

## أثر المؤشرات الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح النقدية دراسة تطبيقية على السوق المالية السعودية (تداول) في الفترة (2003-2016)

محمد فيصل حسن وأحمد رجب عبد الرحمن

قسم المحاسبة، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل  
الأحساء، المملكة العربية السعودية

### الملخص

تعد القرارات المتعلقة بتوزيع أو احتجاز الأرباح من أهم القرارات التمويلية نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين. هدفت هذه الدراسة إلى تعرف أثر المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية والتي تعد من أكبر الأسواق المالية العربية، وذلك من خلال إيجاد نموذج يوضح هذه الآثار. تقوم الدراسة على منهج دراسة الحالة لاختبار فرضيات الدراسة؛ حيث تم استخدام تحليلي الارتباط والانحدار المتعدد لاختبار صحة فرضيات الدراسة. تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية بجميع قطاعاته، ويبلغ عدد هذه الشركات (207) شركة. توصلت الدراسة إلى اختلاف تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية، وإلى أن التضخم وإجمالي الناتج المحلي يفسران التباين في توزيعات الأرباح النقدية، كما توصلت لنموذج يعبر عن تأثير هذه المؤشرات على سياسة توزيع الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية، وفسرت الدراسة هذه النتائج على ضوء فرضية الفائض أو المتبقي؛ حيث تفضل الشركات احتجاز الفوائض بغرض تمويل عمليات النمو والتوسع. أوصت الدراسة بضرورة تبني الشركات لسياسة توزيع تراعي مصالح المساهمين بجانب مصالح الشركات.

الكلمات المفتاحية: أسعار الأسهم، التضخم، سياسة توزيع الأرباح.

summers (1984); Dempsey and Laber (1992).

### المقدمة

خلصت دراسات كفاءة الأسواق المالية إلى أن تقلبات الاقتصاد تؤدي إلى اضطراب حركة الأسواق المالية، وبالتالي فإن المستثمرين وواضعي السياسات بالأسواق المالية يرغبون في تحليل الأوضاع الاقتصادية، ومعرفة تأثيرها على حركة الأسواق المالية (فرحي وبن قدور، 2014). وفي الاتجاه ذاته يشير Lobo (2000) إلى أن متغيرات الاقتصاد الكلي لها تأثير كبير على أسعار الأسهم؛ حيث تؤدي إلى تذبذب سعر الفائدة، وهذا الأمر يؤدي إلى إرسال إشارات جيدة أو سيئة للمستثمرين. في ظل هذه المعطيات تأتي الدراسة لاختبار العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية من جهة وبين توزيعات الأرباح النقدية من جهة أخرى؛ حيث تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول).

إن أصالة الدراسة وقيمتها تكمن في أن صانعي السياسات في السوق المالية السعودية بحاجة لتحفيز وتشجيع المديرين والمساهمين ودفعهم للمزيد من الاهتمام بتأثير المؤشرات الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح النقدية من خلال تحسين وعي المستثمرين وتحسين شفافية المعلومات.

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها الشركات؛ كونها تحمل تأثيرًا بالغًا على قيمة ومستقبل الشركات، وتعد القرارات المتعلقة بتوزيع أو احتجاز الأرباح من أهم القرارات التمويلية نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، وانعكاس هذا القرار على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

ظل موضوع سياسة توزيع الأرباح للشركات أسيرًا لتفسيرات المالىين والاقتصاديين لفترة طويلة، وهناك عدد من النماذج النظرية المتعارضة التي تحدد العوامل التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح أو احتجازها لتمويل عمليات المنظمة. ظهرت عدة نظريات تفسر العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح؛ فيرى أصحاب إحدى هذه النظريات أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة أو ما يسمى بملاءمة التوزيعات Lintner (1962) بينما يعتقد أصحاب نظرية (عدم ملاءمة التوزيعات) عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة Miller and Modigliani (1961) بجانب نظريات أخرى تصف اتجاهات هذه العلاقة؛ petit (1977); Gordon (1963); Asquith and Mullins (1983); Poterba and

## مشكلة الدراسة

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على الأرباح الموزعة من قبل الشركات على المساهمين، وبالتالي على سياسة التوزيع. وتعد المؤشرات المتعلقة بالاقتصاد من أهم هذه العوامل؛ حيث ينظر المستثمرون لهذه العوامل أثناء اتخاذ القرارات حول استثماراتهم؛ لاختبار هذا التأثير تجريبياً، ويتم استخدام المؤشرات الاقتصادية كمتغيرات مستقلة وتوزيعات الأرباح النقدية كمتغير تابع.

وعليه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسة في الأسئلة التالية:

1. هل يختلف تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية؟
2. هل تفسر بعض المؤشرات الاقتصادية التباين في توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية؟
3. هل من الممكن بناء نموذج يعبر عن تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية؟

## فرضيات الدراسة

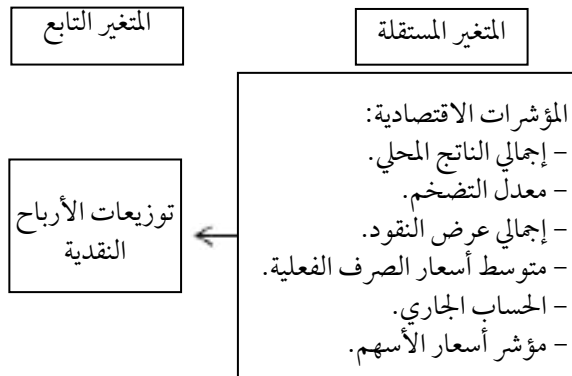
حتى تتسنى لنا الإجابة عن أسئلة الدراسة، وحصراً الإشكالية المطروحة، فإننا سننتمد على التجريب؛ وذلك من خلال دراسة تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية، وعليه يمكن طرح الفرضيات التالية:

1. يختلف تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية.
2. تفسر بعض المؤشرات الاقتصادية التباين في توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية.
3. يمكن بناء نموذج يعبر عن تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية.

## إطار الدراسة

سعت الدراسة لمعرفة تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية لكونها من أكبر الأسواق المالية العربية من ناحية حجم التداول.

تم اختبار تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية من خلال اختبار تأثير التغير في المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية خلال الفترة بين 2003-2016م. الشكل رقم (1) يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة.



شكل رقم (1): علاقة المتغير التابع بالمتغير المستقل (إعداد الباحثين)

## أهداف الدراسة

- سعت هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
1. معرفة مدى تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية.
  2. تفسير التباين في توزيعات الأرباح النقدية بالاعتماد على المؤشرات الاقتصادية.
  3. بناء نموذج يعبر عن العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وتوزيعات الأرباح النقدية.

## أهمية الدراسة

- ترجع أهمية هذه الدراسة إلى ما يلي:
1. تعد السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية العربية من ناحية حجم التداول وتسعى المملكة من خلال رؤية 2030 إلى تحقيق ازدهار اقتصادي من خلال تعظيم القدرات الاستثمارية.
  2. معرفة وتحليل استجابة سياسة توزيع الأرباح النقدية للتغيرات في المؤشرات الاقتصادية بالسوق المالية السعودية.
  3. تفسير الاختلاف والتباين في سياسة توزيع الأرباح النقدية على ضوء التغيرات في المؤشرات الاقتصادية.

4. التعبير عن تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية من خلال نموذج يوضح هذه العلاقة.

#### منهجية الدراسة

اعتمدت الدراسة على محورين هما:

**محور نظري:** يقوم على المنهج الاستقرائي الاستنباطي، وذلك بالدارسة التحليلية للدراسات السابقة تمهيداً لاشتقاق فرضيات الدراسة.

**محور عملي:** تقوم الدراسة على منهج دراسة الحالة لاختبار فرضيات الدراسة، حيث تم استخدام تحليل الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد التدريجي لاختبار صحة فرضيات الدراسة. علماً بأن المؤشرات الاقتصادية هي المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار المستخدم، بينما توزيعات الأرباح النقدية هي المتغير التابع.

#### محددات الدراسة

تغطي هذه الدراسة الفترة من (2003-2016م)؛ وذلك لأن هذه الفترة شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في مؤشرات الاقتصاد بالملكة العربية السعودية؛ حيث يقع العام 2008م في منتصف الفترة التي تغطيها الدراسة، وهو العام الذي شهد أعلى مستوى للتضخم بالملكة نتيجة للأزمة المالية العالمية. كما أن الدراسة تغطي فقط الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة.

#### خطة الدراسة

على ضوء مشكلة الدراسة وفروضها، وتحقيقاً لأهدافها تم تبويب خطة الدراسة كما يلي:

القسم الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة.

القسم الثاني: تحليل بيانات الدراسة.

القسم الثالث: النتائج والتوصيات.

#### القسم الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة تمهيد

شهدت الأسواق المالية تطوراً كبيراً في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء، كما أن الاستخدام المكثف لوسائل الاتصالات الحديثة ساعد على هذا التطور، هذه العوامل كانت

سبباً في ارتفاع حجم وقيمة التداول في الأسواق المالية العالمية ليصل إلى ثلاثين تريليون دولار في العام 2005م (حنفي، 2002). هذه الإحصاءات تعكس أهمية دراسة أسواق رأس المال؛ خاصة أسواق الأسهم لمعرفة واختبار كفاءة الأسواق المالية وتحديد العوامل المؤثرة عليها وصولاً لفهم أعمق لعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها وتأثرها بالفروع الأخرى للاقتصاد.

#### مفهوم سياسة توزيع الأرباح

توجد عدة تعاريف للأرباح الموزعة، لعل أبرزها ما يلي:

- تعريف (Samuel and Edward 2011) الذي عرف التوزيعات بأنها الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها.

- تعريف الخضير (2001) الذي يشير إلى أن الأرباح الموزعة هي مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، وتدفع عندما تحقق المؤسسة أرباحاً في الفترة الحالية، أو يتم دفعها من الأرباح المحتجزة عن فترات سابقة.

- يرى حماد (2002) أن التوزيعات هي تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النية لتوزيع قيمة ماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع أو احتجاز الأرباح، وتعمل السياسة المثل للتوزيعات على الموازنة بين العائد الذي سيجنه حملة الأسهم نتيجة للتوزيعات الحالية والعوائد المستقبلية التي تنتج عن احتجاز الأرباح وتؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة.

#### أنواع سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسين: الأول توفير أموال لتوزيعها كأرباح، والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة. وهناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هما: التوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم.

## التوزيعات النقدية

يشير حداد (2009) إلى أن التوزيعات النقدية تنقسم إلى ثلاثة أنواع: توزيعات الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح، تحسب عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم. ويكمن إشكال هذه السياسة في أن انخفاض الأرباح سيؤدي إلى انخفاض التوزيعات أو عدمها. ونظراً لكون التوزيعات مؤشراً على أحوال الشركة فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق.

توزيع الأرباح المنتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح نقدية في كل فترة زمنية تم تحقيق أرباح فيها؛ حيث يرى المساهمون أن هذه السياسة إيجابية وتخفف من درجة عدم التأكد لديهم بما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية. توزيعات الأرباح المنخفضة والمتزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، وتستخدم هذه السياسة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

## التوزيعات في شكل أسهم

يقسم هندي (2003) هذا النوع من التوزيعات إلى:

التوزيعات على شكل أسهم مجانية: يقصد بها إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للسهم؛ لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها. تخفيض القيمة الاسمية للسهم: قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، وهو ما يطلق عليه تجزئة الأسهم، وتتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية في أنها تهدف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يجعله متاحاً لصغار

## المستثمرين.

إعادة شراء الأسهم العادية: قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها. مثل هذه الإجراءات تؤدي إلى إيجاد ما يسمى بالأسهم النقدية وهي سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق، فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد. وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية.

## العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية، ومن أهم هذه العوامل وفقاً لحنفي (2007) ما يلي:

القوانين التنظيمية: تخضع الشركات لقوانين وأنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون الشركات وقانون هيئة سوق الأوراق المالية. وفيما يتعلق بتوزيع الأرباح فمعظم الدول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني، والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية، وفي بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة إصدار الأسهم العادية، كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت قد تعرضت لخسائر أو كانت الشركة مفلسة قانونياً.

عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة: إذا توفرت لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنها قد تلجأ للاحتجاز بدلا من التوزيع لتمويل هذه الفرصة الاستثمارية.

الشروط والاعتبارات التعاقدية: قد تتضمن الاتفاقيات والعقود المبرمة بين الشركة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف الشركة؛ حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة؛ فقد يشترط الدائنون عدم إجراء أية توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية، حيث يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل.

أن المستثمرين يفضلون التوزيعات الحالية على التوزيعات المستقبلية.

### نظرية التمييز الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على المستثمر والتي تبناها Poterba and Summers (1984) وترى أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها بسبب التمييز الضريبي؛ وذلك لأن الأرباح الرأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالضريبة على التوزيعات.

### نظرية التأثيرات على المستثمرين

تشير هذه النظرية إلى أن بعض المستثمرين يفضلون الشركات التي تدفع مبلغاً كبيراً من أرباحها في شكل نقدي، بينما مجموعة أخرى من المستثمرين قد يفضلون تلك التي تحتجز نسبة أعلى من الأرباح؛ أي إن هناك سلوكيات مختلفة تجاه توزيع الأرباح أو احتجازها، ويؤيد هذه النظرية عدد من الكتاب.

### نظرية تكلفة الوكالة

تقوم هذه النظرية على وجود علاقة بين مساهمي الشركة (الموكلين) والمديرين (الوكلاء). يتوقع المساهمون أن يعمل المديرين على تعظيم أرباحهم. لكن في كثير من الحالات يميل المديرين للتصرف بطريقة تضر بمصلحة المساهمين. ترى هذه النظرية أن دفع أرباح الأسهم يمكن أن يؤدي لطمئنة المساهمين. من أهم مناصري هذه النظرية Dempsey and Laber (1992)

### نظرية الإشارة

وفقاً لهذه النظرية تستخدم سياسة توزيع الأرباح من قبل الشركة لإرسال رسالة للمستثمرين تدل على حسن مركزها المالي. يرى أصحاب هذه النظرية أن تغير سعر السهم هو انعكاس لإعلان توزيع الأرباح. يعد Petit (1977) من أهم مناصري هذه النظرية.

### المؤشرات الاقتصادية

تشكل المملكة العربية السعودية أكبر اقتصاد للسوق الحرة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا؛ حيث تحتفظ بحصة قدرها 25% من

الضرائب الشخصية على دخل المساهم: يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه في شكل توزيعات نقدية. ويعني هذا أن النظام الضريبي لا يشجع على الحصول على إيرادات أو دخول إضافية لخضوعها للضريبة، الأمر الذي يجعل المساهم غير راغب في توزيعات أرباح نقدية. اعتبارات السوق: إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، حيث إن المساهمين غالباً ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة لأداء الشركة المستقبلي؛ فسياسة توزيع الأرباح المستقرة والثابتة تعد إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للشركة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعد إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية وبالتالي انخفاض سعر سهم الشركة في السوق.

### النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

هناك عدة نظريات تقدم تفسيرات مختلفة لسياسة توزيع الأرباح، ستقوم الدراسة باستعراض هذه النظريات.

### نظرية الفائض

تقوم هذه النظرية على عدم توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون الشركة قد قامت بتمويل جميع المشاريع الاستثمارية المربحة؛ أي إن الشركة تقوم بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت بعد تمويل كل المشاريع المجدية اقتصادياً للشركة (الزيدي، 2008).

### نظرية عدم ملاءمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية Miller and Modigliani (1961) ويرى أصحاب هذه النظرية أن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة الشركة.

### نظرية ملاءمة التوزيعات

قامت هذه النظرية على نقد نظرية عدم ملاءمة التوزيعات؛ يرى Lintner (1962) أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيعات الأرباح وقيمتها السوقية. وأساس هذه النظرية

تضخم الأجور، وتضخم الأسعار، وتضخم الدخل، وتضخم التكاليف. إلخ. وقد اشتمل على مقاصد أخرى كذلك. وللتذكير، فإن التعريف الشائع بين علماء الاقتصاد لكلمة التضخم هو تضخم الأسعار، ومع ذلك فهو ليس التعريف الخاص والمحدد لكلمة التضخم (شيحة، 1986). كما يعرف البعض التضخم بأنه «ظاهرة نقدية بحثة تعود أسبابها ونشأتها إلى عوامل نقدية»، ارتبط هذا التعريف بحالة الدول المتقدمة على اعتبار أنها كانت تعاني من المشكلة النقدية أو المالية، أما بشأن الدول الآخذة في النمو، فالظاهرة بالنسبة لها ليست نقدية؛ بل ترجع إلى أسباب عينية ترتبط بالهيكل الاقتصادي ومتطلبات تنفيذ خطط التنمية، وعرف أصحاب هذا التحليل بالمدرسة العينية (شهاب، 1990).

نظراً لكون الأسس والمعايير التي وضعت لتعريف التضخم تلقى العديد من الانتقادات، فإن التعريف الذي يلائم الدراسة الحالية من وجهة نظر الباحثين هو تعريف التضخم باعتباره «كل زيادة في كمية النقود المتداولة يترتب عليها زيادة في الطلب الكلي عن العرض الكلي للسلع والخدمات في فترة زمنية معينة ويؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار». وتعرف حلوة (2002) المستوى العام للأسعار بأنه متوسط أسعار السلع والخدمات، وعندما يزيد فإن ذلك يشير إلى أن قيمة العملة تتناقص والعكس صحيح.

وارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الشرائية للعملة الوطنية، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيم الأصول مثل العقارات والأوراق المالية بما فيها الأسهم.

### النتائج المحلي الإجمالي

ينظر للنتائج المحلي الإجمالي، الذي يقيس مجمل قيم السلع والخدمات التي تنتجها دولة ما، باعتباره من أهم مفاهيم الاقتصاد الكلي. يرى الحمزة (2010) أن الناتج المحلي يعبر عن قيمة جميع المخرجات التي أنتجت في دولة ما خلال فترة معينة، عادة ما تكون سنة وفق سعر السوق. كما يعرف الناتج المحلي الإجمالي حسب نوع النشاط الاقتصادي لاقتصاد ما بأنه مجموع القيم المضافة لجميع وحدات الإنتاج العاملة في فروع الإنتاج المختلفة في اقتصاد معين؛ مثل الزراعة

الناتج المحلي الإجمالي، ولا سيما أن موقعها الجغرافي يوفر لها سهولة الوصول إلى أسواق التصدير، في كل من أوروبا وآسيا وأفريقيا.

ولا شك أن النفط يمثل العصب الرئيس للاقتصاد السعودي؛ حيث تحتل المملكة المرتبة الأولى عالمياً في احتياطي البترول وإنتاجه وتصديره، و25% من إجمالي الاحتياطي العالمي للبترول، وموارد طبيعية أخرى، بما في ذلك مجموعة واسعة من المواد الخام الصناعية والمعادن مثل البوكسيت، والحجر الجيري والجبس، والفوسفات وخام الحديد، إلا أنها تقوم بجهود حثيثة لتنويع اقتصادها ليشمل الصناعة والتجارة والخدمات وغيرها، وقد استطاعت أن تحقق خطوات ملموسة في هذا الصدد؛ حيث تم تصنيف المملكة كواحدة من الدول العشرين الأعلى اقتصاداً في العالم، وتحتل المركز التاسع عالمياً من حيث الاستقرار الاقتصادي، كما احتلت المركز السادس عشر عالمياً كأفضل بيئة جاذبة للاستثمار (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير الثاني والخمسون، 2016).

كما أن المملكة العربية السعودية تتمتع بأسواق مستقرة، حيث تتبع المملكة نظام آليات السوق الذي يقوم على العرض والطلب والمنافسة، ولا توجد قيود على عمليات الصرف الأجنبي، كما لا يوجد حظر أو قيود على كمية الواردات من السلع، باستثناء عدد قليل من السلع الممنوع استيرادها لأسباب شرعية، أو تتعلق بالأمن القومي وحماية الصحة العامة للمواطنين، وتتسم التعرفة الجمركية على الواردات بالانخفاض، بل وتعفى بعض السلع الأساسية المستوردة من الرسوم الجمركية.

### التضخم

لم يتم الاتفاق على مفهوم واحد للتضخم، ولا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه ويرجع ذلك إلى انقسام الرأي حول تحديد مفهوم التضخم؛ حيث يستخدم هذا الاصطلاح لوصف عدد من الحالات المختلفة (قريصة والعقاد، 1983).

ومفهوم التضخم مفهوم متغير بحسب الفترة التي يمر بها الاقتصاد. في فترات سابقة كان يقصد بكلمة التضخم الزيادة في عرض الورق النقدي الذي تصدره المصارف في الدول، ثم تطور هذا المفهوم ليصبح تضخم الميزانية، ويقصد به كذلك

بيانات المعروض النقدي ونشر هذه البيانات لاستخدامها بواسطة المحللين، بغرض رصد التغيرات التي تطرأ على النقد المعروض ودراسة الآثار المحتملة لهذه التغيرات على الأسعار.

يشير درويش (2013) إلى ارتفاع معدلات المعروض من النقد في المملكة خلال الفترة (1999-2009) وإلى الآثار الإيجابية لهذا الارتفاع على مختلف القطاعات الاقتصادية وعلى مشاريع التنمية والخدمات الاجتماعية، كما يوصي بالتحكم في عرض النقود لتحاشي الوقوع في الآثار السالبة المتمثلة في ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض سعر صرف العملة الوطنية.

### أسعار الصرف

لسعر الصرف أهمية كبيرة في الاقتصاد بفرعيه الكلي الهادف لتحقيق النمو الاقتصادي، والجزئي القائم على تفسير السلوك الاقتصادي للفرد والمنشأة، فهو بمثابة حجر الزاوية للاقتصاد الكلي. يعرف قريشي وبن ساسي (2011) سعر الصرف بأنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية أو العكس. كما يُعرّف بأنه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو العكس (غزالي، 2003).

كما يمكن تصنيف سعر الصرف إلى سعر صرف اسمي وحققي؛ حيث يعرف سعر الصرف الاسمي بأنه «مقياس لقيمة عملة بلد ما، التي يمكن تبادلها مع عملة بلد آخر، حيث يتم تبادل العملات أو عمليات بيع وشراء العملات حسب قيم هذه العملات» (قدي، 2006). ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما طبقاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة معينة، كما يمكن لهذا السعر أن يتغير حسب تغير طلبه وعرضه أو بسبب نظام الصرف المعتمد في البلد. كما أن سعر الصرف الاسمي هو سعر العملة الجاري الذي لا يأخذ القوة الشرائية للعملة بعين الاعتبار. أما سعر الصرف الحقيقي فهو السعر الذي يمنح العملة المحلية قيمتها الحقيقية، وهو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية؛ إذًا هو مقياس القدرة على المنافسة. والمتعاملون الاقتصاديون يعتمدون عليه في اتخاذ قراراتهم (غزالي، 2003).

والتعدين والصناعة؛ حيث تمثل القيمة المضافة لوحدة إنتاجية معينة الفرق بين قيمة إجمالي الإنتاج لهذه الوحدة وقيمة السلع والخدمات الوسيطة المستهلكة في ذلك الإنتاج (السعيد، 2000).

المتابع لأداء الاقتصاد السعودي يلاحظ ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي خلال العقدين السابقين، كما أن زيادة الناتج المحلي تؤدي إلى انخفاض قيمة المواد الأولية وبالتالي انخفاض أسعار السلع. (أبو النصر، 2017).

### عرض النقود

يمكن النظر للسياسة النقدية باعتبارها من سياسات الاستقرار التي تنتهجها الدول بغرض معالجة المشاكل الاقتصادية المختلفة التي تصاحب التطور الاقتصادي. تقوم السياسة النقدية بدور محوري في التأثير على الأنشطة الاقتصادية، وعادة ما يكون هذا التأثير متفاوتاً بحسب طبيعة السياسة النقدية المتبعة من قبل البنك المركزي. يعرف عرض النقود بأنه الكمية المطلقة المتداولة من النقود في المجتمع الاقتصادي. أو الرصيد الكلي لوسائل الدفع المحلية المتوفرة في المجتمع (عوض، 2012). عرض النقود بمفهومه الضيق يتكون من النقد المتداول خارج المصارف (أي من السيولة المتداولة بين الأفراد) بالإضافة إلى الودائع تحت الطلب، ويتميز هذا النوع من عرض النقود بالسيولة الكبيرة، ولكن بعائد مساوٍ للصفر. أما مفهوم عرض النقود الأوسع فيتكون من النقد المتداول خارج المصارف، إضافة للودائع تحت الطلب والودائع الزمنية والادخارية. أما المفهوم الشامل لعرض النقود فيضم، بجانب ما سبق، الودائع الأخرى شبه النقدية. وتتكون الودائع شبه النقدية من الودائع طويلة الأجل، والودائع بالعملات الأجنبية، وكذلك الودائع لدى المؤسسات الائتمانية غير المصرفية ويتميز هذا النوع من عرض النقود بسيولة أقل من المفهومين السابقين وبعائد أكبر (درويش، 2013).

الاتجاهات الحديثة لدراسة عرض النقود أثبتت أنه يتأثر بعدة عوامل اقتصادية منها السياسات المالية والنقدية، تطور النظام المالي، التوسع الاقتصادي وغيرها من العوامل (مشعل وأبو دلو، 2014).

تقوم الحكومة ممثلة في البنك المركزي بقياس

الرقم القياسي أو المؤشر معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية يتم إعدادها من ذات القاعدة من المعلومات؛ بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية تعد بمثابة سنة الأساس، والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه نتقل إلى فترة مستقبلية (قبلان، 2011).

يعكس مؤشر السوق نشاط المستثمرين خلال فترة محددة - غالباً ما تكون سنة كاملة - ويعد المؤشر من أهم أدوات التحليل الفني والأساسي. يعكس هذا المؤشر التقلبات التي تطرأ على أسعار الأسهم؛ خاصة تلك التي لا يمكن تفاديها عن طريق تنوع المحفظة الاستثمارية (أحمد وطاهر، 1993).

وعليه يمكن النظر لمؤشر السوق المالية باعتباره قيمة عددية تقيس المتغيرات الإيجابية والسلبية المؤثرة على أسعار أسهم الشركات المدرجة بالسوق المعنية، بصورة كلية أو قطاعية. تتم عملية حساب مؤشر السوق المالية السعودية وفقاً لأسلوب القيمة، الذي تعتمد عليه العديد من المؤشرات القيادية في العالم. يستحوذ عدد قليل من الشركات على معظم قيمة السوق المالية بالسعودية، لذا فهي تمتلك القدرة على التأثير على المؤشر صعوداً أو هبوطاً، مما قد يؤثر سلباً أو إيجاباً على السوق المالية السعودية (الشكرجي وتاج الدين، 2008).

إذا كانت السوق المالية تتسم بالكفاءة، فإن المؤشر المصمم لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يعكس الحالة الاقتصادية للدولة. كما يمكن استخدام مؤشرات أسعار الأسهم للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية.

#### الدراسات السابقة

أجريت العديد من الدراسات التجريبية التي تختبر العوامل المؤثرة على توزيعات الأرباح. توصلت هذه الدراسات إلى نتائج مختلفة؛ نستعرض فيما يلي بعض الدراسات التجريبية الحديثة التي اختبرت العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوامل المؤثرة عليها.

دراسة (Adams et al. 1999)

تعرض العملة إلى تغيرات متواصلة - بشكل دائم - تتسبب في تغير المعاملات الاقتصادية للدولة بسبب عدة عوامل منها التغير في قيمة الواردات والصادرات، التغير في معدلات التضخم، التغير في أسعار الفائدة، التدخلات الحكومية والعوامل السياسية (الحسني، 1999).

يتجه الاقتصاد السعودي سياسة الارتباط بالدولار الأمريكي. تعتمد هذه السياسة على النفط باعتباره سلعة مقومة عالمياً بالدولار. تؤدي هذه السياسة إلى تجنب القطاع الخاص المخاطر المرتبطة بتقلب أسعار الصرف.

#### الحساب الجاري

يتكون الحساب الجاري السعودي من جميع المعاملات الاقتصادية (عدا المعاملات المدرجة في البنود المالية) التي تتضمن قيماً اقتصادية، وتقع بين جهات مقيمة و جهات أخرى غير مقيمة؛ حيث يعد الحساب الجاري الحساب الوحيد من بقية حسابات ميزان المدفوعات الأخرى الذي حقق فائضاً طوال فترة الدراسة في ظل أسعار النفط السائدة في تلك الفترة (تجاوزت 100 دولار للبرميل)، فتمثل الصادرات النفطية إلى جانب دخل الاستثمارات أهم مصادر العملات الأجنبية للمملكة، في حين تشكل الواردات الإجمالية السلعية منها والخدمية إلى جانب تحويلات العمالة الوافدة ومساعدات المملكة للخارج أهم مدفوعات المملكة خلال فترة الدراسة (وصاف، 2016).

شهد رصيد الحساب الجاري السعودي خلال العقدين السابقين (حالة فائض) بسبب ارتفاع أسعار النفط؛ بحكم أن 90% من إجمالي الصادرات السلعية تتعلق بالصادرات النفطية، بالرغم من أن الحساب الجاري يتشكل من بنود أخرى من غير الميزان التجاري للسلع، وهي الخدمات بمختلف أنواعها، والتحويلات من جانب واحد، ودخل الاستثمار.

يتوقع أن يتغير هيكل الحساب الجاري السعودي بسبب الانتقال من أحادية التصدير إلى التعددية؛ حيث يتوقع أن ترتفع نسبة الصادرات غير النفطية إلى 50% في إجمالي الناتج المحلي وفقاً لرؤية المملكة 2030.

مؤشر السوق



**دراسة (Salameh et al. (2012)**

سعت الدراسة لاختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة على سياسة توزيع الأرباح بعينة من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (باستثناء القطاع المالي) في الفترة (2004-2009). استخدم الباحثون الأصول الملموسة، الرفع المالي، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة والنمو كعوامل مؤثرة على سياسة التوزيعات. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي والمخاطرة من ناحية وبين توزيعات الأسهم، ووجود علاقة إيجابية بين الربحية والحجم والنمو من ناحية وبين توزيعات الأسهم، وعدم وجود علاقة بين الأصول الملموسة والسيولة من ناحية وبين توزيعات الأسهم.

**دراسة (Mirbagherijam (2014)**

استطلعت هذه الورقة تأثير التضخم على سياسة توزيع الأرباح بالسوق المالية في إيران خلال العام 2005. تم جمع البيانات لعينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية، أظهرت النتائج أن للتضخم تأثيراً سلبياً على الأرباح التي حققتها الشركات خلال فترة الدراسة، كما أظهرت النتائج أن للتضخم تأثيراً إيجابياً على قرار توزيع الأرباح، وبالتالي فإن التضخم يعد عاملاً مهماً لصناع القرار عند اتخاذهم لقرار توزيع الأرباح وفقاً لحقيقته الشركة من أرباح أو خسائر.

**دراسة فرحي وبن قدور (2014)**

سعت هذه الدراسة لصياغة تأثير تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية على حركة عوائد الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية باستخدام اختبار التكامل المشترك. توصلت الدراسة إلى وجود تباين بين متغيرات الدراسة، كما توصلت إلى وجود علاقة توازنية في المدى القصير والمدى الطويل بين الرقم القياسي للإنتاج الصناعي وتقلبات أسعار الصرف من جهة وبين عوائد الأسهم من جهة أخرى.

**دراسة (Brown et al. (2016)**

سعت هذه الدراسة لاختبار صحة فرضية ملائمة التوزيعات التي تشير إلى وجود علاقة إيجابية بين توزيع الأرباح والتضخم. استخدم

سعت هذه الدراسة لمعرفة تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح ببورصة نيويورك في الفترة (1983-2000)، استخدمت الدراسة مؤشري أسعار المنتجين وأسعار المستهلكين لقياس مستويات التضخم، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح، كما أشارت إلى أن هذا التأثير ظهر بشكل أوضح في الشركات الكبيرة مقارنة بالشركات الصغيرة.

**دراسة (Pilotte (2003)**

استند الباحث في تفسيره لعلاقة التضخم بعوائد الأسهم على فرضية الوكيل (-Fama's proxy effect hypothesis). استخدم الباحث البيانات ربع السنوية للفترة 1953-1997 لثمانى دول صناعية كبرى؛ هي الولايات المتحدة الأمريكية، بلجيكا، فرنسا، ألمانيا، اليابان، السويد، سويسرا والمملكة المتحدة. خلص الباحث إلى أن السياسات النقدية التي انتهجتها هذه الدول لمواجهة التقلبات والصدمات الاقتصادية أدت إلى وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم.

**دراسة (Chandra (2007)**

سعت الدراسة إلى التحقق من علاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بعوائد الأسهم بسوق بومباي المالية، استخدمت الدراسة البيانات الشهرية للفترة من أبريل 1993 حتى مارس 2004. استخدم الباحث نموذج (TYDL) لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة. توصل الباحث إلى وجود علاقة عكسية بين متغيرات الاقتصاد الكلي (التضخم، المتغيرات في أسعار الصرف والميزان التجاري) وتوزيع الأرباح.

**دراسة (Basse and Reddemann (2011)**

قام الباحثان بدراسة العلاقة بين أرباح الشركات وتوزيعاتها على المساهمين من ناحية والتضخم من ناحية أخرى واستخدم الباحثان تقنية (co integration techniques). توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للتضخم على الأرباح وعلى توزيعات الأرباح، كما توصلت الدراسة إلى أن الزيادة الاسمية في الدخل بسبب التضخم لها التأثير نفسه على توزيعات الأرباح.

ونسبة ملكية مجلس الإدارة وبين سياسة توزيع الأرباح، بينما لم توجد علاقة بين كل من استقلالية مجلس الإدارة والفصل وهيكل الملكية وبين سياسة توزيع الأرباح.

توفر الدراسات السابقة المذكورة أعلاه قاعدة صلبة تعطينا فكرة بشأن تأثير العوامل الاقتصادية وغيرها من العوامل على توزيعات الأرباح. كما أنها تعطينا فكرة عن التناجج والاستنتاجات من تلك الأبحاث التي أجريت بالفعل في بلدان وبيئات متنوعة ومختلفة. هذه الدراسة هي محاولة ملء فجوة موجودة في الدراسات السابقة، ومحاولة لمعرفة العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وبين توزيعات الأرباح النقدية وتفسير التباين في سياسة توزيعات الأرباح النقدية على ضوء هذه المؤشرات للشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2016)؛ حيث إن الدراسات السابقة لم تتطرق لتأثير مؤشرات الاقتصاد على سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية خلال هذه الفترة.

#### القسم الثاني: تحليل بيانات الدراسة

في هذا الجزء سيتم اختبار تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية من خلال اختبار تأثير ارتفاع أو انخفاض هذه المؤشرات على توزيعات الأرباح النقدية في السوق المالية خلال الفترة (2003-2016م).

#### مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية خلال العام 2016، البالغ عددها 207 شركة، موزعة على 15 قطاعاً.

#### البيانات

تم جمع بيانات الدراسة من موقع السوق المالية السعودية (تداول)، ومن تقارير مجالس إدارات الشركات والقوائم المالية المنشورة للشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2016م)، ومن تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي خلال الفترة نفسها.

#### الأدوات الإحصائية

الباحثون البيانات الشهرية لأسعار الأسهم للتعبير عن قيمة الشركات، والبيانات الفصلية لتوزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة التي امتدت لأربع سنوات. توصلت الدراسة لصحة فرضية وجود علاقة إيجابية بين التضخم من جهة وبين أسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح من جهة أخرى. كما خلصت الدراسة إلى أن الشركات منخفضة النمو تأثرت بصورة أكبر من غيرها من الشركات، وهذا يدل على استخدام التوزيعات من قبل المديرين لتقليل أثر التضخم.

#### دراسة الذينبات (2016)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير بعض النسب المالية مثل ربحية السهم الواحد، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، مضاعف الربحية ومعدل دوران السهم على نسبة ربح السهم، بالتطبيق على الشركات المساهمة العامة المدرجة بسوق عمان للفترة (1978-2013). استخدمت الدراسة الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير دال إحصائياً للنسب المالية المذكورة على نسبة ربح السهم.

#### دراسة أبو النصر (2017)

هدفت إلى استكشاف العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم خلال الفترة (2000-2016) بالسوق المالية السعودية، استخدمت الدراسة تحليل الانحدار لمعرفة تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسهم. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي للتضخم وسعر الفائدة الحقيقي على عوائد الأسهم، بينما لم يكن لكل من إجمالي الناتج المحلي وعجز الموازنة وعجز أو فائض ميزان المدفوعات أي تأثير معنوي على عوائد الأسهم.

#### دراسة الكردي (2018)

استخدمت الدراسة التقارير المالية للبنوك التجارية الأردنية لبيان مدى تأثير مبادئ حوكمة الشركات المتمثلة في خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح. استخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لاختبار هذه العلاقة. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين كل من استقلالية مجلس الإدارة

## متغيرات الدراسة

سعت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية من جهة وتوزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2016). المؤشرات الاقتصادية تمثل المتغيرات المستقلة وفقاً لهذه الدراسة بينما توزيعات الأرباح النقدية تمثل المتغير التابع. تم حساب متوسط توزيعات الأرباح النقدية اعتماداً على أحد مقاييس النزعة المركزية وهو المتوسط الحسابي. أما في المؤشرات الاقتصادية فقد تم الاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي وتقارير الهيئة العامة للإحصاء (2003-2016م). جدول رقم (1) يوضح متغيرات الدراسة خلال الفترة (2003-2016م).

لتحقيق هدف الدراسة المتمثل في دراسة العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وتوزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2003-2016)، قام الباحثان باتباع الخطوات التالية:

- تعريف متغيرات الدراسة: المتغير التابع في هذه الدراسة هو توزيعات الأرباح النقدية خلال الفترة (2003-2016). المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة هي عدد من المؤشرات الاقتصادية في المملكة العربية السعودية خلال الفترة نفسها.
- استخدام تحليل الارتباط لاختبار صحة فرضية الدراسة الأولى.
- استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدرجي لاختبار صحة فرضيتي الدراسة الثانية والثالثة.

جدول رقم (1): متغيرات الدراسة

السنوات	إجمالي الناتج المحلي	معدل التضخم	إجمالي عرض النقود	متوسط أسعار الصرف	الحساب الجاري	مؤشر أسعار الأسهم	توزيعات الأرباح النقدية
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	y
2003	804.6	0.6	417.5	90.5	105.2	4437.6	3.89
2004	938.8	0.3	496.1	84.4	184.9	8206.2	4.07
2005	1128.5	0.7	553.7	82.3	337.5	16712.6	2.27
2006	1335.6	2.2	660.6	80.8	371	7933.3	0.95
2007	1430.5	4.1	789.8	78.5	356.3	11176	1.01
2008	1786.1	9.9	929.1	97.7	496.2	4803	0.91
2009	1409.1	5.1	1028.9	105.7	85.4	6121.8	0.9
2010	1975.5	3.8	1080.4	104.8	250.3	6620.8	1.17
2011	2510.7	3.7	1223.6	102.3	594.5	6417.7	1.2
2012	2752.3	2.9	1393.8	106.8	617.9	6810.2	1.37
2013	2791.3	3.5	1545.2	102.4	507.9	8535.6	1.01
2014	2826.9	2.7	1729.4	105.4	276.6	8333.3	1.09
2015	2422.5	2.2	1774.3	118.5	200.5	6911.8	1.04
2016	2424.1	3.5	1787.4	123.2	103.3	7210.4	0.95

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي

## أولاً: تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (2) مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة. يتضح من الجدول أن معامل الارتباط بين المتغير التابع وثلاثة من المتغيرات المستقلة دال إحصائياً، بلغت قيمة الارتباط بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) والمتغير المستقل (إجمالي الناتج المحلي)

(-0.632) بمستوى معنوية (0.008)، وهو ارتباط عكسي متوسط القوة دال إحصائياً. بينما بلغ معامل الارتباط بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) والمتغير المستقل (معدل التضخم) (-0.613) بمستوى معنوية (0.010)، وهو ارتباط عكسي متوسط القوة دال إحصائياً. كما بلغ معامل الارتباط بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح

النقدية) والمتغير المستقل (إجمالي عرض النقود) (-0.628) بمستوى معنوية (0.008)، وهو ارتباط عكسي متوسط القوة دال إحصائياً. كما يوضح الجدول (2) أن معامل الارتباط بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) وثلاثة متغيرات مستقلة (متوسط أسعار الصرف، الحساب الجاري ومؤشر أسعار الأسهم) لم يكن دالاً إحصائياً، أي بمستوى معنوية أكبر من (0.05).

جدول رقم (2): الارتباط بين المتغير التابع ومتغيرات الدراسة المستقلة

Pearson Correlation	التوزيعات	Sig. (1-tailed)	N
	1.000	-	14
التوزيعات			
إجمالي الناتج المحلي	-.632-	.008	14
معدل التضخم	-.613-	.010	14
إجمالي عرض النقود	-.628-	.008	14
متوسط أسعار الصرف	-.433-	.061	14
الحساب الجاري	-.337-	.119	14
مؤشر أسعار الأسهم	.045	.439	14

التابع. يساعد استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدريجي، في تحديد أهم المتغيرات المستقلة التي تحسن القدرة التفسيرية للنموذج، وإزالة المتغيرات المستقلة التي يكون إضافة أحدها أو بعضها غير مؤثر معنويًا في تحسين القدرة التفسيرية للنموذج. يعتمد هذا الأسلوب على الإدخال التدريجي للمتغيرات المستقلة، ومن ثم ترتيب هذه المتغيرات وفقًا لأهميتها في تفسير المتغير التابع.

إدخال/ استبعاد المتغيرات من معادلة الانحدار يوضح الجدول رقم (3) المتغيرات المستقلة التي تم إدخالها في معادلة انحدار المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) وهي متغيرات (إجمالي الناتج المحلي ومعدل التضخم).

جدول رقم (3): المتغيرات التي أدخلت في معادلة الانحدار

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	إجمالي الناتج المحلي	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
2	معدل التضخم	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: التوزيعات

في هذه الخطوة تم إدخال المتغيرات التي تحسن القدرة التفسيرية لمعادلة الانحدار، واستبعاد المتغيرات غير المؤثرة على معادلة الانحدار، بغض النظر عن نتائج تحليل الارتباط. نماذج الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة يقدم الجدول رقم (4) نماذج الارتباط بين

نتيجة معاملات الارتباط تبين وجود ارتباط ذي دلالة إحصائية بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) وبعض المتغيرات المستقلة، بينما لم يكن هناك ارتباط دال إحصائياً بين المتغير التابع وبقية المتغيرات المستقلة.

هذه النتيجة تؤكد صحة الفرضية الأولى للدراسة التي تنص على «يختلف تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية»

ثانياً: تحليل الانحدار المتعدد التدريجي

سنقوم في هذا الجزء بدراسة مقدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التباين في المتغير التابع، بعد استبعاد المتغيرات التي لا ترتبط معنويًا بالمتغير

كما يوضح الجدول رقم (3) أسباب استبعاد متغيرات (إجمالي عرض النقود، متوسط أسعار الصرف، الحساب الجاري ومؤشر أسعار الأسهم)، حيث إن الارتباط الجزئي بين هذه المتغيرات وبين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) غير دال إحصائياً، أي إنه أكبر من (0.05).

نلاحظ أن معامل الارتباط (R) يبلغ (0.788)، ومربع معامل الارتباط (R Square) يبلغ (0.621) أي إن المتغيرات المستقلة في النموذج الثاني (إجمالي الناتج المحلي ومعدل التضخم) تفسر التباين في المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) بنسبة (62.1%).

المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) والمتغيرات المستقلة المؤثرة، حيث تبلغ قيمة معامل الارتباط (R) وفقاً للنموذج الأول (0.632) ومربع معامل الارتباط (R Square) يبلغ (0.399) أي إن المتغير المستقل في النموذج الأول (إجمالي الناتج المحلي) يفسر التباين في المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) بنسبة (39.9%). وفي النموذج الثاني

جدول رقم (4): نماذج الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.632 <sup>a</sup>	0.399	0.349	0.87394
2	0.788 <sup>b</sup>	0.621	0.552	0.72499

a. Predictors: (Constant) إجمالي الناتج المحلي

b. Predictors: (Constant) معدل التضخم، إجمالي الناتج المحلي

c. Dependent Variable: التوزيعات

دلالة معنوية بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) والمتغير المستقل (إجمالي الناتج المحلي). بينما تبلغ قيمة (F) في النموذج الثاني (9.006) بقيمة معنوية (0.005) أي أقل من (0.05)، وعليه نقبل الفرض البديل وهو أن الانحدار معنوي ولا يساوي صفراً، وهذا يؤكد وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) والمتغيرات المستقلة (إجمالي الناتج المحلي ومعدل التضخم).

مكنت نتيجة تحليل التباين الباحثين من اختبار وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) ونموذجي الارتباط اللذين يفسران التباين في المتغير التابع.

مما سبق نستخلص أن تحليل نماذج الارتباط يقدم نموذجين لتفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة؛ يتضمن النموذج الأول متغيراً مستقلاً واحداً (إجمالي الناتج المحلي)، والنموذج الثاني للانحدار يتضمن متغيرين مستقلين (إجمالي الناتج المحلي ومعدل التضخم).

#### تحليل التباين لاختبار معنوية نماذج الارتباط

يوضح الجدول رقم (5) نتائج تحليل التباين لاختبار معنوية نماذج الارتباط؛ حيث نلاحظ أن قيمة (F) في النموذج الأول تبلغ (7.966) بقيمة معنوية (0.015) أي أقل من (0.05)، وعليه نقبل الفرض البديل وهو أن الانحدار معنوي ولا يساوي صفراً، وهذا يؤكد وجود علاقة ذات

جدول رقم (5): نتائج تحليل التباين

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	6.084	1	6.084	7.966	0.015 <sup>a</sup>
	Residual	9.165	12	0.764		
	Total	15.249	13			
2	Regression	9.468	2	4.734	9.006	0.005 <sup>b</sup>
	Residual	5.782	11	0.526		
	Total	15.249	13			

a. Predictors: (Constant) إجمالي الناتج المحلي

b. Predictors: (Constant) التضخم، إجمالي الناتج المحلي

c. Dependent Variable: التوزيعات

التي تنص على «تفسر بعض المؤشرات الاقتصادية

هذه النتيجة تؤكد صحة فرضية الدراسة الثانية

التباين في توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية».

$$Y = \text{توزيعات الأرباح النقدية.}$$

$$X1 = \text{إجمالي الناتج المحلي.}$$

هذا النموذج يبين أن لإجمالي الناتج المحلي تأثيراً معنوياً على توزيعات الأرباح النقدية؛ حيث يقوم بتثبيت مقدار التوزيعات.

بينما تدل بيانات الجدول (6) على وجود متغيرين هما (إجمالي الناتج المحلي ومعدل التضخم) وفقاً للنموذج الثاني للانحدار المتعدد، ويوضح الجدول (6) معاملات نموذج الانحدار التي تساعد في الحصول على معادلة خط الانحدار بين المتغيرات وفقاً لهذا النموذج.

وعليه تكون معادلة خط الانحدار =

$$Y = 3.722 - 0.000X1 - 0.221X2.$$

حيث:

$$Y = \text{توزيعات الأرباح النقدية.}$$

$$X1 = \text{إجمالي الناتج المحلي.}$$

$$X2 = \text{معدل التضخم.}$$

معاملات معادلة نماذج الانحدار

لكي نعرف -تحديداً- أي من نموذجي الارتباط يضيف تفسيراً جوهرياً للتباين في المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) لابد من معرفة معاملات معادلة الانحدار للنماذج الثلاثة.

تدل بيانات جدول رقم (6) على أن هناك متغيراً مستقلاً واحداً (إجمالي الناتج المحلي) وفقاً للنموذج الأول للانحدار المتعدد، ويوضح الجدول (6) معاملات نموذج الانحدار التي تساعد في الحصول على معادلة خط الانحدار بين هذا المتغير وتوزيعات الأرباح النقدية وفقاً لهذا النموذج.

وعليه تكون معادلة خط الانحدار =

$$Y = 3.350 - 0.000X1$$

حيث:

جدول رقم (6): معاملات معادلة الانحدار

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	3.350	0.676		4.955	0.000
	إجمالي الناتج المحلي	0.000	0.000	-0.632	-2.822	0.015
2	(Constant)	3.722	0.580		6.421	0.000
	إجمالي الناتج المحلي	0.000	0.000	-0.512	-2.670	0.022
	معدل التضخم	-0.221	0.087	-0.486	-2.537	0.028

a. Dependent Variable: التوزيعات

عن تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية" يمكن تفسير هذه النتائج على ضوء نظرية الفائض التي ترى أن الشركات تفضل احتجاز الفوائض بغرض تمويل عمليات النمو والتوسع. كم أن هذه النتائج تتفق مع ما توصل إليه Adams *et al.* (1999), Pilotte (2003), Chandra (2007).

القسم الثالث: النتائج والتوصيات  
النتائج

أكدت الدراسة صحة الفرضيات التالية:

1. يختلف تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية.

النموذج الثاني يبين أن لمعدل التضخم وإجمالي الناتج المحلي تأثيراً معنوياً على توزيعات الأرباح النقدية. يقيس النموذج تأثير التضخم بمقدار (-0.221)، في حين أن مقدار تأثير إجمالي الناتج المحلي ظل ثابتاً.

النتائج السابقة تقدم نموذجين للتنبؤ بالمتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية) باستخدام عدد من المتغيرات المستقلة. لكن قيمة المتغير المستقل (إجمالي الناتج المحلي) تثبت قيمة المتغير التابع (توزيعات الأرباح النقدية). وعليه نقبل بوجود متغير مستقل واحد (التضخم) ذي قدرة تفسيرية وتنبؤية في معادلة خط انحدار المتغير التابع.

هذه النتيجة تؤكد صحة فرضية الدراسة الثالثة التي تنص على «يمكن بناء نموذج يعبر

2. تفسر بعض المؤشرات الاقتصادية التباين في توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية.
3. يمكن بناء نموذج يعبر عن تأثير المؤشرات الاقتصادية على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية. كما توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:
- يعد كل من التضخم وإجمالي الناتج المحلي من العوامل المؤثرة على توزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  - يمكن تفسير العلاقة بين كل من التضخم وإجمالي الناتج المحلي وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية خطياً باستخدام نموذج الانحدار.
  - معدلات التضخم وإجمالي الناتج المحلي يفسران التباين في توزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  - ارتفاع معدلات التضخم بالملكة العربية السعودية يؤثر سلباً على الأرباح السنوية الموزعة من قبل الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  - توصلت الدراسة إلى نموذج خطي باستخدام الانحدار يوضح العلاقة بين معدلات التضخم بالملكة العربية السعودية وبين الأرباح السنوية الموزعة من قبل الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية.
  - تفسر فرضية الفئاض أو المتبقي العلاقة العكسية بين التضخم وتوزيعات الأرباح بالسوق المالية السعودية، والتي ترى أن الشركات تفضل احتجاز الفوائض بغرض تمويل عمليات النمو والتوسع.
- على الجهات المختصة كهيئة السوق المالية وغيرها إلزام الشركات بعدم المغالاة في احتجاز الأرباح إذا لم توجد مبررات كافية لذلك.
- حث واضعي السياسات النقدية على استخدام السياسات النقدية في زيادة كفاءة السوق المالية، وجعلها جاذبة للاستثمار المحلي والأجنبي.
- زيادة التنسيق بين القائمين على السوق المالية وواضعي السياسات الاقتصادية للحد من الآثار السالبة للسياسات الاقتصادية على مؤشر وقيمة السوق، وعلى قيمة الشركات المدرجة بالسوق.

### توصيات للشركات

- ضرورة تبني الشركات لسياسة توزيع تراعي مصالح المساهمين بجانب مصالح الشركات.
- حث الشركات على أخذ رغبات المستثمرين في الاعتبار عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالتوزيع؛ كون هذه السياسات تحمل تأثيراً بالغاً على قيمة الشركة.
- حث الشركات على الإفصاح عن سياسة التوزيع التي تود انتهاجها، والعوامل التي قد تؤثر على هذه السياسة.

### الدراسات المستقبلية

- إجراء دراسة على القطاعات المختلفة لبيان أثر العوامل الاقتصادية على توزيعات الأرباح بكل قطاع من قطاعات السوق على حدة.
- دراسة تأثير العوامل السلوكية على سياسة توزيع الأرباح.
- اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح من ناحية وبين معدلات النمو، السيولة، الربحية، حجم التداول، قيمة التداول وغيرها من العوامل من ناحية أخرى.

### المراجع

- أبو النصر، صلاح علي. 2017. أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عائد الأسهم «دراسة تطبيقية على السوق المالية السعودية». مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، المجلد الثامن عشر، العدد الرابع، ص ص 3-24.
- أحمد، عبد القادر محمد، وطاهر، فريد بشير. 1993. أثر المؤشرات المالية على أسعار الأسهم السعودية.

### التوصيات

- على غرار الدراسات التي قامت بدراسة تأثير العوامل الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح النقدية، جاء هذا العمل ليقيم تأثير مؤشرات الاقتصاد على توزيعات الأرباح النقدية بالسوق المالية السعودية. قام الباحثان من خلال هذه الدراسة بتوضيح هذه الآثار. وتوصي الدراسة بما يلي:
- توصيات لواضعي السياسات والقائمين على السوق

مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد الحادي عشر، ص ص 91-110.

حلو، حنان رضوان. 2002. بدائل القياس المحاسبي المعاصر. بدون رقم طبعة. دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

حماد، طارق عبد العال. 2002. دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية: تحليل القوائم المالية - تحليل العائد والمخاطرة - التحليل الفني والأساسي. الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

حنفي، عبد الغفار. 2002. أساسيات التمويل والإدارة المالية. بدون رقم طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.

حنفي، عبد الغفار. 2007. الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات. بدون رقم طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

درويش، سالم سليمان. 2013. تطور نمو عرض النقود بالملكة العربية السعودية خلال الفترة (1999-2009) والآثار الاقتصادية لذلك. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، ص ص 323-348.

شهاب، مجدي محمود. 1990. الاقتصاد النقدي. بدون رقم طبعة. الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

شيحة، مصطفى رشدي. 1986. الاقتصاد النقدي والمصرفي. بدون رقم طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

عوض، عزمي وصفي. 2012. تقديرات عرض النقد في فلسطين. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد الأول، ص ص 37-67.

غزالي، عيسى محمد. 2003. سياسات أسعار الصرف. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد الثالث والعشرون، السنة الثانية، المطبوعات الجامعية، الجزائر.

فرحي، محمد، وبن قدور، أشواق. 2014. أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم: دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية. مجلة الحقيقة، جامعة دراية، الجزائر، العدد التاسع والعشرون، ص ص 126-157.

قدي، عبد المجيد. 2006. المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية. بدون رقم طبعة، المطبوعات

مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة سوهاج، العدد السابع، ص ص 251-267.

الحسني، عرفان تقي. 1999. التمويل الدولي. الطبعة الأولى. دار مجلاوي. عمان، الأردن.

الحمزة، عبد القادر. 2010. أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية. بدون رقم طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر.

الخضيري، محسن أحمد. 2001. كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة. الطبعة الثانية. إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.

الذينبات، زياد فراس. 2016. محددات نسبة ريع الأسهم (DY) في الشركات المساهمة العامة الأردنية. المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، سلسلة العلوم الإنسانية، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، المجلد الثامن عشر، العدد الأول، ص ص 79-88.

الزبيدي، حمزة محمود. 2008. الإدارة المالية المتقدمة. بدون رقم طبعة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

السعيد، هالة. 2000. دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الكلية على سوق الأوراق المالية. مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة، مصر.

الشكرجي، بشار ذنون محمد، وتاج الدين، ميادة صلاح الدين. 2008. علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية «دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية». مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، المجلد التاسع والثمانون، العدد الثلاثون، ص ص 71-90.

الكردي، أمينة. 2018. أثر الالتزام بمبادئ الحوكمة المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح: دليل من البنوك التجارية الأردنية. المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، سلسلة العلوم الإنسانية، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، المجلد العشرون، العدد الأول، ص ص 33-48.

حداد، فايز سليم. 2009. الإدارة المالية. بدون رقم طبعة. دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

قبلان، حسين. 2011. مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.



- Social Economics. 34(10): 741-753. الجامعية، الجزائر.
- Dempsey, S. J., and Laber, G .1992. Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: Further evidence of the agency-transaction cost hypothesis. *Journal of Financial Research*. 15: 317-321. قريشي، يوسف، وبن ساسي، إلياس. 2011. التسيير المالي «الإدارة المالية» أجوبة وتمارين وحلول. الطبعة الثانية، دار وائل لنشر التوزيع، عمان، الأردن.
- Gordon, M.J. 1963. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*. 18(2): 264- 272. قريصة، صبحي تادرس، والعقاد، مدحت محمود. 1983. النقود والعلاقات الاقتصادية الدولية. بدون رقم طبعة. دار النهضة العربية، بيروت، لبنان.
- Salameh, H. M., Al-Zu'bi, B. A., Twairesh, A. E. 2012. Determinants of dividend policy in the Saudi Arabia market. *Arab Journal of Administrative Sciences*. 19(2): 271-289. مشعل، زكية أحمد، وأبو دلو، عماد محمد. 2014. أثر عرض النقد في الإنتاج ومستوى الأسعار في الأردن: دراسة قياسية. *المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، عمادة البحث العلمي وضمان الجودة، الجامعة الأردنية، المجلد الأول، العدد الثاني، ص 173-192.*
- Lintner, J. 1962. Dividends, earnings, advantage, stock prices, and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*. 44: 243-269. مؤسسة النقد العربي السعودي. 2016. التقرير الثاني والخمسون. الرياض، المملكة العربية السعودية.
- Lobo, B. J. 2000. Asymmetric effects of interest rate changes on stock prices. *The Financial Review*. 35: 125-144. هندي، منير إبراهيم. 2003. الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. بدون رقم الطبعة. المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- Miller, M. H, and Modigliani, F .1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*. 34: 411-433. وصاف، سعيدي. 2016. دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في الحساب الجاري للعربية السعودية خلال الفترة (1995-2014). *مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد الخامس عشر، ص ص 223 - 348.*
- Mirbagherijam, M .2014. Asymmetric effect of inflation on dividend policy of Iran's stocks market. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*. 4(2): 337-350. Adams, G., McQueen, G. R., and Wood, R. 1999. The effects of inflation news on high frequency stock returns. Accessed on 1-1-2017, from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.176268>
- Petit, R. R. 1977. Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics*. 5: 419-436. Asquith, P., and Mullins Jr, D. W. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business*. 56: 77-96.
- Pilotte A. E. 2003. Capital gains, dividend yields, and expected inflation. *The Journal of Finance*. 58: 447-466 . Basse, T., and Reddemann, S. 2011. Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*. 37(1): 34-46.
- Poterba, J. M., and Summers, L. H. 1984. New evidence that taxes affect the valuation of dividends. *Journal of Finance*. 39: 1397-1415. Brown, W. O., Huang, D., and Wang, F. 2016. Inflation illusion and stock returns. *Journal of Empirical Finance*. 35: 14-24.
- Samuel, K. A., and Edward, M.Y. 2011. Dividend policy and bank performance in Ghana. *International Journal of Economics and Finance*. 3(4): 202-207. Chandra, P. 2007. The nexus between stock market and economic activity: An empirical analysis for India. *International Journal of*

## Exchange (Tadawul) (2003-2016)

**Mohammed Faisal Hassan and Ahmed Ragab Abdulrahman**

Department of Accounting, King Faisal University  
Al-Ahsa, Kingdom of Saudi Arabia

### **ABSTRACT**

Distributing or withholding profit decision are major financial decisions because of their direct relation with shareholders. The study aimed at determining the impact of economic indicators on the cash dividends distributed in the Saudi Stock Exchange, which is considered one of the largest Arab stock markets using a model that illustrates these effects. The study adopted case study approach to test the hypotheses of the study where multiple correlation and regression analyzes were used to test the validity of the study's hypotheses. The study population consists of 207 companies enlisted in the Saudi Stock Exchange. The study found that the effect of economic indicators on the distribution of cash dividends in the Saudi stock market was variable. In addition, inflation and GDP explain the discrepancy in cash dividends. The model used reflected the effect of these indicators on the policy of distribution of cash profits in the Saudi market. The study interpreted this result in the light of the hypothesis of surplus or residual since those companies preferred to use surpluses to finance development and extension processes. The study recommends that companies need to adopt a distribution policy that takes into consideration the interests of shareholders alongside corporate interests.

**Key Words:** Dividend Policy, Inflation, Share prices.