

## هدت السكناو يداها هزلا في تقييدت سارد ( ج ابر (ت ايزت تسليد )

ر.ط. ا ه ا ك ا ي ر و ن ه م .م

د.م. ي ر و ل ج ا د م م ر ا ط د ا ي

د ه ت ل ا ا و ر ل ا ا ا ي ل ك - ت ي ن ا م ي ل س ا د ا

د ه ت ل ا ا و ر ل ا ا ا ي ل ك - د ل ه ج ب

### س ا ل ا ل خ ت ص

الغرض من الدراسة هو البحث في الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها في سياسات توزيعات الأرباح لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي. انطلقت الدراسة من الأبعاد المعرفية لكل من مفهومي الأزمة المالية، وسياسات توزيعات الأرباح في مدى اعتماد أو تغير الشركات سياسات توزيعات الأرباح المتبعة قبل حدوث الأزمة المالية، والتي عصفت بالأسواق المالية العالمية، وانتقلت الى الأسواق الأخرى ومنها الأسواق الناشئة، وكذلك الى أسواق دول الخليج العربي ومنها بالخصوص سوق دبي المالي. وذلك لأهمية سياسات توزيعات الأرباح بعدّها من أهم القرارات المالية والتي تعد مصدراً للتمويل الداخلي للشركات وعائدا ايراديا للمساهمين من جانب، ومن جانب آخر انعكاسها على أسعار الأسهم في الأسواق المالية. وخلصت الدراسة الى مجموعة استنتاجات من أهمها، توافق نتائج التحليل والاختيار للفرضتين الرئيسيتين الأولى والثانية، فيما أثبتت الدراسة عدم صحة الفرضية الرئيسية الثالثة. أما أهم التوصيات هو عدم لجوء إدارات الشركات الى احتجاز الأرباح بشكل مفرط بعدّها مصدراً للتمويل في ظل الأزمة المالية، مما يؤثر بشكل سلبي في أسعار الأسهم في الأسواق المالية لتلك الشركات.

### Abstract

The purpose of this study is to search in the international financial crisis and its reflections in the dividends policies for a sample of listed companies in Dubai Financial Market.

The study launched from the cognitive dimensions for the two concepts of the financial crisis and the dividends policies to show the dependence or the change of the followed policies of dividend of the companies before the occurrence of the financial crisis which stormed the international financial markets and shifted to the other markets such as the evolving markets and to the markets of Arab Gulf countries, especially Dubai Financial Market, because of the importance of dividend policies, since they are the most important financial decisions as a source of internal financing for the firms and return on investment of the shareholders from one side, and their reflections on the prices of the shares in the financial markets from the other side.

The study summarized a set of conclusions, which was the most important one is the consistence of the analysis findings and the test of the main first and second hypotheses, whereas the study confirmed the mistakeness of the third hypothesis, the most important recommendation is that the companies' management should not resort to reserve the profits excessively as a source of financing in the light of the financial crisis which would affect negatively the prices of shares of such companies in the financial markets.

## المقدمة

قدمت الاتجاهات الفكرية المنبثقة من مراحل تطور الفكر المالي، إسهامات عدة وعدت سياسات توزيعات الأرباح احد هذه الإسهامات ، إذ أكدت على تكامل القرارات المالية الثلاثة التي شكلت جوهر الفكر المالي المعاصر . وتعد سياسة توزيعات الأرباح من أهم القرارات المالية بجانب قراري التمويل والاستثمار ، تأثيرها في الأهداف الإستراتيجية لإدارة الشركات والمتمثلة في تعظيم قيمة الشركة (زيادة ثروة المساهمين ) . إن المعطيات النظرية لتلك السياسات أفرزت تناقضا وعدم وضوح في فهم أهمية النسبة المستهدفة لتوزيعات الأرباح ، وتحديد التناقض بكل من مدخل موديكلياني وميلر 1961 الذين أكدوا فيه ضمن افتراضات السوق التامة لا علاقة توزيعات الأرباح بالقيمة السوقية للسهم ، أي بمعنى أن قرارات الاستثمار منفصلة عن سياسة توزيعات الأرباح . فيما أكد مدخل جوردن 1963 والذي وصف من قبل الباحثين بنظرية عصفور في اليد Bird in the Hand ، وضمن افتراضاته على علاقة توزيعات الأرباح بالقيمة السوقية .

والمحور الرئيس الثاني للدراسة اهتم بالأزمة المالية العالمية سنة 2008 ، إذ ساهمت الأزمات المالية العالمية في تطوير أدوات الأسواق الماليات أحداث تغيرات عالمية منها تحرير الأسواق المالية ، فضلا عن تطوير مفاهيم مالية تمثلت بالعدوى المالية والتي انتقلت من الأسواق المالية العالمية الى الأسواق الناشئة ، وقد اتسمت تلك الأسواق بأنها الأكثر تعرضا للآزمات المالية، بعد تلك الأسواق أكثر جاذبيتها إقبال المستثمرين عليها الى الحد الذي يجعل التدفقات الرأسمالية إليها أحيانا تفوق طاقتها الاستيعابية . كما أدت الأزمة المالية الأخيرة الى ظهور أزمة السيولة في المصارف نتيجة زيادة عمليات الإقراض ، مما أدى الى عدم توفر السيولة اللازمة لدى المصارف، وبالتالي فقدان ثقة المتعاملين مع المصارف وسحب ودائعهم منها بشكل مفاجئ ، مما اثر بشكل مباشر في إمكانية تلك المصارف في منح القروض للشركات . وهنا يبرز دور المديرين الماليين للشركات في اتخاذ القرارات المالية والخاصة باختيار هيكل التمويل الأمثل في ظل الأزمة المالية ، وغالبا ما يلجأ المديرون الماليون بتغيير سياساتهم بشأن توزيعات الأرباح وعدّها مصدرا مهما للتمويل في الآزمات المالية .

## منهجية الدراسة Methodology

### أولا : مشكلة الدراسة The Issue

تكمن مشكلة الدراسة المالية من خلال مناقشة البعدين الآتيين :-

البعد الأول : يتمثل البعد الأول بالجدل المعرفي عن سياسات توزيعات الأرباح احد أهم القرارات المالية في منشآت الأعمال نظرا لعلاقته المباشرة بالمساهمين من حيث توزيع صافي الدخل الذي حققته الشركة أو جزءا منه . فقد أشارت الأدبيات الى وجود جدل فكري في سياسات توزيعات الأرباح من جانب . ومن جانب آخر يتمثل بالجانب التطبيقي فيواجه مديري الشركات عموما صعوبة في تحديد المستويات المثلى لسياسات توزيعات الأرباح والوصول الى نسبة الدفع المستهدفة في الأمد الطويل لتحقيق التوافق بين أهداف شركات الأعمال وحملة الأسهم .

البعد الثاني : يتمثل البعد الثاني بالأزمة المالية سنة 2008 التي تعد أسوء الآزمات المالية التي هزت العالم منذ أكثر من عدة عقود . واتساع نطاق تلك الأزمة من الأسواق المالية العالمية لتشمل اغلب الأسواق المالية الناشئة . وتتمثل الأزمة المالية الحالية بأزمة سيولة، وصعوبة الاقتراض من المصارف

بسبب تعرض المصارف الى السحب المفاجئ لودائع المودعين ، وذلك لفقدان ثقة المودعين بالمصارف،في إمكانية استمرارها في عالم الأعمال .

### ثانيا : أهمية الدراسة The Importance

تكمن أهمية الدراسة في أن موضوع سياسات توزيع الأرباح من الموضوعات المهمة لمنشآت الأعمال، وإحدى أهم القرارات المالية التي تؤول في محصلتها الى تعظيم ثروة حملة الأسهم في الأسواق المالية الهدف المعاصر للإدارة المالية . وتزداد أهمية سياسات توزيعات الأرباح في ظل الأزمة المالية الحالية التي توصف بأزمة سيولة ، إذ تنطلق أهميتها الى معرفة مدى تأثير الأزمة المالية في سياسات توزيعات الأرباح للشركات المدرجة في سوق دبي المالي .

### ثالثا : أهداف البحث The Goals

- 1-يهدف البحث الحالي الى عرض وتبسيط الضوء على بعض الجوانب الأساسية المتعلقة بأنماط توزيعات الأرباح .
- 2-يسعى البحث الى عرض وتبسيط الضوء على الجوانب الأساسية المتعلقة بالأزمة المالية، من خلال البحث في احدث الأزمات المالية ، ومدى تأثيرها في سياسات توزيعات الأرباح المتبعة .
- 3-يسعى البحث الى استخدام اسلوب التحليل والاختيار والقياس لغرض التوصل الى حقائق علمية على مدى تأثير الأزمة المالية في سياسات توزيعات الأرباح .

### رابعا : فرضيات الدراسة Hypothesis

في ضوء متغيرات التحليل التي يتضمنها البحث ، تمت صياغة ثلاث فرضيات رئيسية :-

- 1-الفرضية الرئيسية الأولى  
"يوجد اختلاف معنوي بين متوسط ربحية السهم الواحد للشركات عينة الدراسة قبل وبعد الأزمة المالية ."
- 2-الفرضية الرئيسية الثانية  
"يوجد اختلاف معنوي بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية للشركات عينة الدراسة قبل وبعد الأزمة المالية ."
- 3-الفرضية الرئيسية الثالثة  
" يوجد اختلاف معنوي بين متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم للشركات عينة الدراسة قبل وبعد الأزمة المالية ."

### خامسا : المجال والبيانات والمدة The Space, Data and Period

يمثل مجال البحث ربحية السهم الواحد ، وتوزيعات الأرباح النقدية ، وتوزيعات الأرباح بالأسهم لتسع عشرة (19) شركة مدرجة في سوق دبي المالي.واعتمد البحث على البيانات الخاصة بالكشوفات المالية الخاصة بشركات العينة المتمثلة بالميزانية العمومية وكشف الدخل السنوي للسنوات من 2004-2009 .

### الإطار النظري العام

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسات توزيعات الأرباح Conceptually Framework of Dividends

يعد قرار توزيع الأرباح Dividends احد أهم القرارات المالية في الشركات بجانب قراري الاستثمار Investment وقرار التمويل Financing نظرا لدوره المهم في تطوير وتوسيع الأعمال من جهة ،وعلاقته المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على سعر السهم في السوق المالية .

أولا : مفهوم سياسات توزيعات الأرباح

نالت الأرباح أهمية كبيرة في أدبيات الاستثمار ، نظرا للدور المهم والحاسم الذي تلعبه في تحليل الأوراق المالية والتي تعد عنصرا حيويا للغاية في استمرار ونمو شركات الأعمال . واحد أهم القضايا التي ظلت تشغل الفكر المالي بشأن المفاضلة بين احتجاز الأرباح أو توزيعها كمصدر أساس لتحديد قيمة الشركة ((Al-mwalla & Ekhouri : 1998 : 429)). وقد عرف Brealey وآخرون سياسات توزيعات الأرباح بالمبادلة Trade-off بين احتجاز الأرباح وبين توزيعات الأرباح النقدية أو إصدار أسهم إضافية جديدة مجانية (Brealey et.al : 2004 : 422). فيما عرف Atrill توزيعات الأرباح ، النقد المدفوع لحملة الأسهم كعائد على استماراتهم في أسهم الشركة ، وفق قيود قانونية على كمية الأرباح الموزعة بشكل دفعات الى حملة الأسهم (Atrill : 2006 : 356). في حين عرف Megginson وآخرون توزيعات الأرباح هو ذلك الخيار الذي يمكن المديرين الماليين من دفع توزيعات نقدية بنسبة مئوية من الأرباح المتحققة للشركة الى حملة الأسهم (Megginson et.al : 2007 : 529). كما عرف العامري توزيعات الأرباح بأنها المبادلة ما بين الأرباح المحتجزة من جهة وتوزيعها بشكل نقدي من جهة أخرى ومحاولة الحصول على أسهم جديدة أيضا (العامري : 2010 : 432 - 433) .

ثانيا : التيارات الفكرية لتوزيعات الأرباح

يعد الاختلاف في وجهات النظر بشأن توزيعات الأرباح جوهر التيارات الفكرية ، وتنصب مضامينها الفلسفية على معرفة العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم العادية في الأسواق المالية (الحسيني: 1994: 5). إن الاتجاهات السابقة والسائدة قبل سنة 1961 تؤكد على ضرورة زيادة توزيعات الأرباح استجابة لتفضيلات المستثمرين للدخل الحالي المؤكد ، فالمستثمر يدفع أعلى الأسعار للأسهم ذات توزيعات الأرباح المرتفعة وعرفت تلك الاتجاهات بتيار اليمين (Keown et .al 2002 : 57) . إلا أن مودكلياتي وميلز m & m سنة 1961 وفي دراستهما الرائدة أثبت لا علاقة لقرار توزيعات الأرباح بقيمة الشركة ، فقيمة الشركة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار ، أي بقدرة الموجودات على تحقيق الأرباح وليس بكيفية التصرف في تلك الأرباح بين توزيعها واحتجازها (Modigliani & Miller : 1961 : 411). أما الاتجاه الأخر والذي يعرف بتيار اليسار فينطلق من فلسفة إن توزيعات الأرباح المنخفضة ، تؤثر إيجابا على أسعار الأسهم في الأسواق المالية إذ تؤكد على ضرورة اخذ الضرائب بنظر اللدّ عند إقرار سياسة توزيعات الأرباح (Deeptee & Roshan 2009 : 4) .

ثالثا : أنواع توزيعات الأرباح Types of Dividends

توجد صور متعددة لتوزيعات الأرباح تنعكس على القيمة السوقية للأسهم العادية في الأسواق المالية وكما يلي : ( هندي : 2006 : 349 )

1-توزيعات الأرباح النقدية Cash Dividends

تعد التوزيعات النقدية المتغير الرئيس في العد من نماذج تقويم الأسهم العادية لاستخراج القيمة الحقيقية Intrinsic Value للأسهم العادية ( Hampton : 1996 : 368 ) . وتمثل توزيعات الأرباح النقدية

الأسلوب الأكثر شيوعا والتي تلجا إليه الشركات المساهمة ويتم بموجبة دفع توزيعات أرباح نقدية فصلية أو سنوية بصورة منظمة **Regular Cash Dividends** . وتؤثر تلك التوزيعات في نقدية الشركة مما تؤثر بشكل أو آخر على الأرباح المحتجزة للشركة ( Ross et.al : 2007 : 399 ) .

## 2-توزيعات الأرباح في صورة أسهم **Stock Dividends**

توزيع الأرباح في صورة أسهم ببساطة هو دفع أسهم إضافية الى المساهمين ،وهو لا يمثل أكثر من إعادة رسملة **Recapitalization** لأرباح الشركة ( العامري 2010 : 439 ) . أي بدلا من أن تتخذ الشركات قرارا بتوزيعات الأرباح النقدية ، تقرر أن تجعل توزيعات الأرباح غير نقدية الى المساهمين، تتمثل هذه الأنواع من التوزيعات للأرباح بصورة أسهم ( Groppe & Nikbakht : 1995 : 222 ) .ويقصد بتوزيعات الأرباح بالأسهم منح المستثمر عددا من الأسهم ، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة ، وعادة يشار الى تلك الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة ( هندي 2006 : 352 ) . ولم تعد توزيعات الأرباح بالأسهم توزيعات أرباح حقيقية لان تلك التوزيعات غير نقدية ( Ross et.al :2007 : 438 ) .

## 3-تجزئة الأسهم **Stock Split**

تجزئة الأسهم النوع الثالث الذي يمكن أن تلجا إليه الشركة من اجل تنشيط الطلب على أسهمها في الأسواق المالية ، عندما يصل سعر السهم للشركة الى مستو مرتفع ، يؤثر بشكل أو آخر في تداول الأسهم ، مما تضطر الى زيادة عدد الأسهم المتداولة لتخفيض سعر السهم وزيادة وتنشيط الطلب على أسهمها ، مما يؤدي الى ارتفاع جديد في أسعار الأسهم في السوق المالية ( Smart et.al : 2004 : 480 ) . وتتشابه تجزئة الأسهم مع توزيعات الأسهم في تأثيرها على سعر السهم ، إذ تتفق تلك السياسة مع سابقتها في إنها تهدف في النهاية الى تخفيض القيمة السوقية للسهم بما يسمح بزيادة الطلب عليه، وينعكس بالتالي تأثيره الايجابي في مستوى سيولة الأسهم في الأسواق المالية ( هندي : 2006 : 355 ) . ويترتب على تلك السياسة انخفاض عمولة السمسرة التي يدفعها المستثمرون عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية المتعلقة ببيع أو شراء تلك الأسهم ، إلا أن تلك السياسة تؤدي أيضا الى انخفاض ربحية السهم الواحد في المستقبل لزيادة عدد الأسهم في التداول ( غنيم : 2008 : 228 ) .

## 4-إعادة شراء الأسهم **Stock Repurchases**

يقصد بها إعادة شراء الأسهم والتي يطلق عليها **Buy Back** ، أي استرداد شركات الأعمال جزءاً من أسهمها العادية في التداول ( غنيم : 2008 : 230 ) . ويترتب على تلك السياسة تخفيض عدد أسهم شركات الأعمال مما ينعكس إيجابا على ربحية السهم الواحد ، ويؤدي بالتالي الى ارتفاع سعر السهم في الأسواق المالية ( الحناوي والعيد : 2007 : 413 ) .

## رابعا : أنماط توزيعات الأرباح النقدية

على الرغم من أن إدارات شركات الأعمال تمتلك الحق في اتخاذ القرارات الخاصة بتوزيعات الأرباح وفق ما يتناسب وخطتها وعلاقتها بالمساهمين ، إلا إن من الملاحظ إن أكثر شركات الأعمال تميل الى إتباع سياسة توزيع الأرباح التي تتصف بالثبات وهذا ما أكدتها العد من الدراسات الميدانية ( Roa : 1992 : 450 : 449 ) ، إلا أن سياسة توزيعات الأرباح في الشركة ينبغي أن تصاغ بهدف تحقيق العد من الأهداف من أهمها توفير التمويل الكافي للاضطلاع بالفرص الاستثمارية المتاحة ، وكذلك لتعظيم قيمة

الشركة في الأسواق المالية ( 490 : 2006 : Gitman ) وتختلف أنماط سياسات توزيعات الأرباح النقدية باختلاف الاتجاهات التي تعتمدها الإدارة ، ومن تلك الأنماط ما يلي :

### 1-توزيعات الأرباح المستقرة

أن الأنماط المستقرة في توزيعات الأرباح النقدية تتخذ شكلين أساسيين الأول يمثل نسبة دفع مستقرة من الأرباح المتحققة ، أما الشكل الثاني فمقدار مستقر من توزيعات الأرباح النقدية للسهم الواحد ( Rao : 450 : 1992 ) .

### 2-توزيعات الأرباح غير المستقرة

جوهر سياسة توزيعات الأرباح النقدية غير المستقرة مستمدة من نظرية المتبقي الخاصة بتوزيعات الأرباح ، ويتم بموجب تلك النظرية تمويل جميع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة من الأرباح التي حققتها ومن ثم توزيع المتبقي منها. أن إتباع هذا المدخل يؤدي الى توزيعات أرباح غير مستقرة تتصف في أحيان كثيرة بالتذبذب الكبير ( Ross et.al : 2007 : 434 ) .

### 3-توزيعات الأرباح الثابتة أو المتزايدة باستمرار

اتبعت الشركات في الماضي سياسة توزيعات الأرباح الثابتة للسهم وتحاول زيادة التوزيعات للسهم في حال أن الشركة تمتلك رؤية واضحة عن مستقبل أرباحها، وإن تلك الأرباح كافية بالشكل الذي يسمح بزيادة التوزيعات والحفاظ عليها . أن المبرر في استخدام تلك التوزيعات يتمثل بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة في مشاريع مربحة يؤدي الى ارتفاع ربحية السهم الواحد مما ينعكس ايجابيا على توزيعات الأرباح المستقبلية ( الحناوي والعيد : 2007 : 405 ) .

### 4-توزيعات الأرباح المنتظمة مع علاوة إضافية

تتمثل تلك السياسة الحل الوسط بين توزيعات الأرباح النقدية الثابتة أو المستقرة وبين سياسة توزيعات النقدية الغير مستقرة ، وبموجب تلك السياسة تكون توزيعات الأرباح منخفضة ولكنها تتصف بالاستقرار فضلا عن إمكانية توزيع علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح (النعيمي وآخرون : 2008 : 416 ) . وتلجأ شركات الأعمال الى إتباع هذه السياسة عندما تكون الأرباح السنوية الى حد ما متقلبة ( Weston et.al : 1986 : 654 ) .

## المبحث الثاني الأزمة المالية Financial Crisis

على الرغم من عراقة مفهوم الأزمة وعمقه بالأدبيات الاقتصادية ، فإن أبعاد أخرى للأزمة طالت العلوم المالية والإدارية والمحاسبية ، ثم طرحت نظريات الأزمة تتضمن صفة المالية دون الاقتصادية . كون أن جميع الأزمات التي تلت الأزمة الاقتصادية 1929 كانت مالية بعمقها وطبيعتها وأثارها ونتائجها ( الجرجوسي : 2007 : 259 - 260 ) .

### أولا : مفهوم الأزمة المالية

للازمة المالية العد من الأبعاد المعرفية القائمة على الجدل الفلسفي بشأن تفسير مضمون الأزمة المالية ، ونظرا لاختلاف حالات الأسواق المالية التي تعرضت لازمات مالية واختلاف درجة مخاطرة وتداعيات وأسباب كل أزمة مالية ، فضلا عن تداخل المفاهيم المعرفية المتعلقة بتفسير حالة الأسواق المالية عند

تدهور نشاطها المالي . فقد عرف Darajan and Tomas الأزمة المالية على إنها الطلب الشديد على الأموال المدخرة ، الى الحد الذي لا يمكن الاستجابة له بشكل آني للأجل القريب ( Darajan and Tomas : 1991 : 8 - 10 ). فيها اتفق كل من Fisher 1933 ، و Flood and Garber 1981 ، و Minsky 1982 على تعريف الأزمة المالية بالبيع ألقسري للموجودات المالية بسبب الاختلال في هياكل المطلوبات وعدم توازنها مع قيم الموجودات المسعرة بسعر السوق ، مما يحدث نقصا في قيم تلك الموجودات ( Singh : 1998 : 7 ) . كما عرف Mishkin and Eaking الأزمة المالية بأنها الاختلالات الأساسية في الأسواق المالية التي تتميز بالانخفاض الحاد في أسعار الموجودات وفشل العد من المنشآت المالية وغير المالية في معالجة تلك الاختلالات ( Mishkin and Eaking : 2000 : 409 ) .

ثانيا : الأسباب الرئيسية للأزمة المالية

هناك العد من العوامل التي تعد من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية والتي تؤدي بدورها الى انكماش في النشاطات الاقتصادية المختلفة ومن أهم تلك العوامل ما يلي:- ( Mishkin and Eaking : 2006 : 394 - 391 )

#### 1-زيادة معدلات الفائدة

عندما تتجه معدلات الفائدة السوقية بالارتفاع بسبب زيادة الطلب على الائتمان أو بسبب انخفاض عرض النقد في الاقتصاد ، فان مخاطرة الائتمان على الأرجح تتجه الى الانخفاض بالنسبة الى المؤسسات المالية في حين تزداد تلك المخاطرة بالنسبة الى الشركات والمستثمرين الراغبين بالاقتراض .

#### 2-ارتفاع حالة عدم التأكد

ارتفاع حالة عدم التأكد في الأسواق المالية يؤدي على الأغلب الى الفشل المالي، من حيث الحصول على مصادر التمويل اللازمة سواء لتمويل استثمارات الشركات الحالية أو للفرص الاستثمارية المتاحة ،أو صعوبة حصول المستثمرين الحاليين أو/و المرقبين للتمويل اللازم مما يؤدي الى الانخفاض في الاستثمارات والنشاطات الاقتصادية المختلفة.

#### 3-تأثير سوق الموجودات في الميزانية العمومية

طبيعة الاستثمارات التي يتم الاحتفاظ بها سواء كانت استثمارات حقيقة أم استثمارات مالية لها تأثير كبير في الميزانية العمومية لعموم شركات الأعمال ،وبالتالي تعد احد الأسباب المهمة في نشوء الأزمات المالية.

#### 4-مشاكل متعلقة بالقطاع المصرفي

أن التعثر والفشل المالي الذي يصيب القطاع المصرفي بسبب القروض المصرفية المتعثرة يؤدي الى مشاكل كبيرة في الميزانية العمومية للمصارف ، وقد تؤدي المخاطر الى انتشار الذعر المالي Bank Panic الى باقي المصارف الأخرى، ويؤدي الذعر المصرفي بدوره الى انكماش حاد في النشاطات الاقتصادية الأخرى وحدث أزمة مالية.

كما أوضح كل من Miskkin and Eaking العوامل المسببة للازمات المالية وكالاتي:-

(Miskkin & Eaking

:2000:410)

- 1- مساهمة المصارف في توسيع الائتمان المفرط وتقديم القروض الى ذوي الجدارة الائتمانية الضعيفة.
- 2- التحرير المالي الغير وقائي المتمثل في إزالة الكثير من الحواجز والمحددات التنظيمية والتشريعية ، أدى ذلك الى التوسع في منح الائتمان و الى تركيز الائتمان في قطاع اقتصادي معين كالقطاع الاستهلاكي أو العقاري .
- 3- الإدراج المزدوج للأسهم في الأسواق المالية المختلفة، مما يؤدي الى مشكلة التأثير المتتابع عند تعرض سهم معين الى مشاكل في سوق مالي ،يؤدي الى انتقاله الى السوق المالي الأخر .
- 4- انفجار فقاعة أسعار المضاربة Speculation Bubble ، أي أن عمليات البيع والشراء تمت سابقا بكميات ضخمة من نوع أو أكثر من الموجودات المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الحقيقية.
- 5- التعقيد في المعاملات المالية وابتداع منتجات مالية تعرف بالمشتقات Derivatives، والتي تتسم بالتعقيد والمخاطرة العالية.

### ثانيا:أنواع الأزمات المالية Type of Financial Crisis

يصنف الباحثون الأزمات المالية أصنافا عدة ، وذلك حسب المعايير التي يستخدمها كل باحث ، ولأغراض البحث الحالي تم تصنيف الأزمة المالية على وفق الآتي:

#### 1-الأزمة المصرفية Banking Crisis

تنشأ الأزمة المصرفية عندما يواجه مصرف ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على سحب الودائع من قبل الزبائن، فيما قام المصرف بأداء نشاطه الاعتيادي بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه والاحتفاظ بالنسبة المقررة قانونا لمواجهة طلبات السحب اليومية الاعتيادية، وبذلك لا يستطيع المصرف الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت السحوبات تلك النسبة ، مما يؤدي الى حدوث ما يسمى بأزمة السيولة Liquidity Crisis لدى المصرف (كورتل و رزيق:2009: 3). وتستمر تلك الأزمة وقتا أطول من الأزمات المالية الأخرى ، كما أن تأثيرها اشد على النشاط الاقتصادي( المعهد العربي للتخطيط : 2007 :1). و يركز البحث الحالي على الأزمة المصرفية، وصعوبة حصول الشركات على التمويل اللازم لتمويل المشاريع القائمة أو الاضطلاع بالفرص الاستثمارية المتاحة ، مما يؤثر بشكل أو في مزيج التمويل الأمثل.

#### 2-أزمة العملة وأسعار الصرف Currency Crisis and Exchange Rate

من أهم القضايا المعقدة في ميدان اقتصاديات الأعمال من حيث طبيعة العوامل وتعقيداتها التي تؤدي الى انهيار أسعار الصرف والناجمة عن عمليات المضاربة الكبيرة في العملات والتغير في أسعار الصرف ، مما يؤثر في قوة العملة في أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزون للقيمة، ويطلق على تلك الأزمة بأزمة ميزان المدفوعات.

#### 3-أزمة الديون Debt Crisis

يرتبط مفهوم أزمة الديون بمدى توقف المقرض عن السداد للقروض، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ، لذا يتوقفون أو يتشددون في تقديم قروض جديدة . ومحاولة تصفية القروض القائمة (كورتل و رزيق : 2009 : 3).



#### 4- أزمة أسواق المال Financial Market Crisis

وصول أسعار الأسهم الى مستوٍ يعرف اقتصاديا بالفقاعة، والتي تحدث نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم العادية والموجودات الأخرى بشكل يتجاوز القيمة الحقيقية لتلك الأسهم على نحو غير مبرر، نتيجة دوافع الشراء لتحقيق عوائد رأسمالية ناتجة من ارتفاع الأسعار. لذا تصبح إمكانية انهيار أسعار الأسهم أو الموجودات المالية الأخرى مسألة وقت ليس إلا، عندما تكون اتجاهات قوية لبيع تلك الموجودات فتبدأ الأسعار في الانهيار نتيجة حالات الذعر لدى المستثمرين ، ويمتد التأثير الى أسعار الأسهم الأخرى الى القطاعات الاقتصادية الأخرى (الشيخ : 2009 : 2).

#### المبحث الثالث: الجانب التطبيقي

يتناول المبحث نتائج تحليل اختبار ربحية السهم الواحد، وتوزيعات الأرباح النقدية، وتوزيعات الأرباح بالأسهم للشركات عينة البحث قبل الأزمة المالية للمدة من 2004-2007 ، وبعد الأزمة المالية للمدة من 2008-2009 وكما يلي.

أولاً: مناقشة نتائج تحليل اختبار ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث

#### 1- نتائج اختبار ربحية السهم الواحد للقطاع المصرفي

يوضح الجدول (1) نتائج اختبار ربحية السهم الواحد للقطاع المصرفي، ومنه يتضح أن متوسط ربحية السهم الواحد للقطاع المصرفي قبل الأزمة المالية بلغ (14.58) درهم وبانحراف معياري (5.42)، أما بعد الأزمة المالية فقد بلغ متوسط ربحية السهم الواحد (3.15) درهم بانحراف معياري (3.47). وعند اختبار  $t$  نجد إنها بلغت (3.13) عند مستوى معنوية (0.052). وذلك المستوى يفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05). مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد للقطاع المصرفي قبل وبعد الأزمة المالية.

جدول (1)

نتائج اختبار ربحية السهم الواحد للقطاع المصرفي

الانحراف المعياري	متوسط EPS	المدة
5.42	14.54	من 2004- 2007
3.47	3.15	من 2008- 2009

$t : 3.13 \quad P: 0.052$

#### 2- نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع التأمين

يوضح الجدول (2) نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع التأمين قبل وبعد الأزمة المالية، ومنه يتضح أن متوسط ربحية الأسهم الواحد لقطاع التأمين قبل الأزمة المالية بلغ (0.826) درهم بانحراف معياري (0.767)، فيما بلغ متوسط ربحية السهم الواحد (-0.058) درهم بعد الأزمة المالية بانحراف

معياري (0.308). وعند اختبار t نجد إنها بلغت (2.00) بمستوى معنوية (0.041)، وذلك المستوى أقل من مستوى معنوية الاختبار (0.05). مما يشير الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد قبل وبعد الأزمة المالية لقطاع التأمين.

### جدول(2)

#### نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع التأمين

الانحراف المعياري	متوسط EPS	المدة
0.767	0.826	من -2004 2007
0.308	- 0.058	من -2008 2009

$$t : 2.00 \quad P : 0.041$$

### 3-نتائج اختبار ربحية السهم الواحد للقطاع العقاري

يعرض الجدول (3) نتائج اختبار ربحية السهم الواحد على مستوى القطاع العقاري، ومنه يتضح إن متوسط ربحية السهم الواحد قبل الأزمة المالية بلغ (0.526) درهم بانحراف معياري (0.212)، فيما بلغ متوسط ربحية السهم الواحد بعد الأزمة المالية (0.36) درهم بانحراف معياري (0.222). وعند اختبار t نجد إن قيمتها بلغت (0.88) عند مستوى معنوية (0.54) وهو يفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05)، مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد للقطاع العقاري قبل وبعد الأزمة المالية.

### جدول(3)

#### نتائج اختبار ربحية السهم الواحد للقطاع العقاري

الانحراف المعياري	متوسط EPS	المدة
0.212	0.526	من -2004 2007
0.222	0.36	من -2008 2009

$$t : 0.88 \quad P : 0.54$$

### 4-نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع الاستثمارات

يعرض الجدول (4) متوسط ربحية السهم الواحد لقطاع الاستثمارات قبل وبعد الأزمة المالية، ومنه يتضح إن متوسط ربحية السهم الواحد لقطاع الاستثمارات قبل الأزمة المالية بلغ (0.74) درهم بانحراف معياري (0.59)، أما

بعد الأزمة المالية فإن متوسط ربحية السهم الواحد قد بلغ (0.313) درهم بانحراف معياري (0.188) .  
وعند اختبار t

نجد إن قيمتها بلغت (1.48) عند مستوى معنوية (0.24) ، وعند مقارنتها بمستوى معنوية الاختبار (0.05) نجد أنها تتفوق عليها. مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد لقطاع الاستثمارات قبل وبعد الأزمة المالية.

#### جدول(4)

نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع الاستثمارات

الانحراف المعياري	متوسط EPS	المدة
0.59	0.74	من -2004 2007
0.188	0.313	من -2008 2009

t : 1.48 P : 0.24

#### 5- نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع الخدمات

يوضح الجدول (5) نتائج اختبار ربحية متوسط ربحية السهم الواحد لقطاع الخدمات ، ومنه يتضح إن متوسط ربحية السهم الواحد قبل الأزمة المالية بلغ (0.055) درهم بانحراف معياري (0.024) ، فيما بلغ المتوسط بعد الأزمة المالية (0.108) درهم بانحراف معياري (0.012) . وعند اختبار t نجد إنها بلغت (-3.70) عند مستوى معنوية (0.34) وتلك تفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05) ، مما يشير الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد لقطاع الخدمات قبل وبعد الأزمة المالية.

#### جدول(5)

نتائج اختبار ربحية السهم الواحد لقطاع الخدمات

الانحراف المعياري	متوسط EPS	المدة
0.024	0.055	من -2004 2007
0.012	0.108	من -2008 2009

t : - 3.7 P : 0.34

أما نتائج اختبار متوسط ربحية السهم الواحد على مستوى جميع الشركات عينة البحث فيوضحها الجدول (6) ، ومنه نلاحظ أن متوسط ربحية السهم الواحد قبل الأزمة المالية قد بلغ (3.355) درهم بانحراف معياري (0.99) ، في حين أن متوسط ربحية السهم الواحد بعد الأزمة المالية قد بلغ (0.774) درهم بانحراف معياري (0.671) . وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت (3.76) عند مستوى معنوية (0.033)

وذلك المستوى اقل عند مقارنته مع مستوى معنوية الاختبار (0.05). مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث قبل وبعد الأزمة المالية. ويشير ذلك الى صحة الفرضية الرئيسية الأولى.

#### جدول(6)

نتائج اختبار ربحية السهم الواحد للشركات عينة البحث

الانحراف المعياري	متوسط EPS	المدة
0.99	3.355	من -2004 2007
0.671	0.774	-2008 2009

t : 3.76 P : 0.033

ثانيا: مناقشة نتائج تحليل اختبار توزيعات الأرباح النقدية للشركات عينة البحث

#### 1- نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية للقطاع المصرفي

يوضح الجدول (7) نتائج اختبار متوسط توزيعات الأرباح النقدية للقطاع المصرفي ، ومنه يتضح أن متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل الأزمة المالية بلغ (2.28) درهم بانحراف معياري (1.41) . فيما بلغ متوسط التوزيعات بعد الأزمة المالية (0.246) درهم بانحراف معياري (0.09) . وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت (2.87) عند مستوى معنوية (0.64) وذلك المستوى يفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05) ، مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل وبعد الأزمة المالية للقطاع المصرفي.

#### جدول(7)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية للقطاع المصرفي

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح النقدية	المدة
1.41	2.28	من -2004 2007
0.09	0.246	-2008 2009

t : 2.87 P : 0.64

#### 2- نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية لقطاع التأمين

عند تحليل نتائج اختبار متوسط توزيعات الأرباح النقدية لقطاع التأمين قبل وبعد الأزمة المالية ، نجد أن المتوسط قد بلغ (0.117) درهم قبل الأزمة المالية ، في حين نجد أن جميع شركات قطاع التأمين قد توقفت عن توزيعات الأرباح النقدية بعد الأزمة المالية. وتشير تلك النتائج الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل وبعد الأزمة المالية لقطاع التأمين.

### 3- نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية للقطاع العقاري

عند تحليل نتائج الاختبار لتوزيعات الأرباح النقدية للقطاع العقاري قبل وبعد الأزمة المالية، نجد انه لا توجد توزيعات نقدية في سنة 2008 و 2009 ، فيما بلغ متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل الأزمة المالية (0.11) درهم . مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية للقطاع العقاري قبل وبعد الأزمة المالية.

### 4- نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية لقطاع الاستثمارات

يوضح الجدول (8) نتائج الاختبار لتوزيعات الأرباح النقدية لقطاع الاستثمارات، إذ نجد أن متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل الأزمة المالية بلغ (0.061) درهم بانحراف معياري (1.99) ، في حين بلغ متوسط التوزيعات النقدية (0.014) درهم بعد الأزمة المالية وبانحراف معياري (0.019). وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت (1.04) عند مستوى معنوية (0.037) ، وهو اقل من مستوى معنوية الاختبار (0.05)، مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل وبعد الأزمة المالية لقطاع الاستثمارات.

#### جدول (8)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية لقطاع الاستثمارات

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح النقدية	المدة
1.99	0.061	من -2004 2007
0.019	0.014	من -2008 2009

t : 1.04 P : 0.037

### 5- نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية لقطاع الخدمات

عند اختبار متوسط توزيعات الأرباح النقدية لقطاع الخدمات قبل وبعد الأزمة المالية، نجد أن جميع شركات قطاع الخدمات لم توزع أرباحا نقدية قبل وبعد الأزمة المالية، مما يشير ذلك الى انه لا يوجد اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل وبعد الأزمة المالية لقطاع الخدمات.

وأخيرا يوضح الجدول (9) متوسط توزيعات الأرباح النقدية للشركات عينة البحث ولجميع القطاعات الاقتصادية ، إذ نجد أن متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل الأزمة المالية بلغ (0.514) درهم بانحراف معياري (0.031) . في حين بلغ المتوسط بعد الأزمة المالية (0.053) درهم بانحراف معياري (0.024) . وعند اختبار t نجد أنها بلغت (0.66) عند مستوى معنوية (0.041) ، وذلك المستوى اقل من مستوى معنوية الاختبار (0.05) ، مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل وبعد الأزمة المالية للشركات عينة البحث. مما يدل ذلك على قبول الفرضية الرئيسية الثانية.

#### جدول (9)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية للشركات عينة البحث

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح النقدية	المدة
0.031	0.514	من -2004 2007
0.024	0.053	من -2008 2009

t : 0.66 P : 0.041

ثالثاً: مناقشة نتائج تحليل اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم

1- نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع المصرفي

يعرض الجدول (10) نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم قبل وبعد الأزمة المالية للقطاع المصرفي، ومنه يتضح أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم قبل الأزمة المالية بلغ (9.58%) بانحراف معياري (0.044)، فيما بلغ متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم بعد الأزمة المالية (7.5%) بانحراف معياري (0.059). وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت (0.44) عند مستوى معنوية (0.37)، وذلك المستوى يفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05)، مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالأسهم للقطاع المصرفي قبل وبعد الأزمة المالية.

جدول (10)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للقطاع المصرفي

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم (%)	المدة
0.044	9.58	من -2004 2007
0.059	7.5	من -2008 2009

t : 0.37 P : 0.44

2- نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع التأمين

عند اختبار وتحليل نتائج توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع التأمين قبل وبعد الأزمة المالية، نجد أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم قبل الأزمة المالية بلغ (5.3%)، في حين لا توجد أي توزيعات أرباح بالأسهم بعد الأزمة المالية لجميع شركات قطاع التأمين عينة البحث، مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع التأمين قبل وبعد الأزمة المالية.

3- نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للقطاع العقاري

يوضح الجدول (11) نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للقطاع العقاري، ومنه يتضح أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم قبل الأزمة المالية بلغ (10.58%) بانحراف معياري (0.054)، في حين بلغ متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم بعد الأزمة المالية (18.3%) بانحراف معياري (0.259). وعند اختبار t

وجد أن قيمتها بلغت (-0.42%) عند مستوى معنوية (0.75) ، وذلك المستوى اكبر من مستوى المعنوية للاختبار (0.05)، مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط نسبة توزيعات الأرباح للقطاع العقاري قبل وبعد الأزمة المالية.

#### جدول (11)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للقطاع العقاري

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم (%)	المدة
0.054	10.58	من -2004 2007
0.259	18.3	من -2008 2009

t :-0.42 P : 0.75

#### 4- نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الاستثمارات

يعرض الجدول (12) نتائج توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الاستثمارات، إذ نجد أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الاستثمارات قبل الأزمة المالية بلغ (25.75%) بانحراف معياري (0.059). فيما نجد أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم بعد الأزمة بلغ (5.5%) بانحراف معياري (0.05). وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت (4.42) عند مستوى معنوية (0.048) ، وذلك المستوى اقل من مستوى معنوية الاختبار (0.05)، مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الاستثمارات قبل وبعد الأزمة المالية.

#### جدول (12)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الاستثمارات

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم (%)	المدة
0.059	25.75	من -2004 2007
0.05	5.5	من -2008 2009

t : 4.42 P : 0.048

#### 5- نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الخدمات

يوضح الجدول (13) نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الخدمات، ومنه يتضح أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم قبل الأزمة المالية بلغ (3.42%) بانحراف معياري (0.031) ، في حين بعد الأزمة المالية بلغ متوسط توزيعات الأسهم (1.67%) بانحراف معياري (0.024). وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت (0.77) عند مستوى معنوية (0.52) ، وذلك المستوى يفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05) ، مما

يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط نسبة توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الخدمات قبل وبعد الأزمة المالية.

#### جدول(13)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم لقطاع الخدمات

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم (%)	المدة
0.031	3.42	من 2004-2007
0.024	1.67	من 2008-2009

t : 0.77 P : 0.52

وأخيرا يوضح الجدول (14) نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للشركات عينة البحث ولجميع القطاعات، ومنه يتضح أن متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم قبل الأزمة المالية قد بلغ (11.05%) بانحراف معياري (0.031)، في حين بلغ المتوسط توزيعات الأرباح بالأسهم (6.5%) بانحراف معياري (0.078) بعد الأزمة المالية. وعند اختبار t نجد أن قيمتها (0.75) عند مستوى معنوية (0.59)، وذلك المستوى يفوق مستوى معنوية الاختبار (0.05). مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم للشركات عينة البحث قبل وبعد الأزمة المالية. مما يدل ذلك الى عدم صحة الفرضية الرئيسة الثالثة.

#### جدول(14)

نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للشركات عينة البحث

الانحراف المعياري	متوسط توزيعات الأرباح بالأسهم (%)	المدة
0.031	11.05	من 2004-2007
0.078	6.5	من 2008-2009

t : 0.75 P : 0.59

**المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات**

**أولا: الاستنتاجات**

1- أظهرت نتائج اختبار ربحية السهم الواحد قبل وبعد الأزمة المالية للشركات عينة البحث، وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط ربحية السهم الواحد قبل وبعد الأزمة المالية. وهذا يتوافق مع الفرضية الرئيسة الأولى، إذا تشير النتائج الى انخفاض ربحية السهم الواحد بعد الأزمة المالية بشكل يؤثر الى مدى تأثير الأزمة المالية في أرباح الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.



2- تشير نتائج اختبار توزيعات الأرباح النقدية للشركات عينة البحث الى وجود اختلاف ذات دلالة إحصائية بين متوسط توزيعات الأرباح النقدية قبل وبعد الأزمة المالية. مما يشير ذلك في تأثير الأزمة المالية في سياسات توزيعات الأرباح النقدية ، وذلك يتوافق مع الفرضية الرئيسية الثانية.

3- أظهرت نتائج اختبار توزيعات الأرباح بالأسهم للشركات عينة البحث، في عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح بالأسهم قبل وبعد الأزمة المالية. وذلك لا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الثالثة.

#### ثانيا: التوصيات

1- يتوجب على إدارات الشركات الاهتمام بسياسات توزيعات الأرباح النقدية، لا سيما أنه يعد مصدرا وحيدا للتمويل الداخلي وصولا الى التمويل ذات الكلفة المقبولة في ظل الأزمة المالية، وصعوبة الحصول على التمويل المصرفي.

2- يستلزم على إدارات الشركات عدم اللجوء بشكل مفرط الى سياسات توزيعات الأرباح بالأسهم، كعلاج قصير الأجل لتوزيعات الأرباح في ظل الأزمة المالية، كما أوضحته نتائج الاختبار. مما لذلك من تأثيرات مستقبلية في ربحية السهم الواحد بسبب زيادة عدد الأسهم بالتداول ، ويؤدي الى مشاكل مستقبلية في الأرباح يصعب تجاوزها، تنعكس في انخفاض أسعار الأسهم بالأسواق المالية.

3- وضع مجموعة من الأدوات واتخاذ الإجراءات من قبل إدارات الأسواق المالية، للحد من تأثير الأزمة المالية العالمية في الأسواق المالية الناشئة كسوق دبي المالي. مثلا تخفيض نسبة الحدود الدنيا لانخفاض أسعار الأسهم المسموح بها في جلسات التداول، وأيضا إلزام مجالس الإدارة للشركات بضرورة الإفصاح المستمر على جميع نشاطات الشركة للحد من تشاؤم المستثمرين الحاليين والمرتبين.

#### المصادر

##### أولا- المصادر العربية

1 الجرجوس، سراء سالم داؤد سليمان، (2008) "الأزمات المالية العالمية: قياس و محاكاة الأزمات مالية في بلدان عربية

مختارة"، مجلة تنمية الرافدين العدد (30)، جامعة الموصل، العراق.

2. الحسيني، فلاح حسن عداي، (1994). "سياسة توزيع الأرباح و أثرها على القيمة السوقية للأسهم"، أطروحة دكتوراه

في إدارة الأعمال، غير منشور، مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية .

3. الحناوي، محمد صالح ، العبد، جلال إبراهيم، (2007) "الإدارة المالية "مدخل القيمة و اتخاذ القرارات الدار الجامعة، الإسكندرية.

4. الشيخ، الداوي، (2009). " الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها" في إطار مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان، طرابلس لبنان.

5. العامري، الحاج محمد علي إبراهيم، (2001) " الإدارة المالية " ، جامعة بغداد، بغداد.

6. العامري، الحاج محمد علي إبراهيم، (2010) "الإدارة المالية المتقدمة" إثراء للنشر و التوزيع الأردن، مكتبة الجامعة،

الشارقة، بغداد.

7. غنيم، احمد محمد، (2008) الإدارة المالية مدخل التحويل من الفقر الى الثراء. المكتبة العصرية للنشر و التوزيع،

جمهورية مصر العربية.

8. كورتل، فريد. رزيق، كمال، (2009) "الأزمة المالية: أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، ورقة مقدمة الى المؤتمر

العلمي الثالث، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء.

9. هندي، منير إبراهيم، (2006) "أساسيات الاستثمار والتحليل الأوراق المالية، (الأسهم و السندات)"، الطبعة الثانية،

منشأة المعارف، الإسكندرية.

ثانياً-المصادر الأجنبية

10. Al - Mwalla, Mona and El-Khoury, Ritab,,( 1998) "Basis of Dividends Distribution Decision in Jordanian Corporations Listed in Amman Financial Market: A Field Study", Dirasat – Administration Science, University of Jordan, Vol.(25), No.2,.

11. Atrill, peter,(2006) "financial management for decision makers". 4<sup>th</sup> FT. Prentice , Hall- Pearson Education.

12. Brealey, Richard A .Myers, Stewart C. Marcus, Alan J.,( 2004) "Fundamentals Corporate Finance" 3<sup>th</sup>. Edition, McGraw -Hill-Irwin.

13. Darajan , Tomas J, Tbalino,( 1991) "Banking Crisis Cases and Issues" Library of congress cataloging in publication Data, U.S.A.

14. Deeptee, Purmessur Rajshree .Roshan, Boodhoo,( 2009) "Signaling Power OF Dividend On Firms Future Profits A Literature Review". Evergreen Energy-Internal Interdisciplinary Journal ,New York, March.

15. Gitman, Lawrence J. ,(2006) "Essentials OF Managerial Finance" 4<sup>th</sup>. Edition, Pearson Addison Wesley, Pearson International Edition,.

16. Groppelli, A.A. Nikbakht, Ehsan.,( 1995) "Finance" 3<sup>th</sup>. Edition, Barron's Educational Series, Inc.,.

17. Hampton , John J., (1996) "Financial Decision Making". 4<sup>th</sup>. Edition Prentice Hall, Inc., New Delhi.

18. Keown, Arthur J. Martin, John D. William Pertty, J. JR. Scott, David F. ,(2002) "financial management practice and applications" 9<sup>th</sup>. Edition, Prentice Hall-Pearson Education International.

19. Megginson, William L. Smart, Scott B. Gitman, Lawrence J.,( 2007) "Corporatr Finance" 2<sup>th</sup>. Thomson, Thomson South-Western.

20. Mishkin, Frederic S. Eaking, Stnley; G., (2000) "Financial Markets And Institution" 3<sup>rd</sup> ed Addison Wesley Longman, Inc ., U.S.A.
21. Mishkin, Frederic S. Eaking, Stnley; G., (2006) "Financial Markets And Institution". 5<sup>rd</sup> ed Pearson Education International.
22. Modigliani, Franco and Miller, Merton H., ( 1961) " Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares", The Journal of Business, Vol. XXXIV, No.4, October,.
23. Roa, R.K., (1992 ) "Fundamental Financial Management" \_ MaGMIL LAN\_Pub, Co.
24. Singh, Ajit, ( 1998) "Financial Crisis In The East Asia: The World of The Asian Model", Geneva: International Labour Office Development Policies Department, Discussion paper, No.24,.
25. Smart. Scott B. .Megginson, William. L." ,Lawrence J., (2004) "Corporatr Finance" 2<sup>th</sup>, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey,.
26. Weston, Fred J., Copeland, Thomas E. , (1986) "Management Finance" 8<sup>th</sup>. Ed., Chicago, The Dryden Press ,USA.