قياس العلاقة بين المديونية من جهة وربحية السهم الواحد من جهة أخرى. وتوصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات أهمها: وجود علاقة موجبة ذو دلالة إحصائية بين درجات الرفع المالي وربحية السهم الواحد في سوق أبوظبي.

7- دراسة إبراهيم (2017) هدفت الدراسة إلى معرفة العوامل التي تؤثر على توزيعات الأرباح، واكتسبت الدراسة أهمية في أنها تمثل اختباراً عملياً لنظريات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في شركات المساهمة العامة. هدفت الدراسة إلى توضيح طرق توزيع الأرباح في شركات المساهمة العامة والمشاكل التي تواجه توزيع الأرباح والتعرف على العوامل التي تحد من توزيع الأرباح على المساهمين ومعرفة أثر توزيعات الأرباح على قيمة السهم في شركات المساهمة العامة. سعت الدراسة لاختبار الفرضيات التالية: هناك علاقة بين سياسة توزيع الأرباح للشركة وسعر السهم السوقي لها. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وقيم تداول السهم السوقي من جهة ونصيبه من الأرباح الموزعة من جهة أخرى. توصلت الدراسة لعدة نتائج من أهمها وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح للبنك وسعر السهم السوقي لها. كما أوصت الدراسة بعدة توصيات أهمها على البنك القيام بدراسات وأبحاث مستمرة لمعرفة العوامل التي تؤثر على سعر السهم السوقي له.

التعقيب على الدراسات:

تناولت الدراسات السابقة الدراسة الحالية في أثر الرفع المالي على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية المدرجة في السوق السعودي "تداول"، حيث تنوعت الدراسات السابقة في تناولها لموضوع الرفع المالي مع متغيرات أخرى، حيث تناول الصبيحي وآخرون (2018) فهدفوا للتعرف على المفاهيم الأساسية للمديونية وعلاقتها بالعائد والمخاطرة، ومدى تأثيره على عائد السهم، فيما جاء الحمداني وحمدون (2019) لقياس أثر سياسات توزيع الأرباح في العائد الرأسمالي للسهم. وناقش عليو (2019) أثر الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على الأداء المالي المقاس بكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول. وتناول الوائلي (2019) الرافعة المالية ودورها في مؤشرات ربحية المصارف الإسلامية. ثم جاء المصري والعيسى (2020)، متناولين أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم الدفترية والسوقية. اتفقت الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية في طريقة الحصول على المعلومات، حيث تم استخدام التقارير المالية للحصول على البيانات، كما اتفقت الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة في المنهج المستخدم وهو المنهج الوصفي التحليلي. واختلفت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أنها طبقت في العديد من البلدان العربية أبو ظبي والجزائر والأردن وقطر.

3- منهجية الدراسة وإجراءاتها.

منهجية التحليل:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الذي يعتمد على دراسة الظاهرة كما توجد في الواقع ومهتم بوصفها وصفاً دقيقاً، ويعبر عنها تعبيراً كمياً وكمياً، ويحللها للوصول إلى النتائج الممكنة دون تدخل الباحث، حيث سيتم تحليلها وصفيًا معبراً للدراسة التي تهدف إلى التعرف على أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في شركات المساهمة السعودية عنها بالوصف والتحليل بأطر فلسفية.

مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات من موقع تداول من خلال الإحصاءات الرسمية السنوية الصادرة عن السوق المالي السعودي، وكذلك التقارير المالية السنوية المجمعة للشركات السعودية موضوع الدراسة والنشرات الخاصة.

مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق المال السعودي (تداول) بجميع قطاعاته في الفترة الواقعة ما بين الأعوام (2010-2019) والبالغ عددها (190) شركة. تكونت عينة البحث من جميع الشركات المساهمة المدرجة في 6 قطاعات إنتاجية من السوق المالية السعودي، تم اختيار القطاعات الإنتاجية نظراً لأهميتها ولتأثيرها الكبير على الاقتصاد السعودي، وقيامها بتوزيع الأرباح بشكل مستمر والتي بلغ عددها (81) شركة، وبلغ حجم العينة (51) من الشركات التي استوفت شروط هذا البحث وتوفرت معلوماتها المالية خلال فترة إجراءه. وتم استبعاد (30) شركة لعدم انتظام التوزيعات لعدة أعوام أو عدم التوزيع حتى لا تؤثر على نتائج الشركة.

النموذج الرياضي الرئيسي للبحث:

$$DY_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GRW_{it}$$

حيث أن:

i = تمثل الشركة وتأخذ القيم من 1 إلى 51 وهو عدد الشركات

t = يمثل الزمن وتأخذ القيم من 1 إلى 10 وهو عدد الفترات الزمنية

DY = عائد توزيعات السهم

LEV = الرافعة المالية.

$Size$ = حجم الشركة

Age = عمر الشركة

ROA = معدل دوران الأصول

GRW = نمو الشركة

4- عرض النتائج ومناقشتها.

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

جدول (1) يوضح الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

المتغير	نوع المتغير	رمز المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اقل قيمة	أكبر قيمة
عائد توزيعات السهم	تابع	DY	0.000047	0.0001922	-0.0004039	0.00373
الرفع المالي	مستقل	LEV	0.3855045	0.2172184	0.0263173	0.8284136
معدل دوران الأصول	ضابط	ROA	0.691749	0.2724002	-5.799832	0.04398001
حجم الشركة	ضابط	SIZE	6.384789	0.605113	4.280669	8.531531
نمو الشركة	ضابط	GRW	0.0035267	0.2994933	-2.975657	2.051719
عمر الشركة	ضابط	AGE	1.396212	0.277109	1.22351	1.80618

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

يتضح من خلال الجدول السابق الذي يصف متغيرات الدراسة، من حيث النوع والرمز والوسط الحسابي والانحراف المعياري وأقل قيمة وأكبر قيمة.

- 1- تبين أن عائد توزيعات السهم كان يتراوح ما بين (-0.0004039 و 0.00373)، ويعني أن هناك بعض الشركات حققت بعض الخسائر، كما تبين أن الوسط الحسابي كان 0.000047، والانحراف المعياري 0.0001922.
- 2- تبين أن الرفع المالي تتراوح ما بين (0.0263173-0.8284136) وأن الوسط الحسابي 0.3855045، وأن الانحراف المعياري 0.2172184.
- 3- تبين أن معدل دوران الأصول كان يتراوح بين (-5.799832 و 0.04398001) وأن الوسط الحسابي له 0.691749، والانحراف المعياري 0.2724002.
- 4- تبين أن حجم الشركة يتراوح بين (4.280669-8.531531) وأن الوسط الحسابي له 6.384789، والانحراف المعياري 0.605113.
- 5- تبين أن نمو الشركة تتراوح بين (-2.975657 و 2.051719) وهو يمثل مقدار التغيرات الحاصلة في أصول الشركة، وأن الوسط الحسابي له 0.0035267، والانحراف المعياري 0.2994933.

6- تبين أن عمر الشركة تراوح بين (1.22351-1.80618) وأن الوسط الحسابي له 1.396212، والانحراف المعياري 0.277109.

معاملات الانحدار والارتباط بين متغيرات الدراسة

توجد المشكلة الخطية المتعددة عندما يكون لواحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة علاقة خطية مع متغير مستقل آخر في نفس نموذج الانحدار. في ظل وجود هذه المشكلة، ستكون نتائج الانحدار غامضة وسيؤدي ذلك إلى صعوبة في تقدير تأثير المتغيرات المستقلة. للتأكد من خلو نماذج التحليل الإحصائي من هذه المشكلة فلقد تم تطبيق طريقة عامل التباين في التضخم (VIF) في هذه الدراسة. حيث يساعد هذا الاختبار في استكشاف درجة تدهور دقة التقديرات ويقاس بـ $1 / (R^2 - 1)$ حيث يكون R^2 هو معامل تحديد درجة ارتباط كل متغير من المتغيرات المستقلة مع المتغيرات الأخرى. إذا كان المتغير المستقل مرتبطاً إلى حد كبير بباقي المتغيرات، فستكون قيمة VIF كبيرة وإذا كانت قيمة VIF أكبر من 10، يمكن أن يسبب مشكلة الترابط بين المتغيرات المستقلة وبالتالي انتهاك لشروط معادلة الانحدار.

جدول (2) معاملات الانحدار بين متغيرات الدراسة

المتغير	عوامل التباين بين المتغيرات VIF	معدل التفاوت بين المتغيرات Tolerance
عائد توزيعات السهم	3.72	0.0001929
الرفع المالي	1.28	0.783917
معدل دوران الأصول	1.11	0.899626
حجم الشركة	1.28	0.782291
نمو الشركة	1.06	0.942046
عمر الشركة	1.02	0.977182

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

أظهرت نتائج اختبار VIF من جدول رقم (2) أنه لا توجد مشكلة الترابط بين المتغيرات المستقلة للنماذج المستخدمة في هذه الدراسة. حيث أشارت النتائج لنماذج الانحدار أن القيم جميعها أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، وكانت إشارة معامل التفاوت موجبة مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية وتتراوح بين 1.02 و 3.72 وبالتالي، فإن ذلك يشير إلى أنه لا توجد مشكلة متعددة الارتباطات بين المتغيرات المستقلة.

تحليل الارتباط:

والجدول رقم (3) يبين معاملات الارتباط متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع، وبين المتغيرات المستقلة بعضها ببعض.

جدول (3) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

عائد توزيعات الأرباح	الرافعة المالية	حجم الشركة	عمر الشركة	نمو الشركة	معدل دوران الأصول
عائد توزيعات السهم	1.0000				
عمر الشركة	-0.0784	1.0000			

معدل دوران الأصول	نمو الشركة	عمر الشركة	حجم الشركة	الرافعة المالية	عائد توزيعات الأرباح	
			1.0000	-0.0161	0.0175	نمو الشركة
		1.0000	0.1322	-0.0625	0.0508	الرافعة المالية
	1.0000	0.4078	0.0757	0.0804	-0.0027	حجم الشركة
1.0000	0.1446	-0.1227	-0.2046	0.0261	0.0330	معدل دوران الأصول

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

يتضح من خلال الجدول السابق الذي يبين معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع، وبين المتغيرات المستقلة بعضها ببعض، أن أقوى العلاقات بين متغيري (حجم الشركة وعمر الشركة) حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.4078)، وكانت إشارة معامل الانحدار موجبة مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية ولكن ليست ذات دلالة احصائية. وهي علاقة طردية ضعيفة دون الوسط، كما أن العلاقة بين الرافعة المالية وحجم الشركة طردية حيث بلغ (0.1322)، كما تبين أن الارتباطات جميعها غير مرتفعة وهذا لا يؤدي إلى اختراق تحليل الانحدار.

اختبار التباين HETEROSKEDASTICITY TEST:

مشكلة التباين لحدود الخطأ هي مشكلة عدم تجانس حدود الخطأ لنماذج الانحدار والتي تعتبر انتهاكاً لمعايير نموذج الانحدار، وإهمالها يجعل المعاملات المقدرة لا تزال متسقة ولكن أخطاءها القياسية ستكون منحازة مما يؤدي إلى أن تكون المعاملات غير فعالة (Baltagi، 2008). من أجل الكشف عن مشكلة عدم تجانس تباين حدود الخطأ في هذه الدراسة، مبدأ هذا الاختبار ينص على أنه إذا تجاوزت قيمة p القيمة الحرجة 0.05، فسيتم رفض الافتراضات البديلة ولا توجد مشكلة في تجانس تباين حدود الخطأ في النموذج الإحصائي.

جدول (4) نتائج اختبار التباين في حدود الخطأ Heteroskedasticity Test

نتائج اختبار التباين في حدود الخطأ HETEROSKEDASTICITY TEST	
(CHI Value)	916.15
p-value	0.0000

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

يتضح من الجدول السابق أن النموذج الإحصائي في هذه الدراسة يعاني من مشكلة عدم تجانس تباين حدود الخطأ، حيث أن القيمة المعنوية للاختبار كانت (0.0000) وهي أقل من القيمة الحرجة 0.05، بالتالي لا بد من رفض الفرضية العدمية والتأكيد على وجود مشكلة عدم تجانس الخطأ.

جدول (5) نتائج اختبار التباين في حدود الخطأ Cross sectional dependency Test

نتائج اختبار الاعتماد المقطعي لحدود الخطأ Cross sectional dependency Test	
(CHI Value)	3.368
p-value	0.0008

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

يظهر الجدول (5) نتائج اختبار الاعتماد المقطعي لحدود الخطأ والنتيجة تشير لوجود مشكلة الاعتماد المقطعي بين بيانات النموذج حيث ان قيمة المعنوية اقل من 0.05 وبالتالي هناك ارتباط بين معامل الخطأ لهذا النموذج.

اختبار الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ AUTOCORRELATION TEST:

يتم إجراء اختبار الارتباط الذاتي لمعرفة ما إذا كان هناك ارتباط بين حدود الخطأ في معادلة الانحدار. نظراً لأن ذلك يتسبب في حدوث أخطاء قياسية منحازة، بالتالي فهناك حاجة إلى اكتشاف الارتباط التلقائي في حدود الخطأ في نماذج الانحدار. وفقاً لـ Baltagi (2005)، قد تتأثر بيانات السلاسل الزمنية بمشكلة الارتباط التلقائي. ومع ذلك، فإن الارتباط الذاتي بين شروط الخطأ في نماذج الانحدار يعتبر انتهاكاً لمعيار نموذج الانحدار الخطي الكلاسيكي، وإهماله يجعل معاملات المقدرة لا تزال متسقة ولكن أخطائهم المعيارية ستكون منحازة مما يؤدي إلى كون معاملات غير فعالة (Baltagi, 2008). في هذه الدراسة، تم استخدام اختبار WOOLDRIDGE TEST للكشف عن العلاقة التسلسلية بين حدود الخطأ في نموذج الانحدار. إذا تجاوزت قيمة p القيمة الحرجة 0.05، سيتم رفض الفرضية البديلة ولن تكون هناك مشكلة في نموذج الانحدار.

جدول (6) نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ Wooldridge Test

نتائج الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ AUTOCORRELATION TEST	
(F Value)	42.769
p-value	0.0000

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

يتضح من نتائج اختبار الارتباط الذاتي لحدود الخطأ في الجدول السابق أن نموذج الدراسة يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي لحدود الخطأ، حيث أن القيمة المعنوية للاختبار كانت (0.0000) وهي اقل من القيمة الحرجة 0.05، بالتالي لا بد من رفض الفرضية العدمية والتأكيد على وجود مشكلة ارتباط ذاتي لحدود الخطأ. وسيتم استخدام نماذج إحصائية معدلة لتجاوز هذه الانتهاكات والخروج بنتائج أكثر دقة.

نموذج الانحدار الخطي المتعدد للدراسة:

بعد إجراء بعض الاختبارات التشخيصية لنماذج الدراسة تبين أن النماذج الإحصائية تعاني من مشكلة عدم تجانس الخطأ ويعاني النموذج الأول أيضاً في مشكلة الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ، بينما النموذج الثاني لا يوجد فيه أي انتهاكات، وبالتالي لا بد من التنويه أنه تم استخدام نماذج إحصائية معدلة لتجاوز هذه الانتهاكات والخروج بنتائج أكثر دقة عن أثر الرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح.

اختبار الفرضية:

تنص الفرضية على: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في شركات المساهمة السعودية

لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام اختبار هوسمان (HAUSMAN TEST) للمفاضلة بين النموذج الثابت والنموذج العشوائي حيث أشارت النتيجة لأفضلية النموذج العشوائي حيث ان القيمة المعنوية كانت اكبر من 0.05 وبالتالي تم تطبيق اختبار بروش باجان للتأكد من مناسبة النموذج، وأظهرت نتائج هذا الاختبار أن النموذج الإحصائي في هذه الدراسة يتبع النموذج العشوائي Random Effect.

جدول (7) نتائج تحليل النموذج الإحصائي (عائد توزيعات الأرباح) (RANDOM-EFFECT REGRESSION)

المتغير	معاملات الانحدار	قيمة T	مستوى الدلالة
الرافعة المالية	0.0000622	1.18	0.268
معدل دوران الأصول	-0.0000244	1.31	0.223
حجم الشركة	0.0000117	-0.99	0.347
نمو الشركة	-0.0000129	1.34	0.214
عمر الشركة	0.0000802	-0.79	0.448

المصدر برنامج (STATA)، 2020.

يتضح من الجدول رقم (7) أن المتغير المستقل (الرافعة المالية) ليس له تأثير على عائد توزيعات الأرباح، حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.268)، وكانت إشارة معامل الانحدار موجبة مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية ولكن ليست ذات دلالة احصائية وبالتالي لا توجد علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ولا يوجد دلالة إحصائية بينهما. قد تكون هذه النتيجة طبيعية إذا ما افترضنا أن أغلب المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي لا يلغون بالأمرقار المالية (مثل حجم الديون) الصادرة عن الشركات في قوائمها المالية وبالتالي لا تنعكس على أسعار الاسهم وأن هناك عوامل أخرى تلعب دوراً أكبر في قرارات المستثمرين لشراء وبيع الأسهم وبالتالي ارتفاع او انخفاض اسعارها. تفسير آخر لهذه النتيجة قد يكون ارتفاع حجم التكاليف في الشركات بحيث ان زيادة الرافعة المالية يؤدي لزيادة تكاليف الائتمان المفروضة من قبل الدائنين مما يخفض حجم الأرباح الموزعة وبالتالي عائد توزيعات الأرباح يكون لا يتأثر بالرافعة المالية (الحمودني والصبيحي 2012). وكذلك أشارت نتائج التحليل أن المتغيرات الضابطة متمثلة بـ (معدل دوران الأصول، نمو الشركة) جميعها لا تؤثر على عائد توزيعات الأرباح. ومن الجدول السابق (7) يتبين ما يلي:

- 1- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.268)، وكانت إشارة معامل الانحدار موجبة مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية ولكن ليست ذات دلالة احصائية كان، وهذه النتيجة طبيعية وأن العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية) المرتبطتين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي نجد أن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة، وهكذا فإن زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم، والعوائد على حق الملكية عند كل درجة من تذبذب المبيعات (الصبيحي وآخرون، 2018، 282).
- 2- حجم الشركة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على عائد توزيعات الأرباح حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.347)، وكانت إشارة معامل الانحدار موجبة مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية ولكن ليست ذات دلالة احصائية وهي نتيجة مقبولة حيث أن الشركات كبيرة الحجم أكثر سمعة وذلك مقارنة مع الشركات الأصغر حجماً، مما يمكنها من زيادة مبيعاتها وزيادة تدفقاتها النقدية وتلجأ الشركات عند كبر حجمها عادة إلى احتجاز الأرباح مما يجعلها توزع أرباح أقل وبالتالي لا يؤثر ذلك على عائد توزيعات (شوشة، 2016، 370).
- 3- عمر الشركة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية على عائد توزيعات الأرباح حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.448)، وكانت إشارة معامل الانحدار موجبة مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية ولكن ليست ذات دلالة احصائية وهي نتيجة مقبولة حيث أنه كلما كانت فترة تعامل الشركة مع

البنوك أطول وكانت هذه التعاملات مبنية على الثقة زادت قدرة الشركة على الحصول على القروض. وبدخول الشركة في مرحلة النضج تكون الاحتياجات المالية متوسطة وذلك لغرض إحلال الأصول أو لتمويل فرص استثمارية محدودة وفي تلك الفترة تتزايد التدفقات النقدية بالشركة وتحقق الشركة معدل عائد على استثماراتها يكافئ معدل تكلفة رأس المال وهو ما قد يدفع الشركة لزيادة التوزيعات. (شوشة، 2016، 370).

4- معدل دوران الأصول: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول على عائد توزيعات الأرباح حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.223)، وكانت إشارة معامل الانحدار سالبة مما يشير إلى وجود علاقة سالبة ولكن ليست ذات دلالة إحصائية، حيث يكون الرفع المالي مرغوباً فيه للشركة إذا زاد فيها معدل العائد على الموجودات على كلفة القروض (الفائدة) وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي زاد فيها معدل العائد على حق الملكية على افتراض تحسين الظروف الاقتصادية (الصبيحي وآخرون، 2018، 225).

5- نمو الشركة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنمو الشركة على عائد توزيعات الأرباح حيث كانت القيمة المعنوية أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وهي تساوي (0.214)، وكانت إشارة معامل الانحدار سالبة مما يشير إلى وجود علاقة سالبة ولكن ليست ذات دلالة إحصائية حيث نسبة التوزيعات في بعض الشركات السعودية عالية وتحدث جميعها في أوقات متقاربة، فينتج عن ذلك ربكة في حركة المؤشر، كما تنتج قراءة سلبية لهذا الحدث من قبل بعض المتداولين، الذين لا يعلمون عن سبب الهبوط المفاجئ، وما يحدثه هذا الانخفاض في نسبة التغير من خلل في الرسومات البيانية لأسعار الأسهم، التي تتعامل معه كأى انخفاض سلبي آخر، فتتخذ قرارات بيع وشراء خاطئة نتيجة لذلك (الوحيماي، 2015، فقرة 2).

مناقشة النتائج:

تشير نتائج دراسة التحليلية إلى النتائج التالية:

- 1- أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية عينة الدراسة، وهذه النتيجة طبيعية وأن العلاقة بين العوائد (العائد على المساهمين والعائد على حق الملكية) المرتبطتين بالرافعة المالية وفي ظل أي هيكل مالي نجد أن الأرباح لكل سهم والعائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة، وهكذا فإن زيادة الرافعة تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم، والعوائد على حق الملكية عند كل درجة من تذبذب المبيعات.
- 2- كما تبين أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية وهي نتيجة مقبولة حيث أن الشركات كبيرة الحجم أكثر سمعة وذلك مقارنة مع الشركات الأصغر حجماً، مما يمكنها من زيادة مبيعاتها وزيادة تدفقاتها النقدية وتلجأ الشركات عند كبر حجمها عادة إلى احتجاز الأرباح مما يجعلها توزع أرباح أقل وبالتالي لا يؤثر ذلك على عائد توزيعات.
- 3- اتضح أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية وهي نتيجة مقبولة حيث أن كلما كانت فترة تعامل الشركة مع البنوك أطول وكانت هذه التعاملات مبنية على الثقة زادت قدرة الشركة على الحصول على القروض. وبدخول الشركة في مرحلة النضج تكون الاحتياجات المالية متوسطة وذلك لغرض إحلال الأصول أو لتمويل فرص استثمارية محدودة وفي تلك الفترة تتزايد التدفقات النقدية بالشركة وتحقق الشركة معدل عائد على استثماراتها يكافئ معدل تكلفة رأس المال وهو ما قد يدفع الشركة لزيادة التوزيعات.

- 4- تبين أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية، حيث يكون الرفع المالي مرغوباً فيه للشركة إذا زاد فيها معدل العائد على الموجودات على كلفة القروض (الفائدة) وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي زاد فيها معدل العائد على حق الملكية على افتراض تحسين الظروف الاقتصادية.
- 5- اتضح أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنمو الشركة على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية، حيث نسبة التوزيعات في بعض الشركات السعودية عالية وتحدث جميعها في أوقات متقاربة، فينتج عن ذلك ربكة في حركة المؤشر، كما تنتج قراءة سلبية لهذا الحدث من قبل بعض المتداولين، الذين لا يعلمون عن سبب الهبوط المفاجئ، وما يحدثه هذا الانخفاض في نسبة التغير من خلل في الرسومات البيانية لأسعار الأسهم، التي تتعامل معه كأى انخفاض سلبي آخر، فتتخذ قرارات بيع وشراء خاطئة.

التوصيات والمقترحات.

بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها يوصي الباحث ويقترح الآتي:

- 1- ضرورة استخدام الشركات المساهمة السعودية عينة الدراسة باختلاف قطاعاتها للأموال المقترضة التي تحقق عائد على الاستثمار يفوق تكلفة التمويل على القروض، حتى يكون للرافعة المالية أثر ملموس على عائد توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة السعودية.
- 2- على إدارة الشركات المساهمة السعودية عند اتخاذ قرارات الهيكل المالي التوازن بين ربحية الشركة التي تطمح لتحقيقه ونسبة نمو الشركة وذلك لما للسهم من تأثير على توزيعات الأرباح وبالتالي على عائد على التوزيعات.
- 3- على إدارة الشركات المساهمة السعودية عند اتخاذ قرارات الهيكل المالي بأن تعمل على التوازن ما بين الرفع المالي وأثره على عائد توزيعات الأرباح وكذلك على المخاطر التي تتعرض لها الشركة لمساهمة السعودية بسبب هيكلها المالي.
- 4- ضرورة أن يكون متخذو القرار في الشركات المساهمة السعودية أكثر رشداً في استخدام الرافعة المالية والرافعة (المشتركة) سواء بالمدىونية أو الملكية ومراعاة الحالة الاقتصادية التي تعمل فيها مبيعات الشركة للخروج بنتائج تعظم نتائج وأهداف الشركة ومن ضمنها العائد على توزيعات الأرباح وتقليل التكاليف المترتبة على ذلك وزيادة المبيعات نظراً لمخاطر البقاء والاستمرار التي تتصف بها بيئة الأعمال في ظل انفتاح الأسواق وشدة المنافسة.

قائمة المراجع

أولاً- المراجع بالعربية:

- إبراهيم، محمد المعتز المجتبي. (2017). توزيع الأرباح وأثره في اسعار أسهم الشركات المساهمة العامة بالسودان: دراسة حالة البنك السوداني الفرنسي خلال الفترة من 2005 إلى 2010، الاكاديمية الأمريكية العربية للعلوم التكنولوجية، مج3، ع6.
- بوحادرة، عبد الكريم. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر.

- الحمداني، رافعة إبراهيم؛ وحمدون، رغد فائز. (2019). سياسات توزيع الأرباح وأثرها في العائد الرأسمالي للسهم: دراسة تحليلية لعينة من شركات الأعمال الصناعية المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة كركوك، مجلد 9، عدد2، العراق.
- دغوم، عبد الرحمان. (2016). دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية: دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة 2009-2014، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
- الشهري، أسماء محمد عبد الله. (2020). العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، المجلة الإلكترونية الشاملة متعددة التخصصات، العدد 23، السعودية.
- شوشة، أمير. (2016). مبادئ الإدارة المالية: النظريات العلمية والممارسات التطبيقية، مكتبة المتنبي، الطبعة الرابعة، مصر.
- الصبيحي، فائز هليل والكاظم، محمد راضي وسليمة، لفضل. (2018). المديونية وأثرها على ربحية السهم والمخاطرة للشركات المساهمة في سوق أوظيفي للأوراق المالية للفترة من 2010-2015، المؤتمر الدولي الثاني لجامعة جيهان -أربيل، العراق، ص ص220-247.
- عليوي، نشأت حكمت. (2019). أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.
- الغزو، فاطمة علي. (2015). مدى تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- الكحلوت، سامر (2014). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح - دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- المصري، ضياء اياذ؛ والعيسى، محمد سليم. (2020). أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم: دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان، مجلة الباحث الاقتصادي، مج8، ع13.
- الميداني، محمد ايمن عزت. (2015). الإدارة التمويلية في الشركات، الإصدار الثالث، طبعة 7، العبيكان للنشر، الرياض.
- ناصر، هديل. (2017). الرافعة المالية وأثرها على الشركات، اطلع عليه بتاريخ 2021/2/10 الساعة 5:30 مساءً، <https://cutt.us/Y55se>
- النجار، جميل. (2013). مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1.
- الوائلي، رغد كريم قاسم والزبيدي، حمزة فائق وهيب. (2019). الرافعة المالية ودورها في مؤشرات ربحية المصارف الإسلامية في العراق، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المؤتمر الوطني الرابع لطلبة الدراسات العليا.

ثانياً- المراجع بالإنجليزية

- Baltagi, B.H. (2008) Econometric Analysis of Panel Data. John Wiley & Sons Ltd., Chichester.
- Brigham, Eugene F. Ehrhardt, Michael C. (2011), Financial management theory and practice , 13ed ,USA