

# The Effect of Dividends on Investment Decisions in Light of the Quality of Financial Reports (Applied Study on the Saudi Financial Market)

Dr. Nidal Mahmoud Al-Ramhi

Dr. Tareq Hammad Al-Mubaydeen

Dr. Ruaia Sufian Al-Ahmad

Zarqa University

Zarqa University

Zarqa University

Accounting Information Systems Section

Department of Accounting

Department of Accounting

Received 27/03/2017

Accepted 28/08/2017

## Abstract

This study aimed to identify the impact of dividends on investment decisions in Saudi companies, and to examine the impact of the interaction between the dividends and the quality of financial reporting in the investment decisions for Saudi firms. The study also aimed to determine the effect of dividends on investment decisions according to the sectors listed on the Saudi stock exchange. For sample of 141 listed companies on the Saudi Stock Exchange, spread over 15 sectors has been selected according to set of specifics for the period from 2011 to 2015. The study is based on descriptive and analytical approach to answer the questions of the study and reach their goals, and to test hypotheses of the study were used by statistical analysis (SPSS).

The study found that the dividends having effect on investment decisions in Saudi corporations, the results also showed that the quality of financial reporting play a role mitigate the negative impact of dividends on investment decisions in Saudi corporations. In addition the results also showed that the effect of dividends on the investment decision in Saudi corporations varies depending on the difference of various segments on Saudi Stock exchange. Based on the results of this study, several recommendations propose the most important need for quality financial reporting care because of its role in mitigating negative impact of dividends on investment decisions for Saudi firms contribute.

**Key words :** Dividends Payout , Investment Decision , Financial Reporting Quality .

# أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في ضوء جودة التقارير المالية - (دراسة تطبيقية على السوق المالية السعودية)

رؤيا سفيان الأحمد

جامعة الزرقاء

قسم المحاسبة

تاريخ قبول البحث 2017/08/28

د. طارق حماد المبيضين

جامعة الزرقاء

قسم المحاسبة

د. نضال محمود الرمحي

جامعة الزرقاء

قسم نظم المعلومات المحاسبية

تاريخ استلام البحث 2017/03/27

## الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر توزيعات الأرباح، على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة السعودية، وبيان أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، كما هدفت الدراسة لمعرفة أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية، وفقاً للقطاعات المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (141) شركة مساهمة مدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، موزعة على 15 قطاعاً تم اختيارها طبقاً لمجموعة من المحددات للفترة من 2011 إلى 2015. وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، للإجابة عن أسئلة الدراسة والوصول إلى أهدافها، واختبار فرضيات الدراسة تم استخدام طريقة المربعات الصغرى؛ عن طريق برنامج التحليل الإحصائي (SPSS). وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أهمها: وجود أثر لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة السعودية، كما أظهرت النتائج أن جودة التقارير المالية يؤدي دوراً مهماً في التخفيف من الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة السعودية، بالإضافة إلى ذلك، أظهرت نتائج الدراسة أن أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في الشركات المساهمة السعودية، يختلف تبعاً لاختلاف قطاعات السوق المالية السعودية المختلفة. ومن أبرز التوصيات التي توصلت إليها الدراسة، زيادة العناية بوضع السياسة المثلى، التي تحقق التوازن بين توزيعات الأرباح والفرص الاستثمارية، مع ضرورة التركيز على جودة التقارير المالية؛ لما تؤديه من دور في التخفيف من الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: توزيعات الأرباح، القرار الاستثماري، جودة التقارير المالية.

## المقدمة:

لذلك جاءت هذه الدراسة لتطوير نموذج لدراسة أثر المتغير المستقل:

"توزيعات الأرباح"، على المتغير التابع: "القرارات الاستثمارية"، في القطاعات المدرجة في السوق المالية السعودية، فضلاً عن دراسة أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية على القرارات الاستثمارية، وتتبع أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية لمختلف قطاعات السوق المالية السعودية.

## مشكلة الدراسة وأسئلتها:

تُلاقي توزيعات الأرباح اهتماماً واسعاً من قبل المستثمرين، حيث يعدّها كثيرٌ منهم مؤشراً جيداً للأداء الناجح لإدارة الشركة. لكن قرار توزيعات الأرباح يعدّ من أصعب القرارات التي تواجهها الإدارة؛ وذلك لما يترتب عليه من التخلّي عن بعض الفرص الاستثمارية المستقبلية، التي تتطلّع لها إدارة الشركة. من هنا، تحاول الدراسة الحالية الكشف عن أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية، في ضوء جودة التقارير المالية للقطاعات المدرجة في السوق المالية السعودية.

وبناءً على ما تقدّم، يمكن تلخيص مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة

الآتية:

- ما أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، المدرجة في السوق المالية السعودية، وفقاً للمتغيرات الضابطة؟

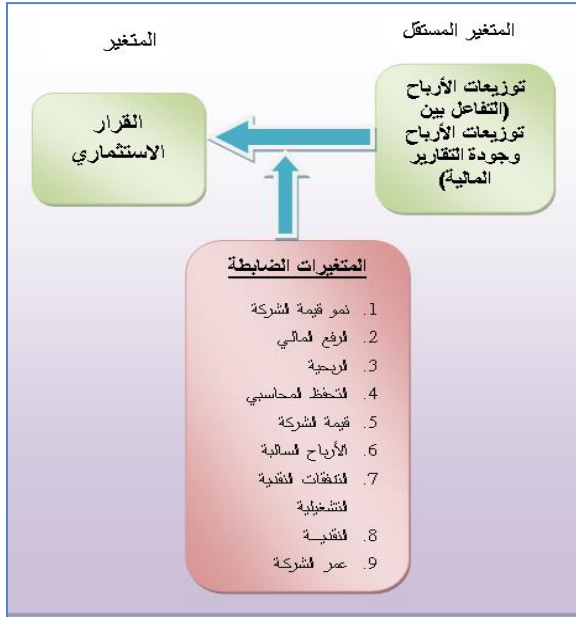
إنّ الأسواق المالية المتقدمة تتسم بقدرتها على جذب الاستثمارات من مختلف دول العالم؛ وذلك لما تتمتع به من مناخ استثماري مميز قادر على تنمية الأموال، وفقاً لقواعد وقوانين تُمكن هذه الأسواق من المحافظة على رؤوس الأموال المستثمرة فيها، في عالم يسوده التطورات والتقلّبات الاقتصادية، والاجتماعية، والسياسية. وهذه التطورات والتقلّبات السريعة في الأسواق المالية العالمية، دفعت العديد من الأسواق المالية في الدّول الناشئة على العمل لتحسين المناخ الاستثماري فيها؛ لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية. وتعدّ المملكة العربية السعودية من أهم هذه الدّول التي عملت جاهدة على تحسين المناخ الاستثماري.

ومن هنا يأتي دور إدارة الشركات في تحقيق هدفها الأساسي، وهو تعظيم ثروة الملاك، حيث يقع على عاتق مجلس الإدارة وضع السياسة المثلى للموازنة بين التوزيعات الحالية، التي يتلقاها المساهمون، ومعدّلات النمو المستقبلية<sup>(21)</sup>. حيث يُعدّ تخصيص الأرباح المحققة، بين توزيعات أرباح على المساهمين من جهة، والاحتفاظ بجزء من هذه الأرباح؛ لاستثمارها في تمويل مشاريع التوسع المستقبلية من جهة أخرى، من أصعب القرارات التي تواجه المديرين؛ للحفاظ على التوازن بين المصالح المختلفة، والفرص الاستثمارية المتاحة المربحة<sup>(22)</sup>.

**H<sub>04</sub>:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، عند مستوى معنوية ( $\alpha \leq 0.05$ )، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية.

#### أنموذج الدراسة:

لقد تم تطوير أنموذج الدراسة كما في الشكل التالي، حيث يمثل المتغيرات التي تبين أثر توزيعات الأرباح، في ضوء جودة التقارير المالية على القرارات الاستثمارية للقطاعات المدرجة في السوق المالية السعودية.



الأنموذج مشتق من دراسة (27)، ودراسة (6).

#### الإطار النظري والدراسات السابقة:

تعد سياسة توزيعات الأرباح أحد أهم المواضيع في الأدب المالي، حيث نالت اهتماماً كبيراً لحل الغموض في سياسة توزيعات الأرباح، حيث إن قرار الشركة بشأن نسبة الأرباح التي يمكن أن يتم دفعها كتوزيعات أرباح على المساهمين، ونسبة الأرباح التي يجب أن تحتجز لاستخدامها كمصدر تمويل داخلي للشركة، أدى إلى عدد كبير من النظريات المتضاربة (11).

وتعكس توزيعات الأرباح، تقسيم هذه الأرباح بين مدفوعات للمساهمين، أو بين إعادة استثمارها في الشركة. والحق إن وضع سياسة توزيع الأرباح يتطلب حلاً وسطاً، بين رغبة المساهمين في الحصول على بعض الأرباح، من خلال توزيعات نقدية، ورغبة الشركة في إعادة استثمار الأرباح لتمويل مشاريع النمو المستقبلي للشركة (21).

**القرار الاستثماري:** هو قرار إداري يترتب عليه استثمار أموال ضخمة في الوقت الزاهن؛ بهدف توسيع المشروعات الحالية، وزيادة الطاقة الإنتاجية الحالية للمشروع؛ للحصول على عائد مستقبلي أكبر يمتد لفترة زمنية أطول، طيلة حياة المشروع، كما يكون القرار الاستثماري عرضة لدرجات مختلفة من الخطر؛ لارتباطه بالتطلعات المستقبلية؛ حيث إن نتيجة القرار

• هل يختلف أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً للمتغيرات الضابطة؟

• هل يختلف أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لاختلاف قطاعات السوق المالية السعودية؟

• هل يختلف أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية؟

#### أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة، إلى تقديم دليل إضافي حول أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية، في ضوء جودة التقارير المالية للقطاعات المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث تعد توزيعات الأرباح محط أنظار المستثمرين؛ لأنها تمثل دخلاً جاريًا لهم.

#### أهمية الدراسة:

يمثل موضوع الدراسة إضافة لأدبيات البحث المحاسبي وإثراء لها، وذلك لارتباطه بأثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للقطاعات المالية المدرجة في السوق المالية السعودية، كما تقدم الدراسة الأدلة التطبيقية لأثر توزيعات الأرباح، على القرارات الاستثمارية لهذا السوق الناشئ؛ مما له أثر بالغ، وفائدة عظيمة للشركات المساهمة السعودية، عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما ترجع أهمية الدراسة، إلى توصيتها بضرورة العناية بجودة التقارير المالية؛ لزيادة قدرة الشركات على التعبير عن واقعها الاقتصادي، من خلال الكشف عن أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح من جهة، وجودة التقارير المالية من جهة أخرى، على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية.

#### فرضيات الدراسة:

وفقاً لمشكلة الدراسة وأسئلتها، تمت صياغة الفرضيات المتصلة بهذه الدراسة على النحو التالي:

**H<sub>01</sub>:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، عند مستوى معنوية ( $\alpha \leq 0.05$ )، باختلاف المتغيرات الضابطة.

**H<sub>02</sub>:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، عند مستوى معنوية ( $\alpha \leq 0.05$ )، باختلاف المتغيرات الضابطة.

**H<sub>03</sub>:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح في القرارات الاستثمارية، للشركات المساهمة السعودية، عند مستوى معنوية ( $\alpha \leq 0.05$ )، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية.

الدراسة إلى أن هناك أثراً سلبياً لتوزيعات الأرباح في القرار الاستثماري، كما أظهرت النتائج أن أثر توزيعات الأرباح في القرار الاستثماري يختلف تبعاً لاختلاف جودة التقارير المالية. وأوصت الدراسة أنه لا بد للشركة من اعتماد سياسة توزيع الأرباح المثلى، التي تحقق حالة التوازن بين توزيع الأرباح، والفرص الاستثمارية.

دراسة (4)، بعنوان: "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي". بحثت الدراسة في العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح، في عينة من 175 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008-2011)، حيث هدفت إلى تقديم دليل تطبيقي من إحدى الأسواق الناشئة؛ للمساهمة في إثراء أدبيات نظرية الوكالة التي تفسر سياسة توزيع الأرباح، وأوصت الدراسة بضرورة دراسة تأثير الحاكمية المؤسسية في سياسة توزيع الأرباح، وانعكاساتها على قيمة الشركة في السوق الكويتية، وغيرها من الأسواق الناشئة.

دراسة (2)، بعنوان: "أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح، وانعكاسها على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية". قامت الدراسة بالتعرف إلى العلاقة بين جودة المراجعة الخارجية، وجودة الأرباح، ثم تحديد أثر جودة الأرباح في توزيعات الأرباح النقدية في جمهورية مصر العربية، حيث شملت عينة الدراسة 50 شركة مساهمة مصرية، خلال الفترة من 2005 إلى 2009. حيث استخدمت الدراسة نموذج Richardos & Sloan لقياس جودة الأرباح، كما استخدمت معدل التوزيعات النقدية؛ لقياس توزيعات الأرباح النقدية. وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من قيمة أتعاب المراجعة، وحجم مكتب المراجعة، والارتباط مع المكاتب العالمية للمراجعة، كما أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بارتباط مكاتب المراجعة المصرية بمكاتب المراجعة العالمية؛ مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الجودة في مكاتب المراجعة المصرية.

دراسة (18)، بعنوان: (Dividend Changes and Stock Price Informativeness)، (تغيرات توزيعات الأرباح ومعلوماتية أسعار الأسهم). هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من أثر المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم، على تغيرات توزيع الأرباح الربع سنوية في بورصة نيويورك، للفترة من 1962 إلى 2010 لعينة من الشركات، انطبقت عليها شروط محددة، حيث بلغ عدد المشاهدات 98535 مشاهدة. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن العلاقة الإيجابية بين العوائد الماضية، وتغيرات التوزيعات الحالية، تكون متينة عندما تحتوي الإيرادات على معلومات أكثر خصوصية. هذا الاستنتاج قوي؛ لاستخدامها في قياس الأسعار وتحديد الاستنتاجات. وتظهر الدراسة أن المديرين تعلموا معلومات جديدة من أسعار الأسهم، التي استخدموها عند اتخاذ القرارات التي تتعلق بسياسة توزيع الأرباح. وقد سلطت الدراسة الضوء على المعلومات الخاصة في أسعار الأسهم؛ بوصفها محدداً مهماً في سياسة توزيع الأرباح.

دراسة (30)، بعنوان: (Corporate dividend Policy Revisted)، (إعادة النظر في سياسة توزيع الأرباح). هدفت هذه الدراسة

الاستثماري تحتاج فترة من الزمن لتحقيقها؛ لأنها تقوم على أساس تمويلي طويل الأجل، محفوف بالمخاطر المستقبلية، ويرتبط بحالة من عدم اليقين.<sup>(1)</sup>

**توزيعات الأرباح والقرارات الاستثمارية:** إن المعنى الحقيقي لدفع توزيعات الأرباح، يمثل الاختيار بين مكاسب رأسمالية مستقبلية، ومدفوعات نقدية حالية، أي أن الأرباح يتم استثمارها بالنيابة عن المساهمين؛ عن طريق إعادة استثمار الأرباح في النمو المستقبلي للشركة، وبالتالي فإن نمو الأرباح يؤدي إلى زيادة قيمة الأوراق المالية للشركة؛ أي زيادة سعر الأسهم، مما يؤدي إلى مكاسب في رأس مال المساهمين<sup>(21)</sup>. وقد دعمت نتائج بعض الدراسات الرأي القائل: بأن قرارات الشركة بشأن توزيع الأرباح والاستثمارات غير قابلة للتجزئة<sup>(28)</sup>، كما أوضحت نتائج دراسات أخرى أنه يتم تحديد القرارات الاستثمارية، وقرارات توزيع الأرباح للشركات بشكل مشترك<sup>(13)</sup>.

**دور جودة التقارير المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية:** يمكن بيان دور جودة التقارير المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، من خلال استعراض بعض نتائج الدراسات المتعلقة بالموضوع، حيث تشير دراسات سابقة أن التقارير المالية عالية الجودة، يمكن أن تعزز كفاءة الاستثمار؛ عن طريق التخفيف من تباين المعلومات الذي يسبب الخلافات الاقتصادية، مثل: الخطر الأخلاقي، وسوء الاختيار<sup>(29)</sup>. كما تبين أنه يتم استخدام معلومات التقارير المالية من قبل المساهمين؛ لمراقبة المديرين<sup>(17)</sup>. وتؤدي المعلومات المحاسبية دوراً مهماً في عملية اتخاذ القرارات الداخلية<sup>(25)</sup>، خاصة إذا اتسمت التقارير المالية بجودة عالية، الأمر الذي سيزيد قدرة المساهمين على رصد الأنشطة الاستثمارية الإدارية<sup>(14)</sup>. إن مجموعة المعلومات المحاسبية المالية هي بحد ذاتها المجموعة المستخدمة في قرارات المديرين، وقد بينت الأدلة أن جودة التقارير المالية ترتبط بإيجابية مع كفاءة الاستثمار للشركات عينة الدراسة<sup>(19)</sup>. حيث إن جودة التقارير المالية لها تأثير عميق على عملية صنع القرار، لا سيما القرارات الاستثمارية<sup>(24)</sup>. وتأسيساً على ما تقدم، فإن التحفظ المحاسبي من دقة التقارير المالية، يعزز ثقة المستثمرين بالتقارير المالية، كذلك يشير التحفظ المحاسبي إلى ارتفاع جودة التقارير المالية، ويحد من التباين في المعلومات المالية المتوفرة لمستخدميها<sup>(5)</sup>.

### الدراسات السابقة:

دراسة (6)، بعنوان: "أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية". هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري، في ضوء جودة التقارير المالية للشركات المدرجة في بورصة عمان، التي تتوافر لديها تقارير مالية للسنوات (2002-2012). حيث بلغت عينة الدراسة (72) شركة مساهمة مدرجة في بورصة عمان، وقد تم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين؛ لتحقيق هدف الدراسة. وقد توصلت نتائج

الدراسة أن التقارير المالية ذات الجودة العالية، تخفف إلى حد كبير من الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح على الاستثمارات، خاصة على مصاريف البحث والتطوير، وأن نتائج الدراسة سلّطت الضوء على الدور المهم لجودة التقارير المالية، في التخفيف من الصراع بين استثمارات الشركات، وقرارات توزيع الأرباح.

دراسة (16)، بعنوان: (An Empirical Analysis of Selected Factors Affecting Dividend Policy)، (تحليل عوامل محدّدة تؤثر على سياسة توزيع الأرباح). هدفت الدراسة إلى فحص كيفية تأثير قرارات توزيع أرباح الشركة عن طريق الأرباح الحالية، على ريع توزيع الأرباح وحجم الشركة، وذلك من خلال تحليل بيانات (40) شركة مدرجة في بورصة نيروبي، للفترة من 2000 إلى 2010، بعدد 432 مشاهدة. وأظهرت النتائج أن الأرباح المحاسبية تُعدّ المتغيّر الوحيد الأكثر أهمية، موضحة أن حوالي 87% من التغيرات في قرارات توزيعات أرباح الشركات المدرجة في بورصة نيروبي، كانت لشركات الأوراق المالية. وقد أوصت الدراسة المستثمرين في البورصة، أن يضعوا أموالهم في شركات مالية مربحة؛ لأنّها من المحتمل أن توزّع أرباحاً مرتفعة، وذلك بغض النظر عن حجم الشركة، أو تاريخ أرباحها الماضية.

دراسة (12)، بعنوان: (Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia)، (سياسة توزيع الأرباح النقدية، مجموعة الفرص الاستثمارية وتمويل الشركات في قطاع المنتجات الصناعية الماليزية). تمّ دراسة تأثير مجموعة الفرص الاستثمارية، وتمويل الشركات على سياسة توزيع الأرباح، لقطاع المنتجات الصناعية الماليزية. وتكوّنت العينة من 62 شركة مدرجة على اللوحة الرئيسية لبورصة ماليزيا، وتشير النتائج إلى أن مجموعة الفرص الاستثمارية، واستحقاق الدين، من العوامل التي لها تأثير كبير على سياسة توزيع أرباح الشركات التي تضمّنتها الدراسة. كما تشير النتائج أيضاً، إلى أن الربحية والمخاطرة، تقومان بدور مهم في تحديد سياسة توزيع الأرباح، في قطاع المنتجات الصناعية الماليزية.

### الطريقة والإجراءات:

#### منهجية الدراسة ومصادر جمع البيانات:

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي؛ لتحقيق أهدافها، إذ تنطلق من دراسة الأدبيات ذات العلاقة؛ لبناء الإطار النظري، وتحديد المتغيرات الملائمة، ومن ثمّ جمع البيانات الميدانية المطلوبة، بالاعتماد على التقارير المالية المدققة للشركات المساهمة السعودية، ثمّ فحص فرضيات الدراسة من خلال حساب الأوساط الحسابية، والانحرافات المعيارية، وتحليلها إحصائياً باستخدام النسخة رقم (19)، من البرنامج الإحصائي الخاص بالعلوم الاجتماعية (SPSS). وقد تمكّن الباحثون من جمع البيانات عن طريق مصدرين هما:

إلى تقديم نظرة أوسع للإدارة المالية لتوزيعات الأرباح وسياساتها، عن طريق تقديم لمحة عامة لهذه السياسات، وتجميع أدلة الأدب المهم المتعلقة بالوقائع المتغيرة لسياسة توزيع الأرباح، مما ساعد الباحث على تقديم بعض الحقائق المجردة عن العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح ومحدّداتها، ومن أهمها استقرار الأرباح. كما أشار الباحث إلى أن حل لغز توزيعات الأرباح أصبح أكثر صعوبة، في ظلّ عوامل إضافية، مثل: خصائص الشركة، خصائص السوق، وأشكال بديلة من توزيعات الأرباح. وقد قدّمت هذه الدراسة خلفية شاملة عن الإطار النظري لموضوع توزيعات الأرباح.

دراسة (15)، بعنوان: (Dividend Payout Policy - Drivers: Evidence from Emerging Countries)، (توزيعات الأرباح النقدية - محرّكات السياسة: دليل من البلدان الناشئة). قامت الدراسة بالتحقق من دوافع سياسة توزيع الأرباح، من خلال تحليل سلوك 2636 شركة، من 16 دولة ناشئة، باستخدام الطريقة المعممة لتقنية نظام لحظات (moments system technique)، حيث دعمت النتائج بشكل أساسي نظرية التدفق النقدي المتبقي، وأنموذج الاستبدال، وتكاليف الوكالة والإشارات، فيما وقفت الدراسة على التقيض من نظرية دورة الحياة. كما أشارت نتائج تحليل الحساسية، أنّه عندما تكون حماية المستثمرين مرتفعة، فالاحتياجات النقدية هي الأكثر أهمية في شرح توزيع الأرباح.

دراسة (11)، بعنوان: (Determination of Dividend Policy: The evidence from Saudi Arabia)، (محدّدات سياسة توزيع الأرباح: دليل من المملكة العربية السعودية). هدفت الدراسة إلى الكشف عن العوامل التي تحدّد توزيعات الأرباح، ممثلة في توزيعات الأرباح للسهم الواحد، للشركات غير المالية في السوق المالية السعودية. وذلك من خلال تطبيق أنموذج الانحدار، واستخدام بيانات غطت الفترة من عام 2004، إلى عام 2010، لعدد 105 شركة غير مالية مدرجة في السوق المالية السعودية، وخلصت الدراسة بتوصية مفادها: أن توسيع نطاق الدراسة يقود إلى فحص نسبة توزيعات السهم؛ عن طريق تصنيف الشركات إلى القطاعات، مثل: قطاع الصناعات البتروكيمياوية.

دراسة (27)، بعنوان: (The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions)، (دور جودة التقارير المالية في التخفيف من تأثير تقييد سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية). تقوم الدراسة على تبين دور جودة التقارير المالية، في التخفيف من تأثير توزيعات الأرباح على الاستثمارات؛ من خلال تطبيق أنموذج الانحدار على عينة مكونة من 41475 شركة، للفترة الممتدة بين عام 1994 إلى عام 2010. حيث وجدت نتائج هذه

جدول (1): عينة الدراسة، وعدد الشركات المُستبعدة ونسبتها، وفقاً لتصنيف قطاعات السوق المالية السعودية

| عينة الدراسة | الشركات المُستبعدة | الشركات المدرجة | القطاع                             |
|--------------|--------------------|-----------------|------------------------------------|
| 11           | 1                  | 12              | 1. قطاع المصارف والخدمات المالية   |
| 14           | 0                  | 14              | 2. قطاع الصناعات البتروكيماوية     |
| 10           | 4                  | 14              | 3. قطاع الأسمنت                    |
| 10           | 5                  | 15              | 4. قطاع التجزئة                    |
| 2            | 0                  | 2               | 5. قطاع الطاقة والمرافق الصحية     |
| 13           | 3                  | 16              | 6. قطاع الزراعة والصناعات الغذائية |
| 4            | 0                  | 4               | 7. قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات |
| 27           | 8                  | 35              | 8. قطاع التأمين                    |
| 6            | 1                  | 7               | 9. قطاع شركات الاستثمار المتعدد    |
| 13           | 2                  | 15              | 10. قطاع الاستثمار الصناعي         |
| 14           | 3                  | 17              | 11. قطاع التشييد والبناء           |
| 8            | 0                  | 8               | 12. قطاع التطوير العقاري           |
| 4            | 1                  | 5               | 13. قطاع النقل                     |
| 3            | 0                  | 3               | 14. قطاع الإعلام والنشر            |
| 2            | 2                  | 4               | 15. قطاع الفنادق والسياحة          |
| 141          | 30                 | 171             | المجموع                            |
| %83          | %17                | %100            | النسبة                             |

#### أساليب المعالجة الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

بالاعتماد على البيانات المتوفرة، للقوائم المالية للشركات المساهمة السعودية، والمنشورة على الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، اتخذت الدراسة الخطوات التالية لاختبار فرضياتها:

أولاً: تم استخدام برنامج (Excel)، كأساس لجمع البيانات، وتلخيصها، وتطبيق المعادلات اللازمة؛ للوصول إلى متغير الدراسة المستقل: (توزيعات الأرباح)، والمتغير التابع: (القرار الاستثماري)، والمتغيرات الضابطة: (نمو قيمة الشركة، الرفع المالي، الربحية، التحفظ المحاسبي، قيمة الشركة، الأرباح السالبة، التدفقات النقدية الخاصة بعمليات التشغيل، النقدية وعمر الشركة).

ثانياً: تم تنفيذ تحليل الانحدار المتعدد؛ لبيان أثر المتغير المستقل: توزيعات الأرباح، على المتغير التابع: القرار الاستثماري، عن طريق الاستدلال بمستوى الدلالة المعنوية، بالإضافة إلى إيجاد معامل التحديد (R)، ومربع معامل التحديد (R Square)، الذي يبين القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة.

ثالثاً: تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS)؛ لاختبار أثر متغيرات الدراسة للتوصل إلى نتائج الدراسة، والإجابة عن فرضياتها.

**المصادر الأولية:** هي البيانات البحثية التي حصل عليها الباحثون؛ من خلال إعداد الجداول التي تم تجميعها من التقارير المالية المدققة للشركات عينة الدراسة، المنشورة في قاعدة بيانات السوق المالية السعودية (تداول)، والمدرجة في موقع أرقام للتقارير المالية (Argaam)، وذلك للأعوام الخمسة الواقعة بين عام 2011 إلى عام 2015.

**المصادر الثانوية:** هي الكتب، والأبحاث العلمية، والرسائل الجامعية، والإحصائيات، والمواقع الإلكترونية التي تبحث في دراسات توزيعات الأرباح وأثرها على القرارات الاستثمارية؛ من أجل تطبيقها على الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالية السعودية.

#### مجتمع الدراسة وعينته:

يتمثل مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، وقد بلغ عددها (171) شركة، موزعة على (15) قطاعاً، للفترة من 2011 إلى 2015، حيث قام الباحثون بإجراء المسح الشامل لمجتمع الدراسة، بالاعتماد على قاعدة بيانات السوق المالية السعودية. وأصبحت عينة الدراسة بعد استبعاد الشركات التي يتوفر في تقاريرها السنوية بيانات تتعلق بجودة التقارير المالية على الموقع الرسمي للسوق المالية (تداول): 141 شركة مساهمة، مُشكلة ما نسبته (83%) من مجتمع الدراسة، للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بكافة قطاعاتها، والتي تبلغ (15) قطاعاً، وفقاً لهيكلة قطاعات السوق المالية السعودية بتاريخ 2015/12/16 (الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية - تداول). وقد تم احتساب عدد المشاهدات خلال سنوات الدراسة على النحو الآتي:

عدد المشاهدات = 141 شركة × 5 سنوات = 705 مشاهدة

ومن الجدير بالذكر، أن المملكة العربية السعودية تمثل أعلى نسبة لمتوسط نسب توزيع الأرباح بمعدل (5.96%)، وذلك بالنظر إلى الدول الناشئة التي بلغ عددها 16 دولة، وفقاً للنتائج التي أشارت إليها دراسة (15)، كما أوصت دراسة (11) أنه من الممكن توسيع نطاق البحث في موضوع سياسة توزيعات الأرباح؛ عن طريق تصنيف الشركات المساهمة السعودية إلى قطاعات، مثل: قطاع الصناعات البتروكيماوية، حيث تُعد المملكة العربية السعودية دولة ذات اقتصاد كبير، ولديها أكبر احتياطات نفطية مؤكدة في العالم، إذ وصلت إلى (266.7) بليون برميل، وهو ما يمثل (57%) من احتياطات دول مجلس التعاون الخليجي، وما يقارب (20%) من إجمالي الاحتياط العالمي. ويعرض الجدول رقم (1)، عينة الدراسة وعدد الشركات المُستبعدة.

## التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

استخرجت المتوسطات الحسابية، والانحرافات المعيارية لمتغيرات عينة الدراسة ككل، مع بيان أقل قيمة، وأكبر قيمة، والجدول رقم (2) يبين ذلك:

الجدول رقم (2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات المساهمة المدرجة

في السوق المالية السعودية

| المتغيرات                  | المتوسط الحسابي | الانحراف المعياري | أكبر قيمة | أقل قيمة |
|----------------------------|-----------------|-------------------|-----------|----------|
| عمر الشركة                 | 10.092          | 2.164             | 12.00     | 5.00     |
| الرفع المالي               | 0.4707          | 0.254             | 1.0036    | 0.0039   |
| الربحية                    | 0.058           | 0.070             | 0.4398    | 0.000    |
| التحفظ المحاسبي            | 1.086           | 0.281             | 2.000     | 1.000    |
| قيمة الشركة                | 22.438          | 0.966             | 26.000    | 20.00    |
| الأرباح السالبة            | 1.819           | 0.384             | 2.0000    | 1.0000   |
| التدفقات النقدية التشغيلية | 0.084           | 0.084             | 0.44200   | 0.00000  |
| النقدية                    | 0.111           | 0.115             | 0.69000   | 0.00100  |
| توزيعات الأرباح            | 1.057           | 1.553             | 8.0000    | 0.00000  |
| القرارات الاستثمارية       | 0.308           | 0.269             | 0.9010    | 0.0000   |
| جودة التقارير المالية      | 1.144           | 2.875             | 1.5218    | -2.901   |
| نمو قيمة الشركة            | 1.507           | 0.500             | 2.00      | 1.00     |

تشير نتائج الجدول رقم (2)، أن المتوسط الحسابي للقرار الاستثماري بلغ (0.308)، وهي تعني أن نسبة الأموال المستثمرة في الأصول الاستثمارية تمثل ما نسبته (30.8%) من إجمالي الأصول. وتتفق هذه النسبة مع المتوسط الحسابي للقرار الاستثماري (0.435)، في دراسة (زلوم والشعار، 2015). فيما يظهر الجدول أن المتوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح لعينة الدراسة تبلغ (1.057)، وهذا يعني أن نصيب السهم من توزيعات الأرباح في المتوسط كان (105%)، وهذا يشير إلى أن المستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، سيحصل على عائد نقدي بمقدار (105%) من رأس المال المستثمر، وهذه النتيجة تتفق مع الوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح (108%) في دراسة (20). أوضحت نتائج دراسة توزيعات الأرباح في الدول النامية، أن المملكة العربية السعودية تمثل أعلى نسبة من متوسط توزيعات الأرباح بين الدول الناشئة، (15). أما بالنسبة للمتوسط الحسابي لجودة التقارير المالية التي تشير لمستوى المستحقات الاختيارية في الأرباح، فقد بلغ (1.144)، وهذه النتيجة تظهر أن التقارير المالية للشركات المساهمة السعودية تتميز بالجودة. وفي سياق نتائج الجدول (2)، تبين أن متوسط عمر الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية بلغ (10.092)، وهذا يدل على أنها شركات يافعة، لا زالت في مرحلة النمو، وفي أوج نشاطها الاقتصادي، وهذه النتيجة تختلف مع نتيجة الوسط الحسابي (18.33) في دراسة (27)، والوسط الحسابي لعمر الشركات (17.334) في دراسة (19)، ويرى الباحثون أن هذا الاختلاف يُعزى إلى حداثة السوق المالية السعودية، والتي تأسست عام 2003 (الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية - تداول). وكذلك

بين الجدول أن متوسط الرفع المالي للشركات المساهمة السعودية (0.47)، وهي تتفق مع نتيجة الوسط الحسابي (0.45) في دراسة (12)، والوسط الحسابي (0.55) في دراسة (22). كما أوضحت نتائج الجدول رقم (2)، أن المتوسط الحسابي لربحية الشركات المساهمة السعودية بلغ (0.058)، ويتوافق مع المتوسط الحسابي للربحية (0.06) في دراسة (12). كما بين الجدول أن المتوسط الحسابي للنقدية لدى الشركات المساهمة السعودية بلغ (0.11)، وهذه النتيجة تتفق مع نتيجة الوسط الحسابي (0.17) في دراسة (27). كما بينت نتائج الجدول رقم (2) أن المتوسط الحسابي لنمو قيمة الشركات المساهمة السعودية بلغ (1.507)، وهذا يدل على أن الاستثمار في الشركات المساهمة السعودية يُعظم قيمة الملاك، كما يعد مؤشرًا جيدًا للمستثمرين حول نجاح أداء هذه الشركات وقوتها. وهذه النتيجة اتفقت مع قيمة الوسط الحسابي للنمو (1.649) في دراسة (6)، فيما ظهر أقل من الوسط الحسابي للنمو (1.90) في دراسة (27).

## اختبار الفرضيات:

قامت هذه الدراسة باختبار الفرضيات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression) وذلك وفق الآتي:

### الفرضية الأولى:

$H_{01}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، عند مستوى معنوية ( $\alpha \leq 0.05$ )، وفقاً للمتغيرات الضابطة.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام طريقة المربعات الصغرى، والجدول رقم (3) يبين ذلك:

الجدول رقم (3): نتائج تحليل الانحدار لتأثير توزيعات الأرباح في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية وفقاً للمتغيرات الضابطة

| المتغيرات        | قيمة (t)                       | قيمة (Beta) | معنوية        | Tolerance | VIF   |
|------------------|--------------------------------|-------------|---------------|-----------|-------|
| قيمة الثابت      | -0.729                         |             | 0.466         |           |       |
| توزيعات الأرباح  | -0.038                         | -0.002      | 0.016         | 0.366     | 2.730 |
| النمو            | -1.288                         | -0.054      | 0.198         | 0.584     | 1.713 |
| النقدية          | -11.750                        | -0.392      | 0.000         | 0.921     | 1.086 |
| التدفقات النقدية | 7.415                          | 0.361       | 0.000         | 0.432     | 2.317 |
| الأرباح السالبة  | -1.384                         | -0.050      | 0.167         | 0.785     | 1.274 |
| قيمة الشركة      | 2.533                          | 0.0870      | 0.012         | 0.870     | 1.149 |
| التحفظ المحاسبي  | 0.871                          | 0.0300      | 0.384         | 0.867     | 1.153 |
| الربحية          | 0.508                          | 0.034       | 0.612         | 0.233     | 4.298 |
| الرفع المالي     | 0.628                          | 0.022       | 0.530         | 0.705     | 1.419 |
| العمر            | 0.617                          | 0.021       | 0.538         | 0.908     | 1.101 |
| قيمة (F): 28.681 | معامل التحديد ( $R^2$ ): 0.313 |             | معنوية: 0.000 |           |       |

\* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية ( $\alpha \leq 0.05$ ).  
يبين الجدول رقم (3)، أن قيمة معامل التحديد للأنموذج ( $R^2$ ) بلغت (0.313)، وهذا يعني أن (31%) من التغير في القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية المدرجة في السوق المالية السعودية، ناتج عن توزيعات

للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، عند مستوى المعنوية ( $0.05 \leq a$ )، باختلاف المتغيرات الضابطة. بمعنى أنه سيتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة؛ أي أنه يوجد أثر للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية على القرار الاستثماري، تبعاً لاختلاف المتغيرات الضابطة للشركات المساهمة السعودية. ويلاحظ كذلك أن أثر التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، يؤثر إيجاباً على القرار الاستثماري، حيث ظهرت قيمة (T) موجبة، وبلغت (0.185)، أي أنه كلما ارتفعت جودة التقارير المالية، انخفض الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح، على القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية، وهذه النتيجة تتفق مع نتيجة (27). ويشير الجدول كذلك أن المتغيرات الضابطة: (النقدية، والتدفقات النقدية، وقيمة الشركة) لها أثر ذو دلالة إحصائية على القرارات الاستثمارية، للشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.000، 0.012، 0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني رفض الفرضية العدمية. أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة التالية: (النمو، والأرباح السالبة، والتحفط المحاسبي، والرفع المالي، والربحية، والعمر)، فلا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.207، 0.170، 0.389، 0.569، 0.570، 0.539)، وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني قبول الفرضية العدمية.

الجدول رقم (4): نتائج تحليل الانحدار لتأثير التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، باختلاف

#### المتغيرات الضابطة

| المتغيرات                               | قيمة (t) | قيمة (Beta)                    | معنوية | Tolerance     | VIF   |
|-----------------------------------------|----------|--------------------------------|--------|---------------|-------|
| قيمة الثابت                             | -0.756   |                                | 0.450  |               |       |
| توزيعات الأرباح * جودة التقارير المالية | 0.185    | 0.006                          | 0.043  | 0.937         | 1.067 |
| النمو                                   | -1.264   | -0.053                         | 0.207  | 0.578         | 1.729 |
| النقدية                                 | -11.902  | -0.391                         | .0000  | 0.946         | 1.058 |
| التدفقات النقدية                        | 7.484    | 0.361                          | 0.000  | 0.438         | 2.281 |
| الأرباح السالبة                         | -1.372   | -0.050                         | .170   | .783          | 1.277 |
| قيمة الشركة                             | 2.527    | .088                           | .012   | .839          | 1.191 |
| التحفط المحاسبي                         | .862     | .030                           | .389   | .866          | 1.154 |
| الربحية                                 | .568     | .032                           | .570   | .331          | 3.019 |
| الرفع المالي                            | 0.570    | .020                           | .569   | .705          | 1.418 |
| العمر                                   | .615     | .021                           | .539   | .909          | 1.101 |
| قيمة (F): 28.766                        |          | معامل التحديد ( $R^2$ ): 0.312 |        | معنوية: 0.000 |       |

#### الفرضية الثالثة:

$H_{03}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، عند مستوى المعنوية ( $0.05 \leq a$ )، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية.

الأرباح، بالإضافة إلى دور المتغيرات الضابطة، وباقي التغيرات في القرار الاستثماري تفسره عوامل أخرى. كما يُظهر الجدول أن القيمة المعنوية للأنموذج بلغت ( $K(0.000)$ )، وذلك من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى؛ وهذا يشير إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية عند مستوى معنوية ( $0.05 \leq a$ ) وفقاً للمتغيرات الضابطة، بمعنى أنه سيتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح، في القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية. ويلاحظ كذلك أن توزيعات الأرباح تؤثر سلباً على القرار الاستثماري، حيث ظهرت قيمة (T) سالبة، وبلغت (-0.038)، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (6). ويشير الجدول كذلك أن المتغيرات الضابطة: (النقدية، والتدفقات النقدية، وقيمة الشركة)، لها أثر ذو دلالة إحصائية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.000، 0.000، 0.012)، وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة. أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة التالية: (النمو، والأرباح السالبة، والتحفط المحاسبي، والرفع المالي، والربحية، والعمر)، فلا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة، المدرجة في السوق المالية السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.198، 0.167، 0.384، 0.530، 0.612، 0.538)، وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني قبول الفرضية العدمية.

#### الفرضية الثانية:

$H_{02}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية عند مستوى المعنوية ( $0.05 \leq a$ )، باختلاف المتغيرات الضابطة.

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام طريقة المربعات الصغرى، والجدول رقم (4) يبين ذلك:

\* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية ( $0.05 \leq a$ ) يبين الجدول رقم (4)، أن معامل التحديد ( $R^2$ ) للأنموذج بلغ (0.312)؛ وهذا يعني أن (31.2%) من التغير في القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية، المدرجة في السوق المالية السعودية، ناتج عن التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، بالإضافة إلى دور المتغيرات الضابطة. كما يُظهر الجدول أن القيمة المعنوية للأنموذج بلغت (0.000)، وذلك من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى؛ وهذا يشير إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية في القرارات الاستثمارية

ولاختبار هذه الفرضية، تم استخدام طريقة المربعات الصغرى، والجدول رقم (5) يبين ذلك:

الجدول رقم (5): نتائج تحليل الانحدار لتأثير توزيعات الأرباح، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية

| توزيعات الأرباح        | قيمة (t) | قيمة (Beta)      | معنوية | قيمة (F)      | معامل التحديد ( $R^2$ ) |
|------------------------|----------|------------------|--------|---------------|-------------------------|
| قيمة الثابت            | 13.929   | -                | 0.001  | 38.50         | 0.099                   |
| قطاع المصارف           | -1.248   | -0.169           | 0.217  | 1.53          | 0.028                   |
| قطاع البتروكيماويات    | -5.63    | -0.564           | 0.000  | 31.77         | 0.318                   |
| قطاع الأسمت            | 1.786    | 0.2497           | 0.080  | 3.19          | 0.0623                  |
| قطاع التجزئة           | 1.268    | 0.180            | 0.211  | 1.608         | 0.032                   |
| قطاع الطاقة            | -4.56    | -0.850           | .002   | 20.84         | 0.722                   |
| قطاع الزراعة           | 0.121    | 0.0152           | 0.903  | 0.014         | 0.000                   |
| قطاع الاتصالات         | 0.947    | 0.217            | 0.356  | 0.896         | 0.047                   |
| قطاع التأمين           | 3.790    | 0.312            | .000   | 14.366        | 0.097                   |
| قطاع الاستثمار المتعدد | -0.79    | -0.149           | 40.43  | 0.632         | 0.022                   |
| قطاع الاستثمار الصناعي | -3.30    | -0.38            | 0.001  | 10.94         | 0.147                   |
| قطاع التشييد والبناء   | 3.058    | 0.348            | 0.003  | 9.349         | 0.121                   |
| قطاع التطوير العقاري   | -0.526   | -0.085           | 0.602  | 0.276         | 0.007                   |
| قطاع النقل             | 0.781    | 0.181            | 0.445  | 0.610         | 0.033                   |
| قطاع الإعلام والنشر    | 0.097    | 0.027            | 0.924  | 0.009         | 0.001                   |
| قطاع الفنادق           | 0.746    | 0.255            | 0.477  | 0.556         | 0.065                   |
| VIF: 1.042             |          | Tolerance: 0.959 |        | معنوية: 0.000 |                         |

\* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية ( $a \leq 0.05$ )، يظهر الجدول أن القيمة المعنوية للأنموذج بلغت (0.000)، وذلك من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى، وهذا يشير إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية، لتوزيعات الأرباح في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، عند مستوى المعنوية ( $a \leq 0.05$ )، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية؛ بمعنى أنه سيتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية، لتوزيعات الأرباح في القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية. ويشير الجدول إلى أن توزيعات الأرباح في القطاعات التالية: (البتروكيماويات، والطاقة، والتأمين، والاستثمار الصناعي، والتشييد والبناء)، لها أثر ذو دلالة إحصائية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.000، 0.002، 0.000، 0.001، 0.003)، وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني رفض الفرضية العدمية. حيث إن توزيعات الأرباح تؤثر سلباً على القرار الاستثماري لشركات قطاع البتروكيماويات، وقطاع الطاقة، وقطاع الاستثمار الصناعي. فيما تؤثر توزيعات الأرباح إيجاباً على القرار الاستثماري، لشركات قطاع التأمين، وقطاع التشييد والبناء؛ حيث ظهرت قيمة (T) موجبة، أما بالنسبة

لتوزيعات الأرباح في القطاعات التالية: (المصارف، والأسمت، والتجزئة، والزراعة، والاتصالات، والاستثمار المتعدد، والتطوير العقاري، والنقل، والإعلام والنشر، والفنادق)، فلا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية، على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.217، 0.080، 0.211، 0.903، 0.356، 0.434، 0.602، 0.445، 0.924، 0.477)، وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني قبول الفرضية العدمية.

#### الفرضية الرابعة:

H04 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتفاعل، بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، عند مستوى المعنوية ( $a \leq 0.05$ )، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية، واختبار هذه الفرضية تم استخدام طريقة المربعات الصغرى، والجدول رقم (6) يبين ذلك: يبين الجدول رقم (6)، أن القيمة المعنوية للأنموذج بلغت (0.000)، وذلك من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى؛ وهذا يشير إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية، للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية على القرارات الاستثمارية، للشركات المساهمة السعودية عند مستوى المعنوية ( $a \leq 0.05$ )، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية؛ بمعنى أنه سيتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة؛ أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح في القرار الاستثماري، للشركات المساهمة السعودية. ويشير الجدول إلى أن التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية في القطاعات التالية: (الأسمت، والتجزئة، والطاقة، والاستثمار المتعدد، والتشييد والبناء، والإعلام والنشر)، له أثر ذو دلالة إحصائية على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.002، 0.002، 0.019، 0.003، 0.000، 0.046)، وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني رفض الفرضية العدمية؛ حيث إن التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، يؤثر إيجاباً على القرار الاستثماري لشركات القطاعات التالية: (قطاع الأسمت، وقطاع التجزئة، وقطاع الاستثمار، وقطاع التشييد والبناء، وقطاع الإعلام والنشر)، حيث ظهرت قيمة (T) موجبة، فيما أشارت النتائج إلى أن التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، يؤثر سلباً على القرار الاستثماري لشركات قطاع الطاقة، حيث ظهرت قيمة (T) سالبة. أما بالنسبة لأثر التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية في القطاعات التالية: (المصارف، البتروكيماويات، الزراعة، الاتصالات، التأمين، الاستثمار الصناعي، التطوير العقاري، النقل، الفنادق)، لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية، على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، حيث بلغت القيمة المعنوية لكل منها على التوالي: (0.736، 0.121، 0.115، 0.321، 0.541، 0.455، 0.096، 0.069، 0.425)، وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)؛ مما يعني قبول الفرضية العدمية.

الجدول رقم (6): نتائج تحليل الانحدار لتأثير التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لقطاعات السوق المالية السعودية

| توزيعات الأرباح      | قيمة (t) | قيمة (Beta)      | معنوية | قيمة (F)      | معامل التحديد (R2) |
|----------------------|----------|------------------|--------|---------------|--------------------|
| قيمة الثابت          | 18.657   | -                | 0.000  | 11.090        | 0.031              |
| قطاع المصارف         | -0.339   | -0.047           | 0.736  | 0.115         | 0.002              |
| قطاع البتروكيماويات  | 1.572    | 0.187            | 0.121  | 2.470         | 0.035              |
| قطاع الأسمت          | 3.227    | 0.422            | 0.002  | 10.413        | 0.178              |
| قطاع التجزئة         | 3.331    | 0.433            | .002   | 11.095        | 0.188              |
| قطاع الطاقة          | -2.927   | -0.719           | 0.019  | 8.565         | 0.517              |
| قطاع الزراعة         | 1.598    | 0.197            | 0.115  | 2.554         | 0.039              |
| قطاع الاتصالات       | 1.020    | 0.234            | 0.321  | 1.039         | 0.055              |
| قطاع التأمين         | -0.613   | -0.053           | 0.541  | .376          | 0.003              |
| الاستثمار المتعدد    | 3.263    | 0.525            | 0.003  | 10.649        | 0.276              |
| الاستثمار الصناعي    | 0.751    | 0.094            | 0.455  | .564          | 0.009              |
| قطاع التشييد والبناء | 5.232    | 0.536            | 0.000  | 27.369        | 0.287              |
| قطاع التطوير العقاري | 1.705    | 0.267            | 0.096  | 2.906         | 0.071              |
| قطاع النقل           | 1.935    | 0.415            | 0.069  | 3.746         | 0.172              |
| الإعلام والنشر       | 2.207    | 0.522            | 0.046  | 4.873         | 0.273              |
| قطاع الفنادق         | .841     | 0.285            | 0.425  | 0.708         | 0.081              |
| VIF : 1.003          |          | Tolerance: 0.997 |        | معنوية: 0.000 |                    |

\* يكون التأثير ذا دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية  $(a \leq 0.05)$ .

### الاستنتاجات والتوصيات:

نتلخص أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحثون من خلال التحليل الإحصائي بما يأتي:

أولاً: إن توزيعات الأرباح تؤثر سلباً في القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لاختلاف المتغيرات الضابطة؛ أي أن الفرص الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية أدت إلى انخفاض مستويات توزيعات الأرباح على المساهمين؛ وهذه النتيجة تتفق مع نتائج (6).

ثانياً: إن هنالك أثراً للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية على القرار الاستثماري، تبعاً لاختلاف المتغيرات الضابطة؛ حيث إن التفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، يؤثر إيجاباً على القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية؛ بمعنى أنه كلما ارتفعت جودة التقارير المالية، انخفض الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح، على القرار الاستثماري للشركات المساهمة السعودية، وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة (27).

ثالثاً: وجود أثر لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لتصنيف الشركات المساهمة السعودية في قطاعات السوق المالية السعودية، ويعود هذا الأثر للقطاعات التالية: البتروكيماويات، والطاقة، والتأمين، والاستثمار الصناعي، والتشييد والبناء.

رابعاً: وجود أثر للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية، وفقاً لتصنيف الشركات المساهمة السعودية في قطاعات السوق المالية السعودية، ويعود هذا الأثر للقطاعات التالية: الأسمت، والتجزئة، والطاقة، والاستثمار المتعدد، والتشييد والبناء، والإعلام والنشر.

خامساً: أظهرت نتائج الدراسة، وجود تأثير إحصائي إيجابي للمتغير الضابط: (التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية)، على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة السعودية؛ أي أن الشركات المساهمة السعودية، تعتمد على قيمة التدفقات النقدية من عمليات التشغيل، عند اتخاذ قراراتها الاستثمارية.

سادساً: بينت نتائج اختبار الفرضيات، أنه لا يوجد أثر لتوزيعات الأرباح، على القرار الاستثماري، في ضوء جودة التقارير المالية للشركات المساهمة السعودية في القطاعات التالية: (المصارف، والزراعة، والتطوير العقاري، والنقل، والفنادق)، ويمكن أن يعزى ذلك إلى طبيعة عمل تلك القطاعات؛ حيث تعدّ مشاريع التوسع محدودة في هذه القطاعات؛ أي أن هذه القطاعات لا تعتمد على الاستثمارات الرأسمالية، وأنها تتمتع بسياسة مثلى في توزيع الأرباح، إذ توازن بين توزيعات الأرباح، والقرارات الاستثمارية، بحيث لا تتأثر مشاريعها الاستثمارية -إن وجدت- بقرار توزيع الأرباح.

سابعاً: أظهرت نتائج الدراسة أن القطاعات: (الأسمت، والتجزئة، والإعلام والنشر، والتأمين)، لا يتأثر قرارها الاستثماري في توزيعات الأرباح، وأن للتفاعل بين توزيعات الأرباح، وجودة التقارير المالية، أثراً إيجابياً على القرار الاستثماري لهذه القطاعات.

### ومن خلال هذه الاستنتاجات، يوصي الباحثون بما يلي:

أولاً: ينبغي على الإدارات العليا في الشركات المساهمة العامة السعودية، زيادة العناية بوضع السياسة المثلى؛ التي تحقق التوازن بين توزيعات الأرباح، والفرص الاستثمارية، مع ضرورة الأخذ في الحسبان العوامل الأخرى التي تؤدي دوراً مهماً في تحديد سياسة توزيع الأرباح من جهة، وتتناسب مع البيئة الاقتصادية والاجتماعية، والثقافية من جهة أخرى. ثانياً: التركيز على تحسين جودة التقارير المالية؛ لما تؤديه من دور في التخفيف من الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح، في القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة السعودية؛ فضلاً عن الأثر العميق لجودة التقارير المالية في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية؛ مما يدعم الشركة في عدم التخلي عن الفرص الاستثمارية المستقبلية بالنظر إلى توزيعات الأرباح، حيث تقلل جودة

### المراجع باللغة الإنجليزية:

11. Alzomaia, T. and Al-Khadhiri, A. (2013), Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. International Journal of Business and Social Science, Vol 2 No.(1), pp. 181-192.
12. Ardestani, H. Abdul Rasid, S., Rohaida Basiruddin, R., and Mehri, M. (2013), Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sectors of Malaysia. Journal of Applied Finance and Banking, 3(1): 123-136.
13. Bhaduri, S. and Durai, S. Raja (2006), Empirical relationship between the dividend and investment decision: do emerging market firms behave differently? Applied Financial Economics Letters, Vol. 2, pp 155-158.
14. Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R. (2009) "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?" Journal of Accounting and Economics, 48, 2-3
15. Botoc, C., and Pirtea M. (2014), Dividend Payout-Policy Drivers: Evidence from Emerging Countries. Emerging Markets Finance and Trade, 50: 95-112
16. Bulla, D. (2013), An Empirical Analysis of Selected Factors Affecting Dividend Policy, African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research, 9(9): 14-23
17. Bushman, R., and A. Smith, (2001), Financial accounting information and corporate governance. Journal of Accounting and Economics, 31, 237-333.
18. Cesari, A. and Huang-Meier W. (2015), Dividend changes and stock price informativeness. Journal of Corporate Finance, 35 :1-17
19. Chen, F. Li, Wang, X. (2011), Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of private Firms in Emerging Markets, The Accounting Review, Vol. 86 No. 4
20. Deng L., Li S., Liao M., Wu W. (2013). Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. International Review of Economics and Finance, 27: 112-124
21. Droms, W. G., & Wright, J. O. (2010). Finance and Accounting for Nonfinancial Manager: All the Basics You Need to know. New York: Basic books.
22. Irandoost, R., Hassanzadeh, R., and Salteh, H., (2013). The Effect of Dividend Policy on Stock Price Volatility and Investment Decisions. European Online Journal of Natural and Social Sciences, 2(3): 51-59
23. Kimmel, P. Kieso, D. Weygandt, J. (2013): Financial Accounting, (9<sup>th</sup>Ed.). John Wiley & Sons

التقارير المالية من تباين المعلومات، وحالة عدم اليقين لدى المستثمرين، وبالتالي تزيد من ثقتهم في التقارير المالية.

ثالثاً: ينبغي على الشركات العمل على زيادة مستوى الحفظ المحاسبي، الذي ينعكس على زيادة دقة التقارير المالية وجودتها، والتي تعزز بدورها من ثقة المستثمرين فيها.

رابعاً : يجب على شركات قطاع الطاقة، المتمثلة في الشركة السعودية للكهرباء، وشركة الغاز والتصنيع الأهلية، العمل على زيادة مستوى جودة التقارير المالية؛ للتخفيف من الأثر السلبي لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية، للسعي قدماً بمشاريع التوسع والنمو المستقبلية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع من القيمة السوقية لشركات قطاع الطاقة.

خامساً: يتعين على إدارات الشركات المساهمة السعودية، أن لا تنظر لسياسة توزيعات الأرباح بمعزل عن السياسات المالية الأخرى، حيث ترتبط سياسة توزيع الأرباح بسياسات الاستثمار، وسياسات التمويل، كما تعد سياسة توزيع الأرباح حساسة لبعض العوامل، مثل؛ خصائص الشركة، وظروفها التشغيلية، والبيئية، وخصائص السوق، ورغبات المستثمرين.

### المراجع باللغة العربية:

1. أحمد ، سامح (2012)، أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح، وانعكاسها على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8 (4): 761-736.
2. التقرير الإحصائي السنوي للسوق المالية السعودية (تداول) 2011 إلى 2015.
3. حمدان، علّام (2014)، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبة التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10 (1): 81-63.
4. أبو خشبة، عبد العال (1991)، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويات المختلفة لها، مجلة الإداري، سلطنة عُمان ، العدد 47.
5. زلوم، نضال وإسحق الشعار (2015)، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، 2 (1): 50-33.
6. زلوم، نضال عمر (2016)، دور جودة التقارير المالية في تحديد تكلفة حقوق الملكية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد 23، العدد 2، الكويت ص: 199-227.
7. طعمة، حسين (2010)، نظرية اتخاذ القرارات، أسلوب كمي تحليلي، (ط1)، عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
8. معيار تكاليف البحث والتطوير، لجنة معايير المحاسبة السعودية، 1998.
- المواقع الإلكترونية:
9. الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية (تداول) <https://www.tadawul.com.sa/wps/port/al/tadawul/home>
10. الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار - السعودية، <https://www.sagia.gov.sa>

24. Lee, J.L. and Change, J. (2014), Financial reporting quality of target companies and acquirer returns: Evidence from Korea. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 23 No. 1, pp. 16-41.
25. McNichols, M. F., and S. R. Stubben (2008), Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review* 83 (6): 1571–1603
26. Pogue, M. (2010), *Corporate Investment Decisions: Principles and Practice*. USA: New York, Business Export Press, LLC.
27. Ramalingegowda, S., Wang, C-S., and Yu, Y., (2013). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions. *The Accounting Review*, 88(3): 1007–1039
28. Sanju, P., Nirmala, P., Ramachandran, M., (2011), Are dividend and investment decisions separable? *Applied Financial Economics*, Vol. 21, pp 1515-1524.
29. Verrecchia, R., (2001), Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32, 91-180.
30. Weigand, H. Kent Baker Rob, (2015), "Corporate dividend policy revisited", *Managerial Finance*, 41(2): 126 - 144