



جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح

دراسة تطبيقية

بعدد مقدم للحصول على
درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال

مقدم من
هيايم حسن وهبة السيد
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال

إشراف

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

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

إِهْدَاءٌ

إلى من علمانى أن الحياة كفاح وصبر ...
إلى روح أمى وروح أبى رحمهما الله .

إلى زوجى وأبنى محمد ...
تقديرًا و عرفانًا .



جامعة عين شمس
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

رسالة دكتوراه
هيثم حسن وهبة السيد
مدرس مساعد بقسم إدارة الأعمال بكلية التجارة - جامعة عين شمس

منهج لتفسير سياسات توزيع الأرباح دراسة تطبيقية

لجنة المناقشة والمحكم

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
عضوأ

٣- الأستاذ الدكتور / محروس أحمد حسن
أستاذ إدارة الأعمال المساعد بالكلية
مشرفاً مشاركاً

٤- الأستاذ الدكتور / أسامة عبد الخالق анصارى
المشرف العام على قطاع الأسواق المالية الخارجية بالهيئة العامة لسوق المال عضواً

الدراسات العليا

أجازت الرسالة بتاريخ / ٢٠٠٥ / ختم الإجازة

موافقة مجلس الجامعة
٢٠٠٥ / موافقة مجلس الكلية
/ ٢٠٠٥ /

شكر و تقدير

حمدأً و شكرأً لله... على أن من 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 بالتلذذه 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 جراء.

أيضاً تتقدم الباحثة بجزيل شكرها و امتنانها 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 الأنصارى 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 ببيانات اللازمة لغرض البحث.

وأخيراً 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 جراء.

و الله الموفق.....

الباحثة

قائمة المحتويات

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

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

الفصل الثاني

الخلفية الفكرية للنظريات المالية المفسرة لسياسات توزيع الأرباح

٣٠	.....	مقدمة
٣١	دور النظرية الضريبية في تفسير سياسات توزيع الأرباح	أولاًً- دور النظرية الضريبية في تفسير سياسات توزيع الأرباح

أ- دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح على مستوى الاقتصاد الكلى.....	٣٣
.....	
١ - النموذج البسيط لعملاء الضرائب.....	٣٣
٢ - النموذج البسيط المعدل لضرائب التوزيعات.....	٣٤
٣- نموذج الضرائب المزدوجة.....	٣٥
٤ - نماذج التجنب الضريبي.....	٣٦
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 تعسیر الأصول الرأسمالية.....	٣٧
٢- دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسات توزيع الأرباح وفقاً لسلوك أسعار الأسهم خارج السجل (تاريخ سقوط حق السهم فى التوزيعات).....	٤٠
٣- دور النظرية الضريبية فى تفسير سياسة توزيعات الأرباح وفقاً لعميل التوزيعات.....	٤١
ثانياً- دور نظرية الإشارات فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....	
٤٤	
أ- الخافية النظرية لدور نظرية الإشارات فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....	٤٤
ب- الاختبارات العملية لدور نظرية الإشارات فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....	٥١
ثالثاً- دور نظريتي المتبقى والالتقاط التدريجي فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....	
٥٧	
أ- نظرية المتبقى و سياسات توزيع الأرباح.....	٥٨
ب- نظرية الالتقاط التدريجي و سياسات توزيع الأرباح.....	٦٠
رابعاً- دور نظرية الوكالة فى تفسير سياسات توزيع الأرباح.....	
٦٥	
أ- سياسات توزيع الأرباح و مشاكل الوكالة القائمة بين المالك والإدارة.....	٦٧
١- نموذج التكاليف المتعارضة.....	٦٨

٧١ فرض رقابة السوق المالي.

٧٢ فرض التدفقات النقدية الحرة

٧٤ ٤ - العلاقة بين آليات الرقابة و سياسات توزيع الأرباح

٧٨ ب- سياسات توزيع الأرباح و مشاكل الوكالة القائمة بين المالك و المقرضين

الفصل الثالث

نموذج دورة حياة المنظمة كمنهج مقتراح 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 مقتراح لتفسير سياسات توزيع الأرباح

١٠٧ أ- خصائص المنظمة و العوامل المسيبة لعدم تمام السوق

١٠٧ ١- مرحلة الأولي

١٠٩ ٢- مرحلة النمو السريع

١١١ ٣- مرحلة النضج

١١٣ ٤- مرحلة التدهور

١١٤ ب- سياسات توزيع الأرباح في 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	المتغيرات	أ-
		الرئيسية
١١٩	.....	١- سياسات توزيع الأرباح
١٢٠	.....	١/١- قرار دفع التوزيعات
١٢٠	.....	٢/١- نسبة التوزيعات المدفوعة
١٢٠	في المتوقعة	٣/١- التغيرات في التوزيعات
١٢١	.....	٤- دورة حياة المنظمة
١٢٦	.....	٥- السعر السوقى للسهم
١٢٧	.....	٦- التغيرات غير المتوقعة في التوزيعات
١٢٧	.....	٧- الديون
١٢٩	المتغيرات	ب-
		الرقابية
١٢٩	المتوقعه الاستثمارية	١- مجموعه الفرص
١٣١	.....	٢- هيكل الملكية
١٣٣	.....	٣- الربحية
١٣٥	.....	٤- حجم المنظمة
١٣٦	.....	٥- درجة المخاطرة
١٣٧	.....	٦- الفائض أو العجز المالى

الفصل الخامس

التحليل الإحصائى و اختبارات فروض الدراسة

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

١٦١	ب- اختبار طبيعة العلاقة بين دورة حياة المنظمة و نسبة التوزيعات.....
١٦١	١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائى المستخدم.....
١٦٢	٢- نتائج التحليل الإحصائى لنموذج المربعات الصغرى.....
١٦٣	٣- اختبار الافتراضات الأساسية لطريقة المربعات الصغرى.....
١٦٩	٤- تقديرات نموذج الإنحدار الأقل حساسية.....
١٦٩	٤-١ نموذج الإنحدار الأقل حساسية.....
١٧٠	٤-٢ نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الإنحدار 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 الإنحدار اللوغاريتمي.....
١٧٤	٣- اختبار صلاحية تقديرات نموذج الإنحدار اللوغاريتمي.....
١٧٤	١/٣- اختبار أخطاء توصيف نموذج الإنحدار اللوغاريتمي.....
١٧٥	٢/٣- اختبار جودة توفيق نموذج الإنحدار 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 الإنحدار الخطى.....
١٧٨	١- توصيف النموذج و الأسلوب الإحصائي المستخدم.....
١٧٩	٢- نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الإنحدار بطريقة المربعات الصغرى.....
١٨٠	٣- اختبار مدى توافر الافتراضات الأساسية لنموذج المربعات الصغرى.....

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.....	١٨٤
٢- تقدير العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون وفقاً لنموذج Prais-Winston AR(١) Errors.....	١٨٦
٣- تقدير العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح و نسبة اعتماد المنظمة على الديون وفقاً لنموذج Newey-West Standard Errors.....	١٨٨
ج- نتائج اختبار الفرض الثالث.....	١٩٠

الفصل السادس **الخلاصة: النتائج والتوصيات**

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

قائمة الجداول

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

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

جدول رقم (٢٦): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء في نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة التوزيعات.....	١٦٩
جدول رقم (٢٧): نتائج نموذج الإنحدار الأقل حساسية لمحددات نسبة التوزيعات....	١٧٠
جدول رقم (٢٨): نتائج تحليل نموذج الإنحدار اللوغاريتمى لمحددات التغير فى سياسة التوزيعات.....	١٧٣
جدول رقم (٢٩): اختبار أخطاء توصيف تقديرات نموذج الإنحدار اللوغاريتمى لمحددات التغير فى سياسة التوزيعات.....	١٧٥
جدول رقم (٣٠): الاختبارات الإحصائية لجودة توفيق تقديرات نموذج الإنحدار اللوغاريتمى لمحددات التغير فى سياسة التوزيعات.....	١٧٥
جدول رقم (٣١): نتائج نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....	١٧٩
جدول رقم (٣٢): نتائج اختبار الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة في نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....	١٨١
جدول رقم (٣٣): نتائج اختبارات ثبات التباين في نموذج الإنحدار الخطى لمحددات نسبة الديون.....	١٨٢
جدول رقم (٣٤): نتائج اختبار تأثير القيم الشاذة في نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....	١٨٣
جدول رقم (٣٥): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء في نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....	١٨٣
جدول رقم (٣٦): نتائج اختبار الارتباط الذاتى بين الأخطاء في نموذج الإنحدار الخطى بطريقة المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....	١٨٤
جدول رقم (٣٧): نتائج أخطاء توصيف نموذج المربعات الصغرى لمحددات نسبة الديون.....	١٨٥
جدول رقم (٣٨): نتائج نموذج الإنحدار باستخدام تقدير Prais-Winston AR(1) لمحددات نسبة الديون.....	١٨٦
جدول رقم (٣٩): نتائج نموذج الإنحدار باستخدام تقدير Newey-West لمحددات نسبة الديون.....	١٨٨

قائمة الأشكال

شكل رقم (١): العلاقة بين مشاكل الوكالة و سياسات توزيع الأرباح.....	٨٣
شكل رقم (٢): نموذج دورة حياة المنظمة كمنهج مقترن لتقدير 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 الدين.....	١٨٢
شكل رقم (١٠): توزيع خطأ نموذج الإنحدار و التوزيع الطبيعي لنموذج محددات نسبة الدين.....	١٨٣