



جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح دراسة تطبيقية

بحسب مقدم للحصول على
درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال

مقدم من
هيام حسن وهبة السيد
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال

إشراف

الأستاذ الدكتور/ نبيل عبد السلام شاكر الأستاذ الدكتور/ محروس أحمد حسن

أستاذ الاستثمار والتمويل أستاذ إدارة الأعمال المساعد
كلية التجارة - جامعة عين شمس كلية التجارة - جامعة عين شمس

إهداء

إلى من علماني أن الحياة كفاح و صبر ...
إلى روح أمي وروح أبي رحمهما الله.

إلى زوجي وأبني محمد ...
تقديراً و عرفاناً.



جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

رسالة دكتوراه
هيام حسن وهبة السيد
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال بكلية التجارة – جامعة عين شمس

منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح دراسة تطبيقية

لجنة المناقشة والعلم

- ١- الأستاذ الدكتور / نبيل عبد السلام شاكر
أستاذ الاستثمار و التمويل بالكلية
مشرفاً ورئيساً
- ٢- الأستاذة الدكتورة / نادية أبو فخرة مكاوى
أستاذ الاستثمار و التمويل و رئيس قسم إدارة الأعمال بالكلية
عضواً
- ٣- الأستاذ الدكتور / محروس أحمد حسن
أستاذ إدارة الأعمال المساعد بالكلية
مشرفاً مشاركاً
- ٤- الأستاذ الدكتور / أسامة عبد الخالق الأنصارى
المشرف العام على قطاع الأسواق المالية الخارجية بالهيئة العامة لسوق المال
عضواً

الدراسات العليا

أجيزت الرسالة بتاريخ ٢٠٠٥ / /

ختم الإجازة

موافقة مجلس الجامعة
٢٠٠٥ / /

موافقة مجلس الكلية
٢٠٠٥ / /

شكر وتقدير

حمداً و شكراً لله... على أن منّ علينا من فضله باتمام هذه الدراسة.. هذا و تسجل الباحثة جزيل شكرها و تقديرها للسيد الأستاذ الدكتور/ **نبيل عبد السلام شاكر** أستاذ الاستثمار و التمويل بكلية التجارة جامعة عين شمس على تفضله بالإشراف على الباحثة لتنضم إلى العديد من الباحثين الذين شرفوا بالتلمذة على يديه، كذلك على ما بذله من وقت وجهد في متابعة و توجيه الباحثة و تشجيعها في المراحل المختلفة من البحث، فجزاه الله عن الباحثة خير جزاء.

أيضاً تتقدم الباحثة بجزيل شكرها و إمتنانها إلى الأستاذ الدكتور / **محروس أحمد حسن** أستاذ إدارة الأعمال المساعد بكلية التجارة- جامعة عين شمس على تفضله بالاشتراك في الإشراف على الباحثة و على كل ما أبداه من ملاحظات و توجيهات.

كما تتقدم الباحثة بوافر الشكر و التقدير إلى الأستاذة الدكتورة / **نادية أبو فخرة** أستاذ الاستثمار و التمويل و رئيس قسم إدارة الأعمال بكلية التجارة- جامعة عين شمس على تفضلها بالموافقة على الاشتراك في لجنة المناقشة و الحكم على الرسالة.

كما تتقدم الباحثة بجزيل الشكر و التقدير إلى الأستاذ الدكتور/ **أسامة عبد الخالق الأنصاري** المشرف العام على قطاع الأسواق المالية الخارجية بالهيئة العامة لسوق على تفضله بالموافقة على الاشتراك في لجنة المناقشة و الحكم على الرسالة.

كذلك لايفوت الباحثة أن تتقدم بخالص شكرها لكل من عاونها في البحث و خاصة كل من **Prof. David Paton, Prof. Stephen Diacon and Prof. Shadhid Ebrahim – Nottingham University, Business School, UK** لما أبدوه من ملاحظات و اقتراحات ساهمت في إثراء البحث. و جميع السادة العاملين بمركز المعلومات التابع للهيئة العامة لسوق المال – و على وجه خاص الأستاذ / **سعيد عزام** - على ما أبدوه من تعاون في إمداد الباحثة بالبيانات اللازمة لغرض البحث.

و أخيراً تتقدم الباحثة بكل الحب و التقدير إلى **زوجها وأبنها وأخواتها** و إلى كل من ساعدها في كل مرحلة من مراحل البحث فجزاهم الله عنها خير جزاء.

و الله الموفق.....

الباحثة

قائمة المحتويات

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

٢	مقدمة.....
٣	أولاً- تطور النظريات المالية المفسرة لسياسات توزيع الأرباح.....
٤	أ- سياسات توزيع الأرباح و افتراض عدم وجود ضرائب.....
٥	ب- سياسات توزيع الأرباح و افتراض تماثل المعلومات لدى جميع المتعاملين فى السوق المالى.....
٨	ج- سياسات توزيع الأرباح و افتراض انفصال قرارات الاستثمار عن قرارات التوزيعات.....
١٠	د- سياسات توزيع الأرباح و افتراض تماثل دالة الهدف بين الإدارة و الملاك.....
١٢	ثانياً- النظريات المالية و معضلة التوزيعات.....
١٨	ثالثاً- مشكلة الدراسة.....
٢١	رابعاً: المنهج المقترح و فروض الدراسة.....
٢٤	خامساً: أهداف الدراسة و أهميتها.....
٢٥	سادساً: منهجية الدراسة.....
٢٨	سابعاً- خطة الدراسة.....

الفصل الثانى

الخلفية الفكرية للنظريات المالية المفسرة لسياسات توزيع الأرباح

٣٠	مقدمة.....
٣١	أولاً- دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....

٣٣	أ- دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح على مستوى الاقتصاد الكلى.....
٣٣	١ - النموذج البسيط لعملاء الضرائب.....
٣٤	٢ - النموذج البسيط المعدل لضرائب التوزيعات.....
٣٥	٣ - نموذج الضرائب المزدوجة.....
٣٦	٤ - نماذج التجنب الضريبى.....
٣٧	ب- الاختبارات العملية لدور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....
٣٧	١ - دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح فى ضوء العلاقة بين عائد التوزيعات و العوائد المتوقعة وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....
٤٠	٢ - دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح وفقاً لسلوك أسعار الأسهم خارج السجل (تاريخ سقوط حق السهم فى التوزيعات).....
٤١	٣ - دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسة توزيعات الأرباح وفقاً لعميل التوزيعات.....
٤٤	ثانياً- دور نظرية الإشارات فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....
٤٤	أ- الخلفية النظرية لدور نظرية الإشارات فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....
٥١	ب- الاختبارات العملية لدور نظرية الإشارات فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....
٥٧	ثالثاً- دور نظريتى المتبقى و الالتقاط التدريجى فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....
٥٨	أ- نظرية المتبقى و سياسات توزيع الأرباح.....
٦٠	ب- نظرية الالتقاط التدريجى و سياسات توزيع الأرباح.....
٦٥	رابعاً- دور نظرية الوكالة فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....
٦٧	أ- سياسات توزيع الأرباح و مشاكل الوكالة القائمة بين الملاك و الإدارة.....
٦٨	١ - نموذج التكاليف المتعارضة.....

٧١	٢-	فرض	رقابة	السوق	المالى.
٧٢	٣-	فرض	التدفقات	التقديرة	
					الحررة.....
٧٤	٤-	العلاقة بين آليات الرقابة و سياسات توزيعات الأرباح.....			
٧٨		ب- سياسات توزيع الأرباح و مشاكل الوكالة القائمة بين الملاك و المقرضين.....			

الفصل الثالث

نموذج دورة حياة المنظمة كمنهج مقترح لتفسير سياسات توزيع الأرباح

٨٩	مقدمة.....
٩٠	أولاً- ماهية و أهمية نموذج دورة حياة المنظمة.....
٩٧	ثانياً- العلاقة بين نموذج دورة حياة المنظمة و القرارات المالية.....
١٠٥	ثالثاً- نموذج دورة حياة المنظمة كمنهج مقترح لتفسير سياسات توزيع الأرباح.....
١٠٧	أ- خصائص المنظمة و العوامل المسببة لعدم تمام السوق.....
١٠٧	١- مرحلة التقديم الأولى.....
١٠٩	٢- مرحلة النمو السريع.....
١١١	٣- مرحلة النضج.....
١١٣	٤- مرحلة استعادة النشاط (أو) التدهور.....
١١٤	ب- سياسات توزيع الأرباح فى ظل العلاقة بين خصائص المنظمة و العوامل المؤدية لعدم تمام السوق.....

الفصل الرابع عينة ومتغيرات الدراسة

١١٨ أولاً- مجتمع و عينة الدراسة.
١١٩ ثانياً- متغيرات الدراسة.
١١٩	أ- المتغيرات الرئيسية.....
١١٩	١- سياسات توزيع الأرباح.....
١٢٠	١/١- قرار دفع التوزيعات.....
١٢٠	٢/١- نسبة التوزيعات المدفوعة.....
١٢٠	٣/١- التغيرات المتوقعة في التوزيعات.....
١٢١	٢- دورة حياة المنظمة.....
١٢٦	٣- السعر السوقي للسهم.....
١٢٧	٤- التغيرات غير المتوقعة في التوزيعات.....
١٢٧	٥- الديون.....
١٢٩	ب- المتغيرات الرقابية.....
١٢٩	١- مجموعة الفرص الاستثمارية.....
١٣١	٢- هيكل الملكية.....
١٣٣	٣- الربحية.....
١٣٥	٤- حجم المنظمة.....
١٣٦	٥- درجة المخاطرة.....
١٣٧	٦- الفائض أو العجز المالي.....

الفصل الخامس

التحليل الإحصائي و اختبارات فروض الدراسة

- أولاً- اختبار الفرض الأول (أثر سياسات توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في السوق المالي)..... ١٤٠
- أ- أثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم في السوق المالي وفقاً لنموذج الإنحدار الخطى المتعدد..... ١٤١
- ١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائي المستخدم..... ١٤١
- ٢- اختبار مدى توافر الافتراضات الأساسية لنموذج المربعات الصغرى..... ١٤٤
- ١/٢- الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة..... ١٤٥
- ٢/٢- ثبات تباين الأخطاء..... ١٤٦
- ٣/٢- الارتباط الذاتى بين الأخطاء..... ١٤٧
- ٤/٢- توزيع الأخطاء طبيعياً..... ١٤٨
- ب- أثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم في السوق المالي وفقاً لنموذج الإنحدار الأقل حساسية Robust Regression..... ١٥١
- ١- نموذج الإنحدار الأقل حساسية..... ١٥١
- ٢- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الإنحدار الأقل حساسية..... ١٥٢
- ج- نتيجة اختبار الفرض الأول..... ١٥٣
- ثانياً: اختبار الفرض الثانى (العلاقة بين مراحل دورة حياة المنظمة و سياسات توزيع الأرباح)..... ١٥٤
- أ- اختبار طبيعة العلاقة بين دورة حياة المنظمة و قرار دفع التوزيعات..... ١٥٤
- ١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائي المستخدم..... ١٥٤
- ٢- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الإنحدار اللوغاريتمى..... ١٥٦
- ٣- اختبار صلاحية تقديرات نموذج الإنحدار اللوغاريتمى..... ١٥٨
- ١/٣- اختبار أخطاء توصيف نموذج الإنحدار اللوغاريتمى..... ١٥٨
- ٢/٣- اختبار جودة توفيق نموذج الإنحدار اللوغاريتمى..... ١٥٩

- ١٦١ ب- اختبار طبيعة العلاقة بين دورة حياة المنظمة و نسبة التوزيعات.....
- ١٦١ ١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائي المستخدم.....
- ١٦٢ ٢- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج المربعات الصغرى.....
- ١٦٣ ٣- اختبار الافتراضات الأساسية لطريقة المربعات الصغرى.....
- ١٦٩ ٤- تقديرات نموذج الانحدار الأقل حساسية.....
- ١٦٩ ١/٤- نموذج الانحدار الأقل حساسية.....
- ١٧٠ ٢/٤- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار الأقل حساسية.....
- ١٧٢ ج- اختبار طبيعة العلاقة بين دورة حياة المنظمة و التغير في سياسة التوزيعات.....
- ١٧٢ ١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائي المستخدم.....
- ١٧٣ ٢- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار اللوغاريتمي.....
- ١٧٤ ٣- اختبار صلاحية تقديرات نموذج الانحدار اللوغاريتمي.....
- ١٧٤ ١/٣- اختبار أخطاء توصيف نموذج الانحدار اللوغاريتمي.....
- ١٧٥ ٢/٣- اختبار جودة توفيق نموذج الانحدار اللوغاريتمي.....
- ١٧٦ د- نتيجة اختبار الفرض الثاني.....
- ١٧٧ ثالثاً: اختبار الفرض الثالث (طبيعة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون).....
- ١٧٨ أ- طبيعة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون وفقاً لنموذج الانحدار الخطى.....
- ١٧٨ ١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائي المستخدم.....
- ١٧٩ ٢- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى.....
- ١٨٠ ٣- اختبار مدى توافر الافتراضات الأساسية لنموذج المربعات الصغرى.....

١٨٤	ب- طبيعة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون في ظل وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء.....
١٨٤	١- تشخيص طبيعة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.....
١٨٦	٢- تقدير العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون وفقاً لنموذج Prais-Winston AR(١) Errors.....
١٨٨	٣- تقدير العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون وفقاً لنموذج Newey-West Standard Errors.....
١٩٠	ج- نتيجة اختبار الفرض الثالث.....

الفصل السادس

الخلاصة: النتائج و التوصيات

١٩٢	مقدمة.....
١٩٣	أولاً- ملخص نتائج الدراسة.....
١٩٦	ثانياً: توصيات الدراسة.....
١٩٨	المراجع.....
٢٢٧	الملاحق.....

قائمة الجداول

٨٥	جدول رقم (١): ملخص نتائج الاختبارات العملية للنظريات المالية المفسرة لسياسات توزيع الأرباح.....
٩٢	جدول رقم (٢): توصيف الدراسات السابقة لخصائص و عدد مراحل دورة حياة المنظمة.....
١١٩	جدول رقم (٣): تطور حركة قيد و تداول الأوراق المالية فى البورصة خلال فترة من ١٩٩٦-٢٠٠٠.....
١٢٢	جدول رقم (٤): احصاء وصفى للمتغيرات المستخدمة فى تحليل المجموعة و معاملات الارتباط بينها.....
١٢٣	جدول رقم (٥): تحديد عدد المجموعات الناتجة من تطبيق أسلوب تحليل المجموعة بطريقة وارد.....
١٢٤	جدول رقم (٦): احصاء وصفى للمتغيرات المستخدمة فى تحليل المجموعة وفقاً للمجموعات الأربع الناتجة من التحليل غير الهرمى.....
١٢٥	جدول رقم (٧): اختبار صلاحية تصنيف المجموعات من خلال تحليل التباين للمتغيرات المستخدمة و غير المستخدمة فى تحليل المجموعة.....
١٣٨	جدول رقم (٨): أساليب قياس متغيرات الدراسة.....
١٤٢	جدول رقم (٩): تقدير نموذج Lintner (١٩٥٦) للتوزيعات.....
١٤٣	جدول رقم (١٠): تقدير نموذج Lintner (١٩٥٦) للتوزيعات وفقاً لنموذج Fama & Babiak (١٩٦٨).....
١٤٤	جدول رقم (١١): نتائج نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لأثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم.....
١٤٥	جدول رقم (١٢): نتائج اختبار الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة فى نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لأثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم.....

١٤٦	جدول رقم (١٣): نتائج اختبارات ثبات التباين في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لأثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم.....
١٤٧	جدول رقم (١٤): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لأثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم.....
١٤٩	جدول رقم (١٥): نتائج اختبار تأثير القيم الشاذة في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لأثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم.....
١٥٠	جدول رقم (١٦): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لأثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم.....
١٥٢	جدول رقم (١٧): نتائج نموذج الانحدار الأقل حساسية لأثر سياسات توزيع الأرباح على أسعار الأسهم.....
١٥٧	جدول رقم (١٨): نتائج تحليل نموذج الانحدار اللوغاريتمى لمحددات قرار دفع التوزيعات.....
١٥٩	جدول رقم (١٩): اختبار أخطاء توصيف تقديرات نموذج الانحدار اللوغاريتمى لمحددات قرار دفع التوزيعات.....
١٦٠	جدول رقم (٢٠): الاختبارات الإحصائية لجودة توفيق تقديرات نموذج الانحدار اللوغاريتمى لمحددات قرار دفع التوزيعات.....
١٦٢	جدول رقم (٢١): نتائج نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....
١٦٤	جدول رقم (٢٢): نتائج اختبار الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....
١٦٥	جدول رقم (٢٣): نتائج اختبارات ثبات التباين في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....
١٦٦	جدول رقم (٢٤): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....
١٦٨	جدول رقم (٢٥): نتائج اختبار تأثير القيم الشاذة في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....

١٦٩	جدول رقم (٢٦): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء في نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....
١٧٠	جدول رقم (٢٧): نتائج نموذج الانحدار الأقل حساسية لمحددات نسبة التوزيعات....
١٧٣	جدول رقم (٢٨): نتائج تحليل نموذج الانحدار اللوغاريتمى لمحددات التغير فى سياسة التوزيعات.....
١٧٥	جدول رقم (٢٩): اختبار أخطاء توصيف تقديرات نموذج الانحدار اللوغاريتمى لمحددات التغير فى سياسة التوزيعات.....
١٧٥	جدول رقم (٣٠): الاختبارات الإحصائية لجودة توفيق تقديرات نموذج الانحدار اللوغاريتمى لمحددات التغير فى سياسة التوزيعات.....
١٧٩	جدول رقم (٣١): نتائج نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....
١٨١	جدول رقم (٣٢): نتائج اختبار الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة فى نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....
١٨٢	جدول رقم (٣٣): نتائج اختبارات ثبات التباين فى نموذج الانحدار الخطى لمحددات نسبة الديون.....
١٨٣	جدول رقم (٣٤): نتائج اختبار تأثير القيم الشاذة فى نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....
١٨٣	جدول رقم (٣٥): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء فى نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....
١٨٤	جدول رقم (٣٦): نتائج اختبار الارتباط الذاتى بين الأخطاء فى نموذج الانحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....
١٨٥	جدول رقم (٣٧): نتائج اختبار أخطاء توصيف نموذج المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....
١٨٦	جدول رقم (٣٨): نتائج نموذج الانحدار باستخدام تقدير Prais-Winston AR(١) Errors لمحددات نسبة الديون.....
١٨٨	جدول رقم (٣٩): نتائج نموذج الانحدار باستخدام تقدير Newey-West Standard Errors لمحددات نسبة الديون.....

قائمة الأشكال

- شكل رقم (١): العلاقة بين مشاكل الوكالة و سياسات توزيع الأرباح..... ٨٣
- شكل رقم (٢): نموذج دورة حياة المنظمة كمنهج مقترح لتفسير سياسات توزيع الأرباح..... ١٠٦
- شكل رقم (٣): مقارنة توزيع خطأ نموذج الإنحدار بالتوزيع الطبيعي لنموذج أثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم..... ١٤٨
- شكل رقم (٤): توزيع خطأ نموذج الإنحدار و التوزيع الطبيعي لنموذج أثر سياسات التوزيعات على أسعار الأسهم..... ١٤٩
- شكل رقم (٥): تمثيل القيم الفعلية و المقدرة للأخطاء لنموذج نسبة التوزيعات..... ١٦٥
- شكل رقم (٦): تمثيل القيم الفعلية للأخطاء مقابل الزمن لنموذج نسبة التوزيعات..... ١٦٦
- شكل رقم (٧): مقارنة توزيع خطأ نموذج الإنحدار بالتوزيع الطبيعي لنموذج نسبة التوزيعات..... ١٦٧
- شكل رقم (٨): توزيع خطأ نموذج الإنحدار و التوزيع الطبيعي لنموذج نسبة التوزيعات..... ١٦٨
- شكل رقم (٩): مقارنة توزيع خطأ نموذج الإنحدار بالتوزيع الطبيعي لنموذج محددات نسبة لديون..... ١٨٢
- شكل رقم (١٠): توزيع خطأ نموذج الإنحدار و التوزيع الطبيعي لنموذج محددات نسبة الديون..... ١٨٣