

## The Effect of Profit Distribution Policy on the Volatility of Stock Prices Traded on the Palestine Stock Exchange

### أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين

Eman Herz<sup>1</sup>, Hisham Madi<sup>1</sup>, Mohammad Al-Ashi<sup>1\*</sup>.

<sup>1</sup>Islamic University of Gaza, Gaza, Palestine.

#### ARTICLE INFO

##### Article history:

Received 11 Apr 2019

Accepted 13 Jun 2019

Published 01 Oct 2020.

##### \*Corresponding author:

Islamic University of Gaza, Gaza, Palestine.

Email: [hmadi@iugaza.edu.ps](mailto:hmadi@iugaza.edu.ps).

#### Abstract

This study aimed to test the impact of dividend policy on the fluctuation of stock prices traded on the Palestine Stock Exchange. A sample of 47 companies listed on the Palestine Stock Exchange was selected for the period from 2005 to 2016. A robust regression model was used to analyze cross-sectional data and test hypotheses. The objective of the study was to test the effect of dividend yield and cash dividend payout ratio on stock price fluctuation, with the addition of control variables: company size, profit fluctuation, growth, and debt. The statistical results showed a negative, statistically significant relationship between dividend yield and stock price fluctuation, while there was a positive, statistically significant relationship between the cash dividend payout ratio and price fluctuation. Additionally, debt exhibited a negative, statistically significant relationship with the fluctuation of stock prices on the Palestine Stock Exchange. The results of the study supported the theories of dividend distribution policy, particularly the "bird in the hand theory," which is relevant in determining stock prices on the Palestine Stock Exchange.

**Keywords:** Dividend Policy, Dividend Yield, Share Price, Palestine.

#### المخلص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين، تم اختيار عينة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وعددها ٤٧ شركة، خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٦. وتم استخدام نموذج الانحدار القوي لتحليل البيانات المقطعية واختبار الفرضيات، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار أثر عائد التوزيعات ونسبة توزيعات الأرباح النقدية على تذبذب أسعار الأسهم، مع إضافة المتغيرات الضابطة "حجم الشركة، التقلب في الأرباح، النمو، الديون. أوضحت النتائج الإحصائية أنه يوجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين أثر عائد التوزيعات وتذبذب أسعار الأسهم، ويوجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح النقدية وتذبذب أسعار. وأن الديون ذات علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية مع تذبذب أسعار الأسهم في بورصة فلسطين. ودعمت نتائج الدراسة نظريات سياسة توزيع الأرباح "نظرية عصفور باليد" التي لها علاقة في تحديد أسعار الأسهم في بورصة فلسطين.

## ١. المقدمة

### ١.١ الإطار النظري والدراسات السابقة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تتخذها إدارة الشركات في مجال تمويل الشركات. سياسة توزيع الأرباح عبارة عن قرار تمويل الشركة يعتمد عليه دفع جزء من الأرباح للمساهمين مقابل استثماراتهم، وإن الجزء الآخر يتم احتجازه لتمويل فرص التوسع والاستثمار الجديدة (Zainudin, et al., 2017؛ Jahfer & Mulafara, 2016) سياسة توزيع الأرباح مهمة للمدراء ولتخذي القرار، حيث إنها إشارة على كفاءة المعلومات في السوق تجاه أداء الشركات. وكذلك مهمة للمستثمرين الذين يعتبرون أن توزيعات الأرباح ليس فقط مصدر دخل لهم، بل وسيلة لتقييم أداء الشركات (Khan, 2015; Rossi, 2011; et al.). بالإضافة إلى ذلك، تعطي سياسة توزيع الأرباح إشارة للمساهمين عن قيمة الشركة وثروة المساهمين من حيث الخطط الاستثمارية والتمويلية لها، وتكون بمثابة مؤشر للمستثمرين الحاليين والمستقبليين عن وضع أداء الشركة (Masum, 2014; Jahfer & Mulafara, 2016; Iqbal, et al., 2014). لذا ينظر المدراء إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها تؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين، وليس فقط التركيز على مقدار دخل الشركة المطلوب للاستثمار (Hashemijoo, et al., 2012).

في الجانب الآخر، أشار كل من (Zainudin, et al., 2017; Jahfer & Mulafara, 2016) التذبذب في أسعار السهم يعتبر من المخاطر المنتظمة التي يواجهها المستثمرون الذي يملكون استثمارات الاسهم العادية. المستثمرون بطبيعة الحال يكرهون المخاطر، وتذبذب استثماراتهم مهم بالنسبة لهم لأنها تقيس مستوى حجم المخاطر التي يتعرضون لها. فالشركات تدرك أن المستثمرين يكرسون اهتماماً كبيراً لعائدات استثماراتهم. وأن المخاطر التي يتعرضون لها قد تؤثر على تقييم أداء الشركة وبالتالي على سعر السهم (Jahfer & Mulafara, 2016) بالتالي، تذبذب أسعار السهم هو معيار لقياس المخاطر، ويشير إلى التغير في سعر السهم خلال فترة زمنية محددة (Hussainey, et al., 2011).

عملياً، وفقاً لدراسة (Miller & Modigliani, 1961) توزيعات الأرباح لا تؤثر على التغير في أسعار الأسهم. صرح (Hussainey, et al., 2011) أن توزيعات الأرباح أحد المحددات الرئيسية للتغير في أسعار الأسهم، حيث وجد أن التغير في سعر السهم يزيد كلما قلت نسبة توزيعات الأرباح. في فلسطين، أوضح (البراجنة، ٢٠٠٩؛ زعرب وشراب، ٢٠٠٧) أن سياسة توزيع الأرباح في فلسطين غير ممارسة، وجدوا أن الشركات الفلسطينية ليست لديها سياسات واضحة في توزيعات الأرباح. لذا تهدف هذه الدراسة لفحص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والتغير في سعر السهم في البيئة الاقتصادية الفلسطينية. تكمن أهمية هذه الدراسة في أنها تختلف عن الدراسات السابقة (Jahfer & Mulafara, 2016; Hussainey, et al., 2011; Zainudin, et al., 2017). هذه الدراسة تفحص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والتذبذب في سعر السهم في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، بالإضافة إلى النظريات المفسرة لهذه العلاقة. ثانياً: تستثني هذه الدراسة الشركات المالية لما لها من قوانين وتشريعات خاصة. ثالثاً: تعتمد هذه الدراسة على بيانات حديثة الأمر الذي يعكس التطورات الاقتصادية في البيئة الاقتصادية الفلسطينية. أيضاً، هذه الدراسة مهمة للمستثمرين في البيئة الاقتصادية الفلسطينية الذين يخططون لمحافظتهم الاستثمارية، وللاقتصاديين الذين يبحثون عن تفسير طبيعة رأس المال في السوق الفلسطيني. أخيراً، نتائج هذه الدراسة مهمة للمساهمين، والمستثمرين، ومتخذي القرار لأنها تساهم في معرفة العوامل التي تؤثر في تغير أسعار الأسهم وبالتالي العمل على ضبط هذه العوامل الأمر الذي يساهم في استقرار أسعار الأسهم.

### نظريات توزيع الأرباح

نظرية عدم ملائمة التوزيعات: أعتبر (Miller & Modigliani, 1961) أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، وأن ثروة المساهمين لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح. يعزو (Miller & Modigliani, 1961) أن قيمة الشركة ترجع إلى القوة الإردادية للشركة والتي تأتي من سياساتها الاستثمارية، أو من خلال عملياتها التشغيلية. وبالتالي، حسب وجهة نظر (Miller & Modigliani, 1961)

في حال وجود سوق كفو وعدم وجود ضرائب تذبذب أسعار الأسهم هو أثر للأرباح الناتجة عن الشركة وليس للطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين توزيعات نقدية أو احتجازها. في هذا السياق أوضح (Jahfer & Mulafara, 2016) عندما تختار الشركة توزيع أرباحها على المساهمين سينخفض سعر سهم الشركة تلقائياً بمقدار نصيب كل سهم من توزيعات الأرباح في تاريخ التوزيع.

نظرية عصفور باليد: يؤكد (Al-Malkawi, 2007) في حال وجود سوق غير كفو وتضارب المعلومات، يتم تقييم توزيعات الأرباح بشكل مختلف عن الأرباح المحتجزة، أي عصفور في اليد (أرباح موزعة) أفضل من اثنان في الغابة (مكاسب مستقبلية). نتيجة لعدم التأكد بشأن التدفق النقدي المستقبلي والمخاطر المتعلقة بالأرباح الرأسمالية، غالباً ما يميل المستثمرون إلى تفضيل الأرباح الموزعة على الأرباح المحتجزة (Jahfer & Mulafara, 2016) على الرغم من الانتقادات الموجهة لهذه النظرية بالإضافة إلى قلة نتائج الدراسات الدعمة لها، إلا أن هذه النظرية تم تأكيدها من قبل (Gordon, 1956؛ Shapiro, 1956؛ Lintner, 1959).

لذا، اقترح كل من (Jahfer & Mulafara, 2016؛ Hussainey, et al., 2011) لتطبيق نظرية عصفور باليد يجب توفر الشروط التالية: أولاً: عدم وجود معلومات كافية عن ربحية الشركة، ثانياً: تلعب الأرباح كمؤشر على التدفقات النقدية المتوقعة، ثالثاً: معدل الضريبة المفروض على الأرباح النقدية أكبر من معدل الضريبة المفروض على النقدية من بيع الأسهم.

نظرية التفضيل الضريبي: جاءت نظرية التفضيل الضريبي على النقيض تماماً من نظرية عصفور باليد. فارتكزت نظرية التفضيل الضريبي في إبراز تأثير الضريبة على تفضيلات المستثمرين (Gordon, & Shapiro, 1956؛ Lintner, 1959) فهذه النظرية وجدت أن تعظيم القيمة السوقية للشركة تكون عن طريق احتجاز الأرباح، ويرجع ذلك للأسباب التالية: أولاً: ضريبة الأرباح الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، مما يؤدي إلى تفضيل المستثمرين لاحتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في الشركة، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة نمو الشركة، وبالتالي ارتفاع قيمة الأسهم مع الخضوع إلى معدل ضريبة أقل. ثانياً: تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية لحين بيع السهم مستقبلاً، مما يعني أن القيمة الحالية لها تكون منخفضة في المستقبل. ثالثاً: قوانين بعض الدول تعفي الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم مالكيها المتوفى من الضرائب (Lintner, 1962؛ Al-Malkawi, 2007؛ Hussainey, et al., 2011).

فرضية أثر محتوى المعلومات: وفقاً لهذه النظرية افترض (Miller & Modigliani, 1961) أن إدارة الشركة والمستثمرين لديهم وعي ومعرفة كاملة عن أداء الشركة. في نفس السياق، أضاف (Al-Malkawi, 2007) أن إدارة الشركة بحكم طبيعة عملهم كإدارة تنفيذية للشركة لديهم معلومات دقيقة وإمكانية الوصول إليها في الوقت المناسب أكثر من المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى وجود فجوة معلومات بين المستثمرين والإدارة. لتقليل هذه الفجوة الإدارة تتبع سياسة توزيعات الأرباح كأداة لنقل المعلومات للمستثمرين، وذلك لإرسال إشارة إيجابية عن أداء الشركة (Jahfer & Mulafara, 2016) على الرغم من العبء الضريبي على توزيعات الأرباح ألا أن الإدارة تستمر في دفع الأرباح وذلك لأرسال إشارة إيجابية حول أفق الشركة المستقبلية (Al-Malkawi, 2007) بمعنى أن زيادة توزيعات الأرباح يكمن أن تفسر على أنه رسائل وأخبار جيدة عن وضع الشركة مستقبلاً، الأمر الذي ينعكس على التغيير في سعر السهم.

### ١,١,١ الدراسات السابقة

درس (Zainudin, et al., 2017) أثر سياسة توزيع الأرباح متمثلة في عائد التوزيعات ونسبة الأرباح الموزعة نقداً مع وجود متغيرات ضابطة مثل الحجم والتقلب في الأرباح والنمو والديون على التقلب في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا في الفترة ما بين ٢٠٠٣-٢٠١٢.

وبينت النتائج يعني أنه كلما كان عائد التوزيعات ونسبة الأرباح الموزعة نقداً أعلى كلما قل التقلب في أسعار الأسهم. وبنيت النتائج أيضاً هناك علاقة طردية بين التقلب في الأرباح والنمو والتقلب في سعر السهم، وكذلك استقرار الأرباح يقلل من التقلب في سعر السهم.

في سيرلانكا، أختبر (Jahfer & Mulafara, 2016) العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في الشركات غير المالية خلال الفترة ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٣ في بورصة كولمبو. لتحقيق هذا الهدف، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد. أوضحت النتائج توافقه مع نظرية عصفور باليد حيث أشارت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين التغير في سعر

السهم وعائد التوزيعات، وهي متوافقة مع نتيجة دراسة (Allen & Rachim, 1996) في حين أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين التغير في سعر السهم ونسبة الأرباح الموزعة، ولكنها غير دالة إحصائياً. أيضاً جاءت نتائج دراسة (

Jahfer & Mulafara, 2016) على خلاف مع نتائج دراسة (Baskin, 1989)، حيث أظهرت نتائج دراسة الأخير علاقة عكسية بين التذبذب في سعر السهم وعائد توزيعات الأرباح ونسبة التوزيعات النقدية.

ناقشت دراسة (Ullah, et al., 2015) أثر الأرباح الموزعة على التقلب في سعر السهم للشركات المدرجة في بورصة كراتشي. تكونت عينة الدراسة من 5 شركات لصناعة الغزل والنسيج مدرجين في بورصة كراتشي في الفترة ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٨. وتوصلت الدراسة، بالتوافق مع دراسة (Jahfer & Mulafara, 2016) أن زيادة الأرباح الموزعة تؤدي إلى زيادة التقلب في سعر السهم.

في بريطانيا، فحص (Hussainey, et al., 2011) العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة بعائد توزيعات الأرباح ونسبة التوزيعات النقدية مع تقلب سعر السهم. أجريت الدراسة على ١٢٣ شركة مدرجة في بورصة المملكة المتحدة خلال الفترة ١٩٩٨ حتى استخدم (Hussainey, et al., 2011) نموذج (Baskin, 1989)، لفحص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والتقلب في أسعار الأسهم. يعتمد نموذج (Baskin, 1989)، على معادلتين الأولى تشتمل على العلاقة بين تقلب أسعار السهم وعائد توزيعات الأرباح ونسبة توزيعات الأرباح. المعادلة الثانية تشتمل على النموذج الأول بالإضافة إلى متغيرات ضابطة وهي حجم الشركة، النمو وتقلب الأرباح. أظهرت النتائج الإحصائية لدراسة (Hussainey, et al., 2011) وزملائه وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التقلب في سعر السهم ونسبة التوزيعات النقدية في وجود المتغيرات الضابطة وهي متوافقة مع دراسة (Allen & Rachim, 1996) بالإضافة إلى ذلك، أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية غير دالة إحصائية بين التغير في سعر السهم وعائد التوزيعات وهي غير متوافقة مع نتيجة دراسة (Baskin, 1989)، أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، أظهرت دراسة (Hussainey, et al., 2011) وزملائه أن الشركات الكبيرة الحجم أقل عرضة للتغير في أسعار أسهمها، في المقابل، الشركات ذات الديون الكبير أكثر عرضة للتغير في أسعار أسهمها. بشكل عام، استنتج (Hussainey, et al., 2011) أنه كلما ارتفعت نسبة الأرباح الموزعة كلما كان سعر السهم أقل تقلباً، وبالتالي نسبة الأرباح الموزعة تمثل العامل الرئيس لتقلب سعر السهم.

هدفت دراسة (Chen, et al., 2009) إلى استخدام نظرية الإشارة في تفسير التغير في أسعار الأسهم في الأسواق المالية الصينية. حيث فحص (Chen, et al., 2009) أثر التغير في توزيعات الأرباح النقدية على التغير في أسعار الأسهم في الفترة المالية من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٤ لعينة من شركات مدرجة في سوق (Shanghai) و (Shenzhen). وجدت الدراسة أن الإعلان عن الزيادة في توزيعات الأرباح النقدية يعطي إشارات إيجابية للمستثمرين عن التدفقات النقدية والوضع المستقبلي للشركة، وبالتالي زيادة توزيعات الأرباح النقدية تؤدي إلى زيادة عوائد الشركة. في الجانب الآخر، الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح يعطي إشارات متشائمة عن التدفقات النقدية والوضع المستقبلي للشركة، بالتالي انخفاض توزيعات الأرباح يؤدي إلى تأثير سلبي على عوائد الشركة. استنتج (Chen, et al., 2009) أن التغير في توزيعات الأرباح النقدية تساعد المستثمرين في تقدير توقعاتهم عن التدفقات النقدية للشركة، بالتالي يمكن استخدام نظرية الإشارة في التنبؤ بالوضع المالي للشركة.

كمنهج للاقترابات النامية، فحص (Al-Malkawi, 2007) في دراسته أهم المحددات لسياسة توزيع الأرباح في الأردن للفترة المالية من ١٩٨٩ إلى ٢٠٠٠. أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين الملكية الادارية وعائدات الأرباح بالتالي الملكية الادارية تعتبر عاملاً مهماً في تحديد سياسة توزيع ارباح الشركات خصوصاً في تحديد مستوي الأرباح. لذلك، استنتج (Al-Malkawi, 2007) أن الملكية الادارية تؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة لان الادارة التنفيذية تملك جزء كبير من أسهم الشركة وبالتالي تعمل على حماية مصالح الشركة. أيضاً، أوضحت النتائج الاحصائية لدراسة (Al-Malkawi, 2007) ان ربحية وحجم وعمر الشركة له علاقة ذات دلالة احصائية مع سياسة توزيع الأرباح. فسر (Al-Malkawi, 2007) ان الشركات الكبيرة لديها صعوبة في عملية الرقابة على العميلة التشغيلية للشركة، بالتالي تقوم بتوزيع الأرباح لتخفيض مشكلة الوكالة الناتجة عن صعوبة تحقيق الرقابة الفعالة على الشركة. أضاف (Al-Malkawi, 2007) ان فرصة النمو للشركات الكبيرة الحجم والعمر تكون قليلة وبالتالي النفقات الرسمالية تنخفض مما يؤدي إلى توفر نقدية في الشركة متاحة لتوزيعات الأرباح.

في دراسة لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، أختبر البراجنة (٢٠٠٩) تأثير القيمة السوقية للشركة بـ سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. تمثلت عينة الدراسة من ٣٥ شركة من الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٨. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين معدل توزيع الأرباح مع القيمة السوقية للأسهم المتداولة. وقد لاحظ البراجنة (٢٠٠٩) في دراسته أن تأثير توزيع الأرباح على التغير في القيمة السوقية متدنٍ مقارنة بالأسواق العالمية المتقدمة، وهذا يعزو إلى قلة الشركات الموزعة للأرباح حيث بلغت فقط ١١ شركة من أصل ٣٥ شركة، بالإضافة إلى ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وعدم توسع الشركات العاملة في بورصة فلسطين وزيادة تملكها للأصول الثابتة التي من دورها تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للسهم.

## ٢. الطريقة والإجراءات

### ٢,١ منهجية الدراسة

تم استخدام نموذج الانحدار والطرق الإحصائية الوصفية، لدراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح "عائد التوزيعات، نسبة التوزيعات إلى الأرباح" (متغيرات مستقل) والتذبذب في سعر السهم (متغير تابع). والتقلب في الأرباح وحجم الشركة والنمو والديون (متغيرات ضابطة) بما يتوافق مع الدراسات السابقة (Baskin, 1989; Hussainey, et al., 2011).

### ٢,٢ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وعددها ٤٩ شركة تم اختيار ٤٧ شركة منها كعينة للدراسة، حيث تم استبعاد شركتين لعدم مطابقتها المعايير المطلوبة وهي (١) أن تكون الشركات قد أصدرت تقارير مالية في جميع سنوات الدراسة، (٢) أن تكون أسهمها متداولة في البورصة خلال فترة الدراسة بين عامي ٢٠٠٥ و ٢٠١٦، وكان مجتمع الدراسة موزعاً على خمس قطاعات "البنوك، الصناعة، الخدمات، الاستثمار، التأمين".

### ٢,٣ نموذج الدراسة

قد ترجع تأثير سياسة توزيع الأرباح في تذبذب سعر السهم إلى عوامل أخرى في بورصة فلسطين، لذلك تم إضافة متغيرات ضابطة "حجم الشركة والتقلب في الأرباح والنمو والديون، لاختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتذبذب سعر السهم، مع إضافة المتغيرات الضابطة، لذا تم استخدام معادلة النموذج التالية:

$$SPV = a + b_1 DY + b_2 DPR + b_3 SIZE + b_4 EARNING + b_5 GROWTH + b_7 LTD + \varepsilon$$

حيث إن:

SPV: المتغير التابع "تذبذب سعر السهم".

a: المقدار الثابت.

DY: المتغير المستقل "عائد التوزيعات".

DPR: المتغير المستقل "نسبة توزيعات الأرباح النقدية".

ZISE: المتغير الضابط "حجم الشركة".

EARNING: "المتغير الضابط "التقلب في الأرباح".

GROWTH: المتغير الضابط "النمو".

LTD: المتغير الضابط "الديون".

ε: الخطأ العشوائي.

### ٢,٤ متغيرات الدراسة

١. المتغير التابع:

تذبذب سعر السهم (Share Price Volatility): يمثل المتغير التابع للدراسة، وتم احتسابه بالجذر التربيعي لمتوسط السنوات لمربع الفرق بين أعلى وأدنى سعر لكل شهر سنوياً، مقسوماً على متوسط أعلى وأدنى سعر. هذه الطريقة أثبتت دقتها في عديد من الدراسات، منها (Zainudin, et al., 2017؛ Hussainey, et al., 2011؛ Baskin, 1989).

معادلة (١)

$$SPV = \sqrt{\sum_{i=1}^n \left[ \left( \frac{hi-li}{2} \right)^2 \right] / n}$$

١. المتغيرات المستقلة:

عائد التوزيعات (Dividend Yield): تم قياسه بمتوسط إجمالي الأرباح الموزعة على الأسهم العادية مقسوم على القيمة السوقية للأسهم. كثير من الباحثين طبقوا هذا النموذج مثل (Al-Malkawi, 2007؛ Hussainey, et al., 2011؛ Hashemijoo, et al., 2012؛ Nazir & Abdullah, 2012؛ Jahfer & Mulafara, 2016).

معادلة (٢)

$$Dy = \sum_{i=1}^n (DPS/marketprice)/n$$

نسبة توزيعات الأرباح النقدية (Dividend Payout ratio): تم قياسه بمتوسط مجموع الأرباح الموزعة للأسهم العادية مقسومة على صافي الدخل بعد الضريبة. كما تم تطبيقه من قبل الباحثين (Al-Malkawi, 2007؛ Hussainey, et al., 2011؛ Hashemijoo, et al., 2012؛ Nazir & Abdullah, 2012؛ Jahfer & Mulafara, 2016).

معادلة (٣)

$$DPR = \sum_{i=1}^n (DPSi/EPsi)/n$$

المتغيرات الضابطة:

حجم الشركة (Size): تم قياسه بلوغاريتم متوسط القيمة السوقية للأسهم العادية في الشركة. وعديد من الباحثين أظهرت نتائجهم أهميته مثل (Al-Malkawi, 2007؛ Hussainey, et al., 2011؛ Nazir & Abdullah, 2012؛ Hashemijoo, et al., 2012).

معادلة (٤)

$$FZ = \sum_{i=1}^n Market\ Value/n$$

التقلب في الأرباح (Earning Volatility): تم احتسابه بالانحراف المعياري لإجمالي الأرباح قبل الفوائد والضرائب. وعدد من الدراسات استخدمته لنفس الهدف منها (Al-Malkawi, 2007؛ Hussainey, et al., 2011؛ Nazir & Abdullah, 2012؛ Hashemijoo, et al., 2012).

معادلة (٥)

$$EV = \sqrt{\sum_{i=1}^n EBIT}$$

النمو (Growth): تم احتسابه بمتوسط نسبة التغير في إجمالي الأصول آخر السنة على إجمالي الأصول في بداية السنة. والعديد من الباحثين اعتمدوا على تطبيقه مثل (Nazir & Jahfer & Mulafara, 2016; Hussainey, et al., 2011; Hashemijoo, et al., 2012; & Abdullah, 2012).

معادلة (٦)

$$G = (\sum_{i=1}^n \frac{\Delta \text{asset}_i}{\text{asset}_i})/n$$

الديون (Debt): تم قياسه بمتوسط نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول. تستخدم العديد من الدراسات السابقة هذا المتغير منها (Nazir & Abdullah, 2012; Li, 2015; Hussainey, et al., 2011; Jahfer & Mulafara, 2016).

معادلة (٧)

$$D = \sum_{i=1}^n (DLT/TotalAsset)/n$$

### ٣. نتائج الدراسة ومناقشتها

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتضح من جدول (١) أن تذبذب سعر السهم يتراوح بين ٠,٠١ \$ إلى ٠,٦٤ \$ للشركات المدرجة في بورصة فلسطين من ٢٠٠٥ حتى ٢٠١٦، حيث كان متوسط تذبذب سعر السهم لهذه الشركات هو ٠,٣٣ \$ وهو أعلى من متوسط تذبذب سعر السهم للشركات البريطانية ٠,٢٩٤ و الشركات السريلانكية ٠,٠٦٧٥ كما ورد في دراسة (Jahfer & Hussainey, et al., 2011) على التوالي.

جدول (١): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

| الانحراف المعياري | الوسيط        | الوسيط الحسابي | أكبر قيمة        | أقل قيمة   | نوع المتغير | المتغيرات            |
|-------------------|---------------|----------------|------------------|------------|-------------|----------------------|
| ٠,١٥              | ٠,٣٣          | ٠,٣٣           | ٠,٦٤             | ٠,٠١       | تابع        | تذبذب سعر السهم      |
| ٠,٠٣              | ٠,٠٥          | ٠,٠٦           | ٠,١٤             | ٠,٠٢       | مستقل       | عائد التوزيعات       |
| ٠,٥٣              | ٠,٥٩          | ٠,٧٢           | ٣,٣٣             | ٠,٣٤       | مستقل       | نسبة الأرباح الموزعة |
| ٣٤٤,٨٢,٩٩٥,١٦٥    | ٤٦٩,٤١,٦٩٦,٢٢ | ٣٩٩,١٦,٤٤٥,٦٩  | ٣٣٧,٦٣,٣١٥,٠١٧,١ | ٥١١,٨٣,٥٧٣ | ضابط        | حجم الشركة           |
| ٣٨٦,٣٠,٩٤٦,٥      | ٠٢٣,٦٥,٣٠٠,١  | ٥٥٧,١٤,٤٨٩,٣   | ١٣٩,٦٤,٢٧٤,٢٨    | ١٩٠,٧٥,٢٣  | ضابط        | التقلب في الأرباح    |
| ٠,١٨              | ٠,٠٦          | ٠,٠٩           | ١,١١             | -٠,٢٦      | ضابط        | النمو                |

| الديون | ضابط | ٠,٠٠٢ | ٠,٤٤ | ٠,٠٧ | ٠,٠٤ | ٠,٠٩ |
|--------|------|-------|------|------|------|------|
|--------|------|-------|------|------|------|------|

بلغ الوسط الحسابي لعائد التوزيعات ٠,٠٦ فيما كان نسبة الأرباح الموزعة ٠,٧٢ خلال فترة الدراسة، في حين كان النمو في الأصول ٠,٠٩ أي ما يعادل ٩% نمو في الاستثمارات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، والوسط الحسابي للديون ٧%. يوضح جدول (٢) معامل ارتباط بيرسون (Person Correlation) لقياس قوة العلاقة الخطية بين متغيرات الدراسة، من خلال نتيجة معامل ارتباط بيرسون يمكن الاستدلال على وجود أو عدم وجود تأثير بين كل زوج من أزواج المتغيرات.

#### جدول (٢): معامل الارتباط لمتغيرات الدراسة

| المتغيرات            | سعر السهم | عائد التوزيعات | نسبة التوزيعات النقدية | حجم الشركة | التقلب في الأرباح | النمو  | الديون |
|----------------------|-----------|----------------|------------------------|------------|-------------------|--------|--------|
| سعر السهم            | 1         |                |                        |            |                   |        |        |
| عائد التوزيعات       | -0.099    | 1              |                        |            |                   |        |        |
| نسبة الأرباح الموزعة | -0.033    | 0.688*         | 1                      |            |                   |        |        |
| حجم الشركة           | 0.28**    | -0.27          | -0.16                  | 1          |                   |        |        |
| التقلب في الأرباح    | 0.33*     | -0.11          | -0.081                 | 0.797*     | 1                 |        |        |
| النمو                | -0.054    | 0.196          | -0.176                 | 0.094      | 0.043             | 1      |        |
| الديون               | -0.057    | -0.202         | -0.176                 | 0.361*     | 0.241             | -0.095 | 1      |

\*\*الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة ٠,٠٥

\*الارتباط دال إحصائياً عند مستوى دلالة ٠,٠١

من الجدول يتضح ان هناك ارتباط عكسي غير دال إحصائياً بين سعر السهم وعائد التوزيعات ٠,٠٩٩، وتبين من الجدول وجود ارتباط عكسي غير دال إحصائياً بين سعر السهم ونسبة التوزيعات إلى الأرباح ٠,٠٣٣، ومن جدول الارتباط نجد ارتباط دال إحصائياً بين عائد التوزيعات ونسبة التوزيعات إلى الأرباح بمعامل ارتباط ٠,٦٨٨، بنسبة ٦٨,٨%، وهذا يثير تساؤلات وقد يكون هناك وجود مشكلة تعدد العلاقة الخطية عند وجود معامل الارتباط بين أي متغيرين من ٧٠% فأكثر، لذلك يتطلب وجود متغيرات ضابطة لمعرفة ما إذا كان هناك تغيرات (Hussainey, et al., 2011) وتبين أيضاً من جدول الارتباط وجود ارتباط إيجابي بين عائد التوزيعات والنمو بمعامل ارتباط ٠,١٩٦، وارتباط عكسي مع حجم الشركة والتقلب في الأرباح والديون دون دلالة إحصائية، فيما تبين وجود ارتباط كبير بين حجم الشركة والتقلب في الأرباح بمعامل ارتباط دال إحصائياً ٠,٧٩، وأيضاً ارتباط إيجابي بين حجم الشركة والديون بمعامل ارتباط ٠,٣٦ دال إحصائياً.

#### جدول (٣): تحليل الانحدار لسياسة توزيع الأرباح وتذبذب أسعار الأسهم مع المتغيرات الضابطة

| المتغيرات                    | معاملات الانحدار | قيمة اختبار T | القيمة الاحتمالية Sig. |
|------------------------------|------------------|---------------|------------------------|
| المقدار الثابت               | -٠,١٦٢           | -٠,٦٤٩        | ٠,٥١٦                  |
| عائد التوزيعات               | -٣,٠١٧           | -٢,٧٧٧        | ٠,٠٠٥٥                 |
| نسبة توزيعات الأرباح النقدية | ٠,١٩٣            | ٣,٩١١         | ٠,٠٠٠١                 |
| حجم الشركة                   | ٠,٠١٦٨           | ٠,٦٤١         | ٠,٥٢١١                 |
| التقلب بالأرباح              | ٠,٠٢٣            | ١,٠٦٧         | ٠,٢٨٥٨                 |
| النمو                        | ٠,١٢٦            | ١,٢٧٢         | ٠,٢٠٣٣                 |
| الديون                       | -٠,٤٨٧           | -١,٩٩١        | ٠,٠٤٦٤                 |
| معامل التحديد المعدل         |                  |               | ٢١,٦%                  |

يوضح جدول (٣) تحليل الانحدار لأثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين مع إضافة المتغيرات الضابطة. وجد معامل التحديد ٠,٢١٦، وهذا يعني أن ٢١,٦% من التغير في تذبذب أسعار الأسهم تم تفسيره من خلال المتغيرات "عائد التوزيعات ونسبة توزيع الأرباح النقدية وحجم الشركة والتقلب في الأرباح والنمو والديون" والنسبة المتبقية قد ترجع إلى عوامل أخرى تؤثر في تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين. أوضحت نتائج

الجدول (٣) أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين عائد التوزيعات وتذبذب أسعار الاسهم. أظهرت النتائج أيضاً، ان نسبة توزيع الأرباح لها علاقة ذات دلالة احصائية مع التغير في سعر السهم. هذا يعني أن التذبذب في سعر السهم يزداد كلما زادت توزيعات الأرباح. جاءت هذه النتائج متوافقة مع نتائج دراسة (Jahfer & Mulafara, 2016) اما بالنسبة الي المتغيرات الضابطة، اظهر الجدول ان الديون هو المتغير الوحيد الذي يؤثر في تذبذب اسعار الاسهم بشكل عكسي، اي كلما زادت الديون ادي ذلك إلى انخفاض التذبذب في سعر السهم.

#### ٤. التوصيات

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين، تم قياس سياسة توزيع الأرباح بالمتغيرات المستقلة "عائد التوزيعات، نسبة توزيع الأرباح النقدية"، وتم تحقيق أهداف الدراسة من خلال اعتماد نموذجي انحدار متعدد قوي، النموذج الأول: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم، والنموذج الثاني: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم مع إضافة مجموعة من المتغيرات الضابطة "حجم الشركة، التقلب في الأرباح، النمو، الديون". معتمدة على التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٦.

وأظهرت نتائج "تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين" إلى الآتي: وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين عائد التوزيعات وتذبذب سعر السهم. وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع الأرباح النقدية وتذبذب سعر السهم. عدم وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التقلب في الأرباح والنمو مع تذبذب أسعار الأسهم، بينما أشار إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الديون وتذبذب أسعار الأسهم، مما يشير إلى أن الشركات الأكثر استدامة أقل تقلباً في تذبذب سعر السهم.

بالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين، وأن نسبة توزيع الأرباح النقدية تعتبر مؤشر للتنبؤ في تذبذب أسعار الأسهم، وفسر (Jahfer & Mulafara, 2016) أن إدارة الشركات قد تتحكم في تغيير أسعار الأسهم من خلال تغيير سياسة توزيع الأرباح المتبعة. وعلاوة على ذلك الإدارة والمستثمرون يشعرون بالقلق إزاء التغير في أسعار الأسهم، وتؤكد النتائج أن سياسة توزيع الأرباح تعطي إشارة جيدة للبورصة.

وهذه الدراسة تلقي الضوء على أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، والعوامل الهامة التي يجب أن ينظر فيها المستثمرون والإدارة قبل اتخاذ القرارات الاستثمارية، وصياغة سياسات توزيع الأرباح المناسبة لهم. واختلفت نتائج الدراسة مع نظرية عدم ملائمة سياسة التوزيعات (Miller & Modigliani, 1961) بأن سياسة توزيع الأرباح ليست ذات صلة لأنها لا تؤثر على أسعار الأسهم، ولكنها تتفق مع نظريات ملائمة سياسة توزيعات الأرباح عصفور باليد (Gordon, 1963؛ Lintner, 1959) "عصفور باليد، المحتوى المعلوماتي، تكلفة الوكالة، أثر سياسة توزيع الأرباح على المستثمرين"، أي أن سياسة توزيع الأرباح ذات صلة وأنها تؤثر على تذبذب أسعار الأسهم. وأن المساهمين في بورصة فلسطين يفضلون التوزيعات النقدية بدلاً من الأرباح الرأسمالية، وذلك لعدم تكبد المساهمين ضرائب على التوزيعات النقدية، وأن التوزيعات النقدية تؤثر على القرار الاستثماري في بورصة فلسطين.

#### بيان تضارب المصالح

يقر جميع المؤلفين أنه ليس لديهم أي تضارب في المصالح.

#### المراجع

- البراجنة، أمجد. (٢٠٠٩). اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية [رسالة ماجستير غير منشورة]. الجامعة الإسلامية، غزة.
- زعر، حمدي وشراب، صباح. (٢٠٠٧). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، ١٥ (٢)، ٥٥٧ - ٥٧٩.

#### References

- Allen, D. E., & Rachim, V. S. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 6(2), 175-188.
- Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 15(3), 19-25.
- Chen, D.-H., Liu, H.-H., & Huang, C.-T. (2009). The announcement effect of cash dividend changes on share prices: An empirical analysis of China. *Chinese Economy*, 42(1), 62-85.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102-110.
- Hashemijoo, M., Mahdavi-Ardekani, A., & Younesi, N. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), xx-xx.
- Hussainey, K., Mgbame, C. O., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), 57-68.
- Iqbal, Z., Waseem, M. A., & Asad, M. (2014). Impact of dividend policy on shareholders' wealth: A study of selected manufacturing industries of Pakistan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 6(2), 210.
- Jahfer, A., & Mulafara, A. H. (2016). Dividend policy and share price volatility: Evidence from Colombo stock market. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 8(2), 97-108.
- Khan, K. I., Aamir, M., Qayyum, A., Nasir, A., & Khan, M. I. (2011). Can dividend decisions affect stock prices? A case of dividend-paying companies of KSE. *International Research Journal of Finance and Economics*, 76(68), 69-74.
- Lintner, J. (1959). The distribution of income of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46, 97-116.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices, and supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 64(3), 243-269.
- Masum, A. A. (2014). Dividend policy and its impact on stock price: A study on commercial banks listed in Dhaka Stock Exchange. *Global Disclosure of Economics and Business*, 3(1), 9-12.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Nazir, M. S., & Abdullah, M. M. N. (2012). How dividend policy affects volatility of stock prices of financial sector firms of Pakistan. *American Journal of Scientific Research*, 2(61), 132-139.
- Al-Malkawi, N. H. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: An application of the Tobit model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.

- 
- Rossi, M. (2015). The efficient market hypothesis and calendar anomalies: A literature review. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 7(3-4), 285-296.
- Ullah, H., Saqib, S., & Usman, H. (2015). The impact of dividend policy on stock price volatility: A case study of selected firms from the textile industry in Pakistan. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 4(3), 40-51.
- Zainudin, R., Mahdzan, N. S., & Yet, C. H. (2017). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 203-217.