

**العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي  
للمشركة فى إطار تفسيرات نظريتى الوكالة والإشارة :  
دراسة تحليلية**

**إعداد**

**سامح عبد السلام مصطفى**

مدرس مساعد بقسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة أسيوط

**أ.د. نصر الدين محمد على هندی**

استاذ المحاسبة المساعد  
كلية التجارة - جامعة أسيوط

**أ.د. على نبوى على زين الدين**

أستاذ المحاسبة المساعد  
كلية التجارة - جامعة أسيوط

**د. بهاء الدين فوزى كمال الدين**

مدرس بقسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة أسيوط



**المخلص:**

يُعد الاختيار بين سياسات توزيع الأرباح من القرارات المهمة التي يترتب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية بالشركة، كما أن السياسة المتبعة تعطي إشارات حول الأداء والوضع المالية فيها، مما يجعلها تحظى دائماً بأهمية بالغة. لذلك؛ تستهدف الدراسة الحالية التعرف على طبيعة العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح والوضع المالي في الشركة، من خلال إجراء دراسة اختبارية على عينة من الشركات التي تعرضت للفشل يبلغ عددها (٤٣) شركة، ومجموعة أخرى مماثلة من الشركات المستمرة (كمجموعة ضابطة)، وتوصلت الدراسة إلى وجود اختلافات معنوية بين الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة من حيث سياسة توزيعات الأرباح، كما توصلت إلى وجود اختلافات معنوية بين الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة من حيث معدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة الملكية، وتوصلت الدراسة أيضاً باستخدام اختبار كروسكال والاس (*Kruskal-Wallis H-test*) إلى وجود فروق معنوية في الوضع المالي للشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل وفق سياسات توزيع الأرباح بالنسبة لمعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ونسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة تغطية إجمالي الديون، ونسبة الملكية، وصافي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، فيما لم تجد الدراسة علاقة ذات دلالة إحصائية بالنسبة لبقية المتغيرات.

## ١. مقدمة :

تتعلق سياسة توزيعات الأرباح بالاختيار ما بين قرار استبقاء الأرباح وتوزيعها، وتتضمن ثلاث قضايا جوهرية هي: النسبة من الأرباح الواجب توزيعها، وشكل هذه التوزيعات (نقدية أو إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية أو غير ذلك)، ومدى ثبات معدل التوزيع واستقراره، فمقدار الأرباح التي يتم توزيعها ومدى استقرارها وطريقة التوزيع المتبعة لها مدلولاتها المهمة لدى المستثمرين أثناء تقييمهم لظروف الشركة ومستقبلها، إذ تساهم في تشكيل صورة جيدة عنها، وتشجع مزيد من المستثمرين للاستثمار فيها، وتنعكس على قرارات سوق الأوراق المالية تجاه العرض والطلب على أسهمها. لذلك؛ يُعد الاختيار السليم لتلك السياسات من القرارات المهمة خصوصاً للشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية.

كما تؤدي سياسة توزيعات الأرباح من ناحية أخرى دوراً محورياً في تطوير وتشغيل الشركات؛ من خلال تأثيرها المباشر على هيكل الملكية ومصادر تمويل استثماراتها سواء من المصادر الداخلية أو من الأموال المقترضة، وتكلفة مصادر الأموال لديها، إلى جانب تأثيرها على التدفقات النقدية للشركة وسيولتها ومعدل نموها المستقبلي، وتوفير التمويل اللازم لتطويرها، ولهذا تعمل سياسة التوزيع على الموازنة ما بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر السهم.

وتسمح أيضاً للإدارة بتوزيع فائض الأرباح على المساهمين تلبيةً لرغباتهم في الحصول على دخول مناسبة؛ إذ تهدف سياسة التوزيع في الأساس إلى تعظيم ثروة المساهمين. لهذا؛ فإن اتجاهات وتفضيلات المساهمين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة تؤدي دوراً مهماً في التأثير على قرار الاختيار بين تلك السياسات، وكما تعتمد سياسة توزيعات الأرباح على خطط التنمية المتوقعة، فإنها تعتمد أيضاً على المفاضلة بين المصالح المباشرة للمساهمين والتطور المستقبلي للشركة، وتتأثر بأهداف الإدارة ومصالحها كما تتأثر كذلك بالحالة المالية التي تمر بها الشركة. بل يمكن القول أنها تشكل دليلاً للوضع السائد في الشركة، وليس أدل على ذلك من تغير تشكيلة السياسات المتبعة سنوياً واختلافها فيما بين الشركات، وإعادة النظر فيها باستمرار.

ولقد نُظمت الدراسة في خمسة أجزاء أساسية: يتناول الجزء الأول موضوع الدراسة وأهدافها وأهميتها، ويستعرض الجزء الثاني الكتابات والبحوث ذات الصلة، وفروض الدراسة والأسس التي تستند إليها، أما الجزء الثالث فيختص بعرض منهج الدراسة وعملياتها الإجرائية من خلال تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، ومجتمع وعينة الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة، ويُخصص الجزء الرابع للدراسة الاختبارية ويعرض نتائج اختبار الفروض، بينما يتناول الجزء الأخير مناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة.

## ٢ - موضوع الدراسة:

يمكن النظر إلى سياسة توزيع الأرباح من زاويتين؛ الزاوية الأولى تتعلق بتأثير قرار التوزيع على التمويل الذاتي للشركة، ومن ثمّ؛ على تمويل الاستثمارات من مصدر رخيص التكلفة. أما الزاوية الثانية فتتعلق بتأثير قرار توزيع الأرباح على سوق الأوراق المالية، لما له من أبعاد تتعلق بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين (الحاليين والمحتملين) حول وضعية وأداء الشركة، ويندرج تفسير هذا التأثير فيما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي (عبد القادر، وعيسى، ٢٠١٣: ١٣).

وترى نظرية الإشارة (*Signaling Theory*) أن الإدارة - في ظل حالة عدم تماثل المعلومات المتاحة - تسيطر على مصادر المعلومات وقنوات الاتصال، وتتحكم في المعلومات التي يتلقاها الطرف الخارجي وكيفية وتوقيت تلقيها أو استقبالها (Tennyson, et al., 1990: 392). وأن سياسات توزيع الأرباح تُعدّ واحدة من آليات تقليل التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والإدارة، لأنه في ظل هذا الوضع تنعدم الرقابة على أعمال الإدارة، مما يدفع الإدارة إلى استغلال النقدية لتوزيع الأرباح كوسيلة لتسكين النزاعات بينهم وبين حملة الأسهم.

بينما ترى نظرية الوكالة (*Agency Theory*) أن التعارض في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم يسفر عن وجود ما يسمى بتكلفة الوكالة، وأن هذه التكلفة يتم تداركها والتخفيف من آثارها من خلال سياسة توزيعات الأرباح. لذلك؛ يمكن القول أن نظرية الوكالة تتنبأ مقدماً بوجود ارتباط سلبي بين سياسة توزيعات الأرباح وعدم التماثل في المعلومات، عكس نظرية الإشارة التي تتنبأ بوجود ارتباط موجب بين سياسة توزيعات الأرباح وعدم التماثل هذا، وذلك لافتراضها قيام الإدارة بتوظيف سياسات توزيع الأرباح للإشارة إلى الوضع المالي الجيد للشركة وإمكاناتها النقدية.

وتتعدد السياسات التي تتبعها الشركات في توزيع الأرباح، وتتشعب دوافعها لتشمل أركان متعددة من أهمها: مدى قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية، والنمو المستقبلي المتوقع، والوضع الاقتصادي بشكل عام، إلى جانب توجهات الإدارة تجاه مصادر التمويل ومدى قدرتها على إعادة استثمار الأرباح وتحقيق عوائد متنامية، حيث تحدد الشركات عادة حجم وطريقة توزيع الأرباح بناء على جودة الأرباح ومدى توافر السيولة النقدية لديها علاوة على توقعاتها للأداء خلال الفترات التالية. لكن؛ هناك العديد من المتغيرات والعوامل المتشابكة التي تؤثر في تحديد الكم والكيف الذي تتم به التوزيعات، كما قد تستخدمها الإدارة لإيصال مغزى معين. لذلك؛ فإن اختيار سياسة توزيعات الأرباح ليست بالمهمة السهلة لكونها تشكل التزاماً ضمناً بالحفاظ على مستوى معين من التوزيعات المستقبلية توجي إلى المستثمرين بمعلومات معينة تؤثر على توقعاتهم وتقييماتهم لمستقبل الشركة.

ومنطقيًا؛ إذا ما كانت سياسات توزيع الأرباح تتأثر بالعديد من المتغيرات والعوامل المتشابكة، فإنها تتأثر بالطبع بالوضع المالي للشركة، بل يمكن القول أن ثمة علاقة مسبقة بين تلك السياسات وما تمر به الشركة، حتى ولو حاولت الإدارة عمداً التعتيم على هذا الوضع باستغلال توزيعات الأرباح وفق تفسيرات نظرية الإشارة، أو استخدامها في التخفيف من صراعات الوكالة وفق تفسيرات نظرية الوكالة في محاولة لصرف الأنظار عما تتعرض له الشركة. لذلك؛ من المتوقع أن يكشف تحليل سياسات توزيع الأرباح عن معلومات فريدة ومميزة يمكن استخدامها لوصف ما وصلت إليه الشركة.

وعليه؛ تتمثل المشكلة البحثية التي تتناولها الدراسة الحالية في تحديد طبيعة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والوضع المالي للشركات من حيث الاستمرار وال فشل الفعلي كما تعكسه المؤشرات المالية بهدف تفسير دوافع السياسات المتبعة في ضوء افتراضات نظرية الوكالة والإشارة. ويمكن صياغة المشكلة البحثية للدراسة في التساؤل الرئيس التالي: هل يمكن أن يؤدي تحليل سياسة توزيعات الأرباح دوراً في الكشف عن طبيعة العلاقة بين تلك السياسات والوضع المالي للشركة بهدف تفسير دوافع السياسات المتبعة؟ وتسعى الدراسة للإجابة على هذا التساؤل من خلال الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- هل تتباين سياسات توزيعات الأرباح فيما بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة؟
- هل يمكن أن يوفر تحليل سياسات توزيعات الأرباح دوراً في الكشف عن الحالة المالية للشركة تؤكد أو تنفي قدرتها على الاستمرار؟
- هل توجد علاقة بين سياسات توزيع الأرباح والوضع المالي في الشركات؟ وما هي المؤشرات المالية المحددة أو المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح؟
- هل يمكن أن يُسهم الوضع المالي في الشركات المستمرة بالمقارنة مع الشركات التي تعرضت للفشل في تفسير دوافع سياسة توزيعات الأرباح؟

### ٣- أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ١/٣ تحليل سياسة توزيعات الأرباح، وقياس معنوية الاختلاف بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة فيما يتعلق بالسياسات المتبعة.
- ٢/٣ تحليل الوضع المالي في الشركات محل الدراسة، وقياس معنوية الاختلاف بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة فيما يتعلق بالمتغيرات المالية المختارة.

٣/٣ دراسة طبيعة العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والوضع المالي للشركات المستمرة وتلك التي تعرضت للفشل الفعلي؛ لتقديم دليلاً إضافياً حول علاقة حالة الشركة من حيث الاستمرار والفشل بسياسة توزيعات الأرباح.

#### ٤- أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من كونها تأتي استكمالاً لمجموعة من الدراسات التي استهدفت تحليل والبحث في سياسات توزيع الأرباح، ومن الناحية النظرية تسهم الدراسة في إثراء أدبيات نظرية الوكالة ونظرية الإشارة التي تفسر دوافع سياسات توزيع الأرباح، كما تسهم في التوصل إلى بعض العوامل المؤثرة فيها من خلال فحص طبيعة العلاقة بين تلك السياسات والخصائص المختلفة للشركة باستخدام مجموعة مختارة من المؤشرات المالية التي تعكس ربحية الشركة، وسيولتها، وحجم مديونيتها، وقدرتها التشغيلية وفرص نموها.

#### ٥- الجهود البحثية السابقة وفروض الدراسة:

##### ١/٥ سياسة توزيعات الأرباح على المساهمين:

يتعلق جوهر سياسة توزيعات الأرباح بقرار تقسيم الأرباح الصافية للشركة بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة، وتُعد المفاضلة بين هذين الاختيارين أو الموازنة بينهما من القرارات المهمة (الميداني، ٢٠١٠)؛ فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توافر السيولة الكافية لذلك، كما يعني - ضمناً - أنه ليس لدى الإدارة فرص للاستثمار في المستقبل، أما احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فيعطي مؤشرات أن هناك استثمارات وفرص لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات رابحة تسعى إلى تمويلها مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم (حمدان، ٢٠١٤: ٦٤). ويُعد التمويل بالأرباح المحتجزة أرخص مصادر التمويل بالملكية، وقد يكون المصدر الوحيد لتمويل الشركة إذا كانت فرص دخولها الأسواق المالية محدودة.

وهناك مجموعة من الأنماط لسياسة توزيع الأرباح يمكن اتباعها في هذا الشأن، أولها اتباع سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع، وتحقق هذه السياسة الاستمرارية في التوزيعات لكنها متقلبة من فترة لأخرى تبعاً لحجم الأرباح. أما الانتظام في التوزيعات، فيحققها اتباع الشركة لسياسة توزيع أرباح منتظمة بغض النظر عن حجم الأرباح المتحققة، أو قد تلجأ الشركة إلى اتباع سياسة توزيع الأرباح المتبقية إذا كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتوزع ما تبقى من الأرباح (عواد، ٢٠١١). كما قد تأخذ أشكالاً أخرى كإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية (أسهم المنحة) أو تجزئة الأسهم، فضلاً عن إمكانية الجمع بين بعض تلك السياسات. وتعكس توزيعات الأسهم المجانية استراتيجية النمو في الشركة، وتساعد على

الاحتفاظ بالسيولة النقدية كما تسهم في توسيع قاعدة الملكية وإعادة استثمار الأرباح بما يعظم من حقوق المساهمين وثرواتهم ويوفر على الشركة أعباء الاقتراض.

وحول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للشركة وأسعار الأسهم، توجد ثلاث نظريات؛ لتفسير تلك العلاقة وتختلف حولها الآراء في الأوساط العلمية الأكاديمية بين مؤيد ومعارض؛ ومن بين تلك النظريات نظرية "أثر محتوى المعلومات على المستثمرين" والتي تفسر توزيعات الأرباح باعتبارها إشارة عن توقع الإدارة لأرباحها في المستقبل؛ فتوزيع الأرباح بما يفوق المتوقع يعني أن إدارة الشركة لديها رؤى مستقبلية حول زيادة الأرباح، كما أن لديها القدرة أيضاً على المحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم، والعكس صحيح إذا ما وزعت الشركة أرباحاً أقل من المتوقع (حمدان، ٢٠١٤: ٦٤).

ومن ناحية أخرى، وُجد العديد من العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، فنمّة علاقة إيجابية بين حجم الشركة وربحيته ونسب نموها وتوزيعات الأرباح، بينما تؤثر المديونية والمخاطرة بشكل سلبي على التوزيعات، في حين أن أصول الشركة وسيولتها لم يكن لهما تأثير في توزيعات الأرباح في السوق المالية السعودية (Salameh et al, 2012)، وتوصلت دراسة AI- (2012) Kuwari، أن التوزيعات في سوق الكويت تهدف إلى تخفيض نزاع الوكالة وتعارض المصالح وحماية حقوق الأقلية وتجنب استغلالهم.

وكشفت نتائج دراسة (Al-Mutairi and Al-Omar, 2009) عن أن توزيعات الأرباح في سوق الكويت المالية تتأثر طردياً بكل من العائد على الأسهم، والتوزيعات النقدية للفترة السابقة، ثم حجم الشركة. وتوصلت دراسة (Bouresli and Abdulsalam, 2005) أن الشركات الكويتية الموزعة للأرباح تميزت بأنها الأعلى ربحية، وذات نسب سوقية إلى دفترية أعلى، والأكثر نمواً، والأكبر حجماً، والأقل مديونية، كما أشارت نتائجها إلى أن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية. بينما أوضحت دراسة (Al-Malkawi, 2007) أن لحجم الشركة وعمرها وربحيته علاقة إيجابية بتوزيعات الأرباح، وتوصلت إلى أن للرافعة المالية علاقة عكسية بتوزيعات الأرباح، وخلصت إلى دعم نظرية الوكالة والاتساق مع نظرية أولويات التمويل، بينما لم تدعم ارتباط عدم التماثل في المعلومات المتاحة بتلك التوزيعات.

وعلى صعيد آخر؛ هل يمكن أن تتأثر سياسة توزيعات الأرباح بممارسات إدارة الأرباح؟ توصلت دراسة (Syed et al, 2010) وعود (٢٠١١) إلى عدم تأثر سياسات توزيع الأرباح بممارسات إدارة الأرباح؛ فالشركات التي تمارس إدارة الأرباح تظهر أرباحاً مرتفعة لا يقابلها تدفقات نقدية فعلية، لذا تنأى بنفسها عن توزيعات الأرباح، لعدم توافر السيولة الكافية لديها من جهة، ولضمان عدم تعرضها إلى أزمات مالية جراء توزيع أرباح وهمية. بينما توصلت دراسة (Hamdan, 2010) إلى وجود علاقة موجبة بين إدارة الأرباح وتوزيعات الأرباح في الشركات الصناعية المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية.



وفيما يتعلق بتأثير سياسة توزيعات الأرباح على السلوك التمويلي للشركات؛ هناك العديد من النظريات المفسرة والمؤيدة لتلك الفكرة وأخرى معارضة، حيث تشير نظرية تسلسل مصادر التمويل إلى أن الشركات التي لديها مستويات أعلى من المعلومات غير المتماثلة (أي مستويات أدنى من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) هي أكثر عرضة للاستثمار فيها، وللسيطرة على وضع الاستثمارات هم أكثر عرضة لخفض توزيعات الأرباح، لكن يمكن القول أن هذا التأثير يتوقف على مستوى كفاءة السوق، ورشادة المستثمر، كما وأن العلاقة بين أرباح الأسهم ومستويات المعلومات المستقبلية (كمقياس لعدم التماثل في المعلومات) مازالت في حاجة إلى مزيد من الدراسات المستقبلية.

### ٢/٥ سياسة توزيعات الأرباح في إطار تفسيرات نظرية الوكالة والإشارة:

يوجد العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك الإدارة تجاه سياسة توزيعات الأرباح، واختلفت هذه النظريات بين مؤيدة ومعارضة وحيادية تجاه أثر سياسة توزيعات الأرباح على قيمة الشركة، وهذه النظريات في مجملها محاولة لدراسة الجدل الموجود حول سياسة توزيعات الأرباح اعتماداً على فرضيات تسمح لكل منها بتبرير موقفها، ولا يمكن تجاهل واقعية فرضيات بعض هذه النظريات. وترى نظرية حيادية سياسة توزيعات الأرباح لـ Modigliani and Miller أن قرار توزيع الأرباح ليس له تأثير على القيمة السوقية للشركة، لأن هذه القيمة تتوقف على الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، وأن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين، وبالتالي فإن سياسة توزيعات الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر الأسهم، وأن احتجاز الأرباح أو توزيعها لا يؤثر على قرار المستثمر.

بينما ترى نظرية الإشارة أن المعلومات التي يملكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، حيث يعرف أصحاب العجز المالي احتياجاتهم أكثر من أصحاب الفائض، وفي سبيل بحثهم عن مصادر التمويل المناسبة، يقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على جودة مركزهم المالي وقدرتهم على التسديد في المستقبل، بينما يبحث أصحاب الفائض عن الاستثمار المناسب لفوائضهم المالية (بريش، وعيسى، ٢٠١٣: ١٦). ووفق افتراضات نظرية الإشارة تقوم الإدارة باستعمال أرباح الأسهم للاستثمار أو الاستدانة من خلال إعلام المستثمرين والمقرضين بالوضع المالية للشركة، لكن في كل إشارة تتحمل الإدارة تكاليف، وهذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للشركات ذات الوضع المالية غير الجيدة مقارنة بغيرها، وتدور الفكرة الرئيسية حول قيام الإدارة بتعديل سياسة توزيعات الأرباح بغية الإشارة إلى الوضع المالية الحالية أو المستقبلية للشركة، فارتفاع أرباح الأسهم يعني أن الإدارة تتوقع تحسن في التدفقات النقدية وانخفاضها يعني العكس.

وتوصلت دراسة (Laux et al., 1998) إلى أن درجة الاستجابة للانخفاض في أرباح الأسهم أقوى من تأثير زيادة الأرباح، وأن التغيير في الأرباح يعطي معلومات عن الشركة، حيث يفهم منه حدوث تغير في مستوى المخاطر التي تتعرض لها. لذلك، يمكن القول أن التغيير في أرباح السهم يعطي معلومات عن الشركة المعنية، وأن ردة الفعل نتيجة التغيير في الأرباح تتعلق بخصائص هذا التغيير والشركة المعنية، ومن خلال دراسة هذه التغييرات يمكن تحديد المعلومة المراد توصيلها للمستخدمين، وأشارت الدراسة إلى أن التغييرات غير المتوقعة في سياسة توزيعات الأرباح تُفسر في سوق المال بأن هناك تغيراً في كفاءة توليد التدفقات النقدية المستقبلية.

وفي إطار نظرية الوكالة؛ تقل تكلفة الوكالة بزيادة نسبة توزيعات الأرباح، كما تُعد توزيعات الأرباح مؤشراً على سلامة الوضع المالي للشركة، لهذا؛ تلجأ الإدارة إلى البحث عن نسبة توزيعات المناسبة لتحقيق هذا الهدف، بينما ترى نظرية التفضيل الضريبي أن سياسات توزيع الأرباح تُبنى على اعتبارات ضريبية، حيث ينتج عن اختلاف الضرائب بين المساهمين اختلاف في نوعية مساهمي الشركة (عبد القادر، وعيسى، ٢٠١٣: ١٤)، أي أنه في حالة ارتفاع الضرائب يفضل المستثمر إعادة استثمار الأرباح وليس الحصول عليها، كما يفضل الشركات التي توزع نسبة أقل من الأرباح، نظراً إلى أن الضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة عند بيع الأسهم.

ويرى أنصار مدخل تكلفة الصفقات أن الشركة يمكنها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها وتوزيع الأرباح فقط في حالة عدم الحاجة إليها وعدم وجود فرص استثمارية، إذ تلجأ إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، وتستهدف تجنب الوقوع في العسر المالي، وتأمين احتياجات تمويل عمليات البحث والتطوير (عبد القادر، وعيسى، ٢٠١٣: ١٥).

### ٣/٥ التباين في سياسات توزيع الأرباح فيما بين الشركات:

تؤكد نظرية الوكالة ونظرية الإشارة أن الشركات تتبنى السياسات المحاسبية الملائمة لها والتي تحقق أهدافها (Watts and Zimmerman, 1990)، وأن هذه الأهداف تتأثر غالباً بأهداف الإدارة ومصالحها أكثر من تأثرها بأهداف أصحاب المصالح والأطراف ذات العلاقة. وبالتطبيق على سياسات توزيع الأرباح؛ فإنها تُعد من بين القرارات المالية والاستراتيجية المهمة في الشركة، وتخضع غالباً لاعتبارات وعوامل عدة منها أرباح الشركة ووضعها المالي وحالة السوق والمناخ الاقتصادي العام وتحليل الفرص الاستثمارية واحتياجات الشركة في إعادة الاستثمار، والمتطلبات النقدية والرأسمالية، والاعتبارات القانونية والنظامية، وأي قيود قد تُفرض على التوزيع بموجب اتفاقيات القروض التمويلية التي تنوي الشركة الدخول فيها، فضلاً عن اعتبارات أخرى كتكلفة الوكالة، والضرائب، ومدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيعات الأرباح.

وحاولت العديد من النظريات تفسير سلوك الإدارة تجاه سياسة توزيعات الأرباح كنظرية الوكالة، والحيادية، والتفضيل الضريبي، وتكاليف الصفقات وأخيراً نظرية الإشارة، لكنها اختلفت بين مؤيدة ومعارضة وحيادية تجاه أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة الشركة (عبد القادر، وعيسى، ٢٠١٣: ١٢). وكذلك علاقة تلك السياسات بالحالة المالية لها. وتؤكد نتائج دراسة Bathala and Rao (1995) أن سياسات توزيع الأرباح واحدة من الآليات الفعّالة التي يمكن استخدامها لتخفيف صراعات وكالة المصالح داخل الشركة، وأن الشركات تتبنى بشأن توزيع الأرباح السياسات التي تتناسب مع الحالة التي تمر بها، وتوصلت دراسة (Zhong 2016) إلى وجود علاقة طردية موجبة بين نسب توزيعات الأرباح وبين الربحية والسيولة والقدرة التشغيلية؛ ووجود علاقة عكسية سالبة بين نسب تلك التوزيعات ومستويات المديونية والقدرة على النمو والتوسع.

وبما أن الشركات المفلسة تتسم بانخفاض مستويات الربحية المحققة - إن لم يكن تحقيق خسائر متتالية - وانخفاض نسب السيولة فيها وانخفاض القدرة التشغيلية مع ارتفاع مستويات المديونية، إذن فمن المتوقع أن تتسم الشركات المفلسة بانخفاض نسب توزيعات الأرباح أو استبقائها كلية ما لم يكن ذلك التخفيض أو الاستبقاء بسبب الفرص الاستثمارية أو التوسعات الرأسمالية أو الأهداف التنموية. بل من المتوقع أن تُحجم الشركات التي تتعرض للفشل عن توزيع الأرباح على حملة الأسهم لسنوات متتالية.

وبما أن الواقع العملي يشير إلى وجود فروقات واضحة بين الشركات المختلفة في السياسات المتبعة بشأن توزيع الأرباح، وأن تلك السياسات قد تختلف من وقت لآخر للشركة ذاتها. وبما أن دراسة (Shirata and Sakagami 2009) قد خلّصت إلى أن قسم سياسات توزيع الأرباح في التقرير السنوي يتضمن تفسيراً فريداً للمركز المالي للشركة. لذلك؛ من المتوقع وجود فروقات واضحة بين الشركات المستمرة والشركات التي تتعرض للفشل في سياسات توزيع الأرباح مصدرها اختلاف الوضع المالي بينهما، نظراً إلى أنه يمكن استخدام سياسة توزيعات الأرباح في إرسال رسائل ضمنية موجهة إلى المساهمين، وقد يكشف نتائج تحليل سياسات توزيع الأرباح عن مدى التباين بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة في اختيار السياسة المتبعة، ويمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

**H<sub>1</sub>**: توجد اختلافات جوهرية بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث سياسات توزيع الأرباح على حملة الأسهم.

## ٤/٥ التباين في الوضع المالي تبعاً للحالة التي تمر بها الشركة:

إن فشل الشركات وتعرسها يمكن ملاحظته من مظاهر عديدة، تُستخدم كمؤشرات للاسترشاد بها في متابعة الشركات المختلفة، وقد توفرت أدلة تجريبية من خلال العديد من الدراسات على أن مستويات الربحية والسيولة والمديونية هي من العوامل المؤثرة والمحددة لفشل الشركات واستمراريتها، حيث أظهرت نتائج دراسة (Zhong, 2016) أن الربحية والسيولة لهما تأثير إيجابي على نسبة توزيعات الأرباح، بينما تؤثر مستويات الديون تأثيراً سلبياً على معدل دفع أرباح الأسهم، وأن المقدرة التشغيلية والمقدرة على النمو ليس لهما تأثير كبير على نسبة توزيعات الأرباح.

ويستهدف هذا المحور قياس معنوية الاختلافات بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث النتائج المالية كما تعبر عنها المؤشرات المالية بغرض التعرف على طبيعة العلاقة خصائص الشركات المتمثلة في الربحية والسيولة والمديونية والقدرة التشغيلية والحالة المالية التي تمر بها من حيث الاستمرار والفشل، وذلك لتحديد أي من المؤشرات المالية يختلف معنوياً فيما بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة، تمهيداً لدراسة طبيعة العلاقة بين مجموعة المؤشرات المالية وسياسة توزيعات الأرباح الفعلية في تلك الشركات وتحديد مدى الاتفاق بين تلك المؤشرات من حيث التأثير في حالة الشركة والتأثير في سياسة توزيعات الأرباح، وتحليل الترابط والاتساق بين التغير في الظروف المالية وحالة الشركة وسياسة توزيعات الأرباح المتبعة، وينص الفرض على أنه:

**H<sub>2</sub>**: توجد اختلافات جوهرية بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث الوضع المالي المتحقق في السنة الأولى قبل الفشل.

## ٥/٥ العلاقة بين الوضع المالي للشركة وسياسات توزيع الأرباح:

تُلَقَى العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والمعلومات المالية كثيراً من الاهتمام، إذ تمثل سياسة توزيع الأرباح أحد الأدوات المهمة والفعّالة في يد الإدارة والتي يمكن من خلالها تشكيل انطباعات مستخدمي التقارير المالية عن حالة الشركة وأدائها. فوفق افتراضات نظرية الإشارة (*Signaling Theory*) تعطي توزيعات الأرباح إشارات إيجابية ومباشرة عن النتائج المستقبلية، وبصفة خاصة عند اتصاف السوق بعدم الكفاءة، حيث ترى نظرية الإشارة أن الإدارة تستخدم سياسة توزيعات الأرباح في التأثير على القيمة السوقية للأسهم، من خلال استخدامها في إرسال إشارات يتم ترجمتها على أن الشركة تتمتع بأداء جيد، مما يترتب عليه ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، ولعل ذلك يُعزى إلى رغبة الإدارة في تحقيق أو تعظيم بعض المنافع الشخصية.

هذا؛ وتمثل توزيعات الأرباح وسيلة يمكن للشركات من خلالها توزيع الفائض لديها، وتعد ربحية الشركة واحدة من أهم العوامل المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح، وتوصلت دراسة Zhong (2016) إلى أن الشركات ذات مستويات الربحية العالية هي أكثر عرضة لارتفاع معدل توزيعات الأرباح لاستقرار الفوائض لديها على المدى الطويل، بينما الشركات ذات مستويات الربحية المنخفضة أو غير المستقرة هي أكثر عرضة لانخفاض معدل توزيع الأرباح. وتتمثل المؤشرات التي تعكس ربحية الشركة في الدراسة الحالية في معدل العائد على إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب.

ويمكن توقع أن الشركات التي لديها مستويات سيولة عالية تميل أكثر من غيرها إلى توزيع أرباح نقدية، على عكس الشركات ذات مستويات السيولة الأقل، وتتمثل المؤشرات التي تعكس سيولة الشركة في الدراسة الحالية في نسبة التداول، وصافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول، والوزن النسبي للنقدية إلى إجمالي الأصول. كذلك؛ عندما يكون لدى الشركة مستويات مرتفعة من الديون تختار غالباً سياسة عدم توزيع الأرباح، لأن معظم الفائض لديها سيتم استخدامه في خدمة وسداد الديون. لذلك؛ من المتوقع أن الشركات ذات مستويات الديون المرتفعة ستميل إلى عدم توزيع الأرباح. وتتمثل المؤشرات التي تقيس الرافعة المالية للشركة في الدراسة الحالية في نسبة الاقتراض إلى إجمالي الديون، ومعدل التمويل بالديون، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة تغطية إجمالي الديون، ونسبة الملكية، ومعدل الاقتراض إلى حقوق الملكية.

وتمثل القدرة التشغيلية قدرة الشركة على استخدام الأموال، وتعكس مدى كفاءة دوران أموال الشركة، وتستخدم الشركة ذات القدرة التشغيلية المرتفعة مقدار أقل من الأموال لتلبية احتياجاتها التمويلية، ومن ثمّ فإنه يمكن توزيع فائض أكثر للمساهمين، لكن في أكثر الأحيان يكون لديها معدل أعلى لتوزيعات الأرباح، تختبر الدراسة هذه العلاقة من خلال نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول، ومعدل دوران الأصول المتداولة كمؤشر للقدرة التشغيلية في الشركة.

وهذا يعني؛ أن سياسات توزيع الأرباح تعكس الحالة التي تمر بها الشركة، ومن المتوقع وجود علاقة معنوية بين سياسات توزيع الأرباح من ناحية والحالة المالية من ناحية أخرى. ويختبر الفرض الثالث العلاقة بين الوضع المالي للشركة معبراً عنه بالمتغيرات المالية وسياسة توزيعات الأرباح وفق الصياغة التالية:

H<sub>3</sub>: توجد فروق معنوية في الوضع المالي المتحقق في الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في السنة الأولى قبل الفشل وفق سياسات توزيع الأرباح المتبعة.

## ٦- منهج الدراسة وعملياتها الإجرائية:

يتناول هذا الجانب من البحث متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ومجتمع وعينة الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة، وذلك على النحو التالي:

### ١/٦ متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

تنطوي فروض الدراسة على ثلاثة أنواع من المتغيرات، حيث تمثل المتغيرات المالية التي تقيس الوضع المالي للشركة المتغير المستقل بالدراسة، وتمثل سياسات توزيع الأرباح المتغير التابع وهو من المتغيرات الصورية متعددة الفئات حيث يأخذ أربع قيم مختلفة هي (١، ٢، ٣، ٤)، في حين تمثل حالة الشركة ما بين الاستمرار والفشل أحد المتغيرات الضابطة (الرقابية) التي تستخدمها الدراسة، وفيما يلي التعريفات الإجرائية لهذه المتغيرات وكيفية قياسها.

### ١/١/٦ المتغير المستقل: (المتغيرات المالية)

ترتكز الدراسة على مجموعة من المتغيرات المالية كمتغيرات مستقلة بغرض قياس خصائص الشركات المتعددة، وتتمثل الخصائص المعنية بالدراسة في: الربحية والسيولة والمديونية والقدرة التشغيلية والقدرة على النمو والتوسع والتناسق في الهيكل التمويلي والاستثماري في الشركة، حيث أثبتت الدراسات السابقة تأثير هذه الخصائص في قدرة الشركة على الاستمرار من خلال وجود علاقات ارتباط معنوية (موجبة - سالبة) بينها وبين الحالة التي تمر بها.

ويبلغ عدد المتغيرات المالية التي اعتمدت عليها الدراسة (١٥) متغيراً، تم اختيارها حسب عدد مرات الاستعانة بها في دراسات التنبؤ بالفشل وفق نتائج دراسة: Bellovary et. al., (2007). وتم ترتيب المتغيرات المالية حسب مرات استخدامها من قبل تلك الدراسات تنازلياً بدءاً من الأكثر إلى الأقل استخداماً. ويعرض الجدول التالي رقم (١) المتغيرات المالية المستخدمة في الدراسة وطريقة حسابها.

### ٢/١/٦ المتغير التابع: (سياسات توزيع الأرباح)

تمثل سياسات توزيع الأرباح المتغير التابع بالدراسة. ويأخذ هذا المتغير شكل المتغيرات الصورية (*Dummy Variables*)، ويستخدم بغرض تصنيف عينة الدراسة حسب السياسات المتبعة لتوزيع الأرباح، إذ يعبر عن السياسات الفعلية المتبعة في الشركة (DIVID)، حيث (١) لحالة توزيعات الأرباح النقدية سواء كانت جزئية (مؤقتة) أو كاملة (نهائية) (dividend)، و(٢) لحالة إعادة شراء الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية (stock buy-back)، و(٣) لحالة الجمع بين التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية (stockdivid)، و(٤) لحالة عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم (no dividend).

### ٣/١/٦ المتغير الضابط:

تساعد المتغيرات الضابطة أو الرقابية (*Control Variables*) في ضبط العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، وجعلها في صورتها الأقرب إلى الواقع؛ من خلال تقليل نسبة الخطأ

العشوائي، مما يسهم في تمثيل المتغير التابع بشكل أفضل. وتستخدم الدراسة متغير حالة الشركة (STATUS) كأحد المتغيرات الضابطة أو الرقابية بغرض تصنيف عينة الدراسة من حيث الاستمرار وال فشل الفعلي إلى شركات تعرضت للفشل وخرجت من دائرة النشاط وأخرى مستمرة، ويأخذ هذا المتغير شكل المتغيرات الصورية (*Dummy Variables*)، حيث (صفر) لحالة استمرارية الشركة (health)، و(١) لحالة حدوث الفشل الفعلي أي الشركات التي تعرضت للفشل (fail).

جدول رقم (١): المتغيرات المستقلة

م	المتغير	تعريف المتغير	طريقة حساب المتغير	التصنيف	الإشارة المتوقعة	عدد الدراسات
١	X1	العائد على إجمالي الأصول	صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب ÷ إجمالي الأصول	لقياس الربحية	(+/-)	٥٤
٢	X2	نسبة التداول (نسبة السيولة العامة)	الأصول المتداولة ÷ الالتزامات المتداولة	لقياس السيولة	(+/-)	٥١
٣	X3	صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول	رأس المال العامل ÷ إجمالي الأصول	لقياس السيولة	(+/-)	٤٥
٤	X4	الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول	الأرباح المحتجزة ÷ إجمالي الأصول	من النسب الهيكلية	(+/-)	٤٢
٥	X5	معدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (القوة الإيرادية الأساسية)	الدخل قبل الفوائد والضرائب ÷ إجمالي الأصول	لقياس الربحية	(+/-)	٣٥
٦	X6	نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول	إجمالي الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل ÷ إجمالي الأصول	لقياس الرفع المالي	(+/-)	٢٧
٧	X7	معدل التمويل بالديون	إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول	لقياس الرفع المالي	(+/-)	١٩
٨	X8	الوزن النسبي للنقدية إلى إجمالي الأصول	النقدية وما في حكمها ÷ إجمالي الأصول	لقياس السيولة	(+/-)	١٨
٩	X9	نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ إجمالي الأصول	لقياس القدرة التشغيلية	(+/-)	١٥
١٠	X10	معدل تغطية الالتزامات المتداولة	الالتزامات المتداولة ÷ إجمالي الأصول	لقياس الرفع المالي	(+/-)	١٣
١١	X11	نسبة تغطية إجمالي الديون	التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ إجمالي الديون	لقياس الرفع المالي	(+/-)	١٢
١٢	X12	معدل دوران الأصول المتداولة	صافي إيرادات المبيعات ÷ الأصول المتداولة	لقياس القدرة التشغيلية	(+/-)	١٠
١٣	X13	نسبة الملكية	صافي حقوق الملكية ÷ إجمالي الأصول	لقياس الرفع المالي	(+/-)	٨
١٤	X14	معدل الاقتراض إلى حقوق الملكية	إجمالي الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل ÷ صافي حقوق الملكية	لقياس الرفع المالي	(+/-)	٨
١٥	X15	صافي حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات	صافي حقوق الملكية ÷ إجمالي الالتزامات	من النسب الهيكلية	(+/-)	٦

## ٢/٦ مجتمع وعينة الدراسة:

تعتمد الدراسة الاختبارية على عينة من التقارير المالية لمجموعتين من الشركات، تعرضت إحداها للفشل أو الإفلاس وتمثل العينة التجريبية ويبلغ عددها (٤٣) شركة، ومجموعة أخرى مماثلة من الشركات التي لم تتعرض للفشل أو الإفلاس خلال الفترة ذاتها وتمثل العينة الضابطة أو الرقابية ويبلغ عددها (٤٣) شركة. وتم الاعتماد على التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات المساهمة العامة المقيدة في بورصة لندن للأوراق المالية خلال الفترة من يناير (٢٠١٠) إلى أغسطس (٢٠١٤) باعتبارها مجتمع الدراسة، حيث تتوافر التقارير المالية للشركات التي تعرضت للفشل أو الإفلاس خلال الفترة المشار إليها. وكان الاختيار وفق مجموعة محددة من المعايير هي: التماثل في طبيعة النشاط، وسوق التداول، والتقارب في سنة التأسيس، وحجم الأصول، وتوافر البيانات لذات السنة المالية، ويعرض ملحق الدراسة رقم (١) عيني الدراسة التجريبية والضابطة.

## ٣/٦ الأساليب الإحصائية المستخدمة:

تم تبويب وجدولة البيانات وتحليلها باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية *SPSS/PC+(Version 15)*. وتطلب إجراء التحليل واختبار فروض الدراسة تطبيق الأساليب الإحصائية التالية:

- مقاييس الإحصاء الوصفية (*Descriptive Statistical Measures*): المتمثلة في التكرارات والمتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة لإعطاء نتائج مبدئية حول هذه المتغيرات.
- اختبار مربع كاي (*Chi-square test*) للاستقلالية: حيث يُستخدم لدراسة العلاقة بين متغيرين فئويين، ويقارن هذا الاختبار مرات تكرار الحالات الموجودة في الفئات المتنوعة لمتغير واحد على مدار الفئات المختلفة لمتغير آخر، وتم استخدامه لقياس معنوية الاختلافات بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث سياسات توزيع الأرباح.
- اختبار مان ويتني (*Mann Whitney*): وهو اختبار لا معلمي تم استخدامه لتحديد معنوية الفروق بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل الفعلي حول متغيرات الدراسة.
- اختبار كروسكال والاس (*Kruskal-Wallis H-test*): وهو اختبار لا معلمي تم استخدامه لتحديد معنوية الفروق بين سياسات توزيع الأرباح من حيث الوضع المالي للشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل الفعلي مقاساً بالمتغيرات المالية.
- معامل ارتباط بيرسون (*Pearson Correlation*): وهو اختبار معلمي تم استخدامه لمعرفة علاقة الاقتران بين كل متغيرين من متغيرات الدراسة.



## ٧. نتائج اختبار فروض الدراسة:

١/٧ نتائج اختبار الفرض الأول: (التباين في سياسات توزيع الأرباح):

يستهدف هذا الفرض قياس معنوية الاختلافات بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث سياسات توزيع الأرباح بغرض التعرف على طبيعة العلاقة بين السياسات المتبعة بشأن توزيع الأرباح والحالة المالية للشركة من حيث الاستمرار والفشل. وينص الفرض على أنه:

$H_1$ : توجد اختلافات جوهرية بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث سياسات توزيع الأرباح على حملة الأسهم.

ويعتمد اختبار هذا الفرض على تحليل السياسات الفعلية المتعلقة بتوزيعات الأرباح للسنة المالية التي تسبق الفشل والمتبعة من قبل الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة، ثم تصنيف الشركات بناء على السياسة الفعلية المتبعة في أربع مجموعات هي: الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية جزئية (مؤقتة) أو نهائية (كاملة) على حملة الأسهم (dividend)، والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية على حملة الأسهم (stock buy-back)، والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية (stock buy-back + dividend)، وأخيراً الشركات التي أحجمت عن توزيع أي أرباح (no dividend). وكانت نتائج اختبار الفرض كما يلي:

## جدول رقم (٢)

اختبار تأكيد معنوية الاختلافات بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث سياسات توزيع الأرباح (نتائج اختبار Chi-Square)

نسبة المشاهدات من حيث الحالة (STATUS)		السياسات الفعلية المتبعة بشأن توزيع الأرباح
الشركات الفاشلة	الشركات المستمرة	
٢٣,٣ %	٣٤,٩ %	توزيع الأرباح النقدية (جزئية - نهائية)
٤,٧ %	١٤,٠ %	إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية
١٤,٠ %	٢٠,٩ %	الجمع بين التوزيع النقدي وإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية
٥٨,١ %	٣٠,٢ %	عدم توزيع أرباح
١٠٠ %	١٠٠ %	إجمالي المشاهدات
		Pearson Chi-Square
		٧,٣٨٩
		مستوى الدلالة
		٠,٠٠٦
		نوع الاختلاف
		معنوي **

\*\* مستوى الدلالة (P-value) > ٠.٠٥

المصدر: التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة.

- ويتضح من بيانات الجدول السابق رقم (٢) ما يلي:
- توجد فروق معنوية بين الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة من حيث السياسات الفعلية المتبعة بشأن توزيع الأرباح؛ إذ بلغت قيمة مربع كاي (٧,٣٨٩) ومستوى الدلالة (٠,٠٠٦) وهو أصغر من قيمة معامل ألفا البالغة (٠,٠٥). لذلك؛ يمكن التوصل إلى أن نتيجة اختبار الفرض ذات دلالة إحصائية.
  - اعتمدت الشركات المستمرة على توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) بنسبة ٣٤% من إجمالي السياسات المتبعة في تلك الشركات خلال العام، بينما كان الاعتماد على توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) في الشركات التي تعرضت للفشل بنسبة ٢٣,٣% من إجمالي السياسات المتبعة في تلك الشركات خلال ذات العام.
  - اعتمدت الشركات المستمرة على سياسة إعادة شراء الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية كأحد سياسات توزيع الأرباح بنسبة ١٤% من إجمالي السياسات المتبعة في تلك الشركات خلال العام، بينما كان الاعتماد على هذه السياسة في الشركات التي تعرضت للفشل بنسبة ٤,٧% فقط من إجمالي السياسات المتبعة في تلك الشركات خلال ذات العام.
  - جمعت الشركات المستمرة بين توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) وسياسة إعادة شراء الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية بنسبة ٢٠,٩% من إجمالي السياسات المتبعة في تلك الشركات خلال العام، بينما كان الاعتماد على الجمع بين توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) وسياسة إعادة شراء الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية في الشركات التي تعرضت للفشل بنسبة ١٤,٠% من إجمالي السياسات المتبعة في تلك الشركات خلال ذات العام.
  - بلغت نسبة الشركات المستمرة التي امتنعت خلال العام عن توزيعات الأرباح سواء النقدية (الجزئية - النهائية) أو إعادة شراء الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية ٣٠,٢% من إجمالي عدد الشركات المستمرة، بينما بلغت نسبة الشركات التي تعرضت للفشل والتي امتنعت عن توزيعات الأرباح خلال العام ٥٨,١% من إجمالي عدد الشركات التي تعرضت للفشل خلال العام التالي.
  - يمكن ترتيب الأهمية النسبية لسياسات توزيع الأرباح لدى الشركات المستمرة من حيث نسبة الاعتماد عليها إلى توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية)، ثم عدم توزيع أرباح خلال العام، ثم الجمع بين توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) وإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية، وأخيراً سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية.
  - كما يمكن ترتيب الأهمية النسبية لسياسات توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات التي تعرضت للفشل من حيث نسبة الاعتماد عليها إلى عدم توزيع أرباح خلال العام، ثم توزيعات

- الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية)، ثم الجمع بين توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) وإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية، وأخيراً سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية.
- اختلفت الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في المفاضلة بين ترتيب أولوية سياسة توزيع الأرباح النقدية وسياسة عدم توزيع أرباح، ولم تختلف مجموعتا الشركات بشأن المفاضلة في ترتيب أولوية سياسات التوزيع الأخرى، ولعل ذلك يدل على اختلاف الوضع المالي في كلتي المجموعتين من الشركات.
- وعليه؛ يُقبل الفرض الأول الخاص باختلاف سياسات توزيع الأرباح جوهرياً في الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة، ويعني ذلك أن نسب سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المستمرة تختلف دلاليّاً عن نسب سياسات توزيع الأرباح المتبعة في الشركات التي تعرضت للفشل، وهو ما يتطلب دراسة وتفسير أسباب هذا الاختلاف.

#### ٢/٧ نتائج اختبار الفرض الثاني:

يستهدف هذا الفرض قياس معنوية الاختلافات بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث النتائج المالية المتحققة كما تعبر عنه المؤشرات المالية بغرض التعرف على طبيعة العلاقة خصائص الشركات المتمثلة في الربحية والسيولة والمديونية والقدرة التشغيلية والحالة المالية التي تمر بها الشركة من حيث الاستمرارية والفشل. وينص الفرض على أنه:

$H_2$ : توجد اختلافات جوهريّة بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث الوضع المالي المتحقق في السنة الأولى قبل الفشل.

ويعرض الجدول التالي رقم (٣) مقارنة أحادية المتغير (*Univariate Analysis*) للفروق بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث الوضع المالي للسنة المالية الأولى قبل الفشل مباشرة، وتم استخدام اختبار مان ويتني (*Mann-Whitney U-test*) اللامعلمي لتأكيد معنوية تلك الفروق نظراً إلى عدم اشتراطه التوزيع الطبيعي لمجتمع الدراسة، ولإعطائه نتائج أكثر دقة، وإمكانية الاعتماد عليه في حالة عينتين مستقلتين غير متساويتين.

## الجدول رقم (٣)

اختبار تأكيد معنوية الفروق بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل  
حول الوضع المالي للسنة الأولى قبل الفشل (نتائج اختبار Mann Whitney U-test)

اختبار الفروق		المتوسط		المتغيرات	
نوع الاختلاف**	مستوى الدلالة	قيمة Z	الشركات الفاشلة		الشركات المستمرة
معنوي	٠,٠٠٠	٣,٤٩٤-	٣٤,٠٩٣٠٢٣	٥٢,٩٠٦٩٧٦	العائد على إجمالي الأصول
غير معنوي	٠,٤٤٥	٠,٧٦٤-	٤١,٤٤١٨٦٠	٤٥,٥٥٨١٣٩	نسبة التداول (نسبة السيولة العامة)
غير معنوي	٠,٣٠٢	١,٠٣٢-	٤٠,٧٢٠٩٣٠	٤٦,٢٧٩٠٦٩	صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠٠٣	٢,٩٦٧-	٣٥,٥١١٦٢٧	٥١,٤٨٨٣٧٢	الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول
غير معنوي	٠,١٥٣	١,٤٢٩-	٣٩,٦٥١١٦٢	٤٧,٣٤٨٨٣٧	معدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (القوة الإيرادية الأساسية)
معنوي	٠,٠٢١	٢,٣٠٢-	٤٩,٦٩٧٦٧٤	٣٧,٣٠٢٣٢٥	نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠١٩	٢,٣٢٦-	٤٩,٧٩٠٦٩٧	٣٧,٢٠٩٣٠٢	معدل التمويل بالديون
غير معنوي	٠,٧٠١	٠,٣٨٤-	٤٢,٤٦٥١١٦	٤٤,٥٣٤٨٨٣	الوزن النسبي للنقدية إلى إجمالي الأصول
غير معنوي	٠,٠٨٥	١,٧٢٣-	٣٨,٨٦٠٤٦٥	٤٨,١٣٩٥٣٤	نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠١٩	٢,٣٥٤-	٤٩,٨٣٧٢٠٩	٣٧,١٦٢٧٩٠	معدل تغطية الالتزامات المتداولة
غير معنوي	٠,٤٨٧	٠,٦٩٥-	٤١,٦٢٧٩٠٦	٤٥,٣٧٢٠٩٣	نسبة تغطية إجمالي الديون
غير معنوي	٠,٨٨٧	٠,١٤٣-	٤٣,٨٨٣٧٢٠	٤٣,١١٦٢٧٩	معدل دوران الأصول المتداولة
معنوي	٠,٠١٩	٢,٣٣٦-	٣٧,٢٠٩٣٠٢	٤٩,٧٩٠٦٩٧	نسبة الملكية
غير معنوي	٠,١٧٦	١,٣٥٢-	٤٧,١٣٩٥٣٤	٣٩,٨٦٠٤٦٥	معدل الاقتراض إلى حقوق الملكية
غير معنوي	٠,١٦٠	١,٤٠٤-	٣٩,٧٢٠٩٣٠	٤٧,٢٧٩٠٦٩	صافي حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات

\*\* يكون نوع الاختلاف "معنويًا" عندما يكون مستوى الدلالة (P-value)  $> ٠,٠٥$ ، ويكون "غير معنوي" عندما يكون مستوى الدلالة (P-value)  $> ٠,٠٥$ .

المصدر: التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة.

ويتضح من بيانات الجدول السابق رقم (٣) ما يلي:

- توجد فروق معنوية في معدل العائد على إجمالي الأصول بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل. إذ يقل معدل العائد على إجمالي الأصول لدى الشركات التي تعرضت للفشل بالمقارنة بالشركات المستمرة، ولعل ذلك يدل على ارتفاع صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب في الشركات المستمرة، ويعكس كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح من المبيعات.
- لا توجد فروق معنوية بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في نسب السيولة الثلاث المتمثلة في نسبة التداول (نسبة السيولة العامة) وصافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول والوزن النسبي للنقدية إلى إجمالي الأصول، وتعكس هذه النسب مقدرة

الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وسداد توزيعات الأرباح. وتشير النتائج أيضاً إلى أن متوسطات معدلات النسب الثلاث كانت أعلى لدى الشركات المستمرة بالمقارنة مع الشركات التي تعرضت للفشل، مما يدل على أن لديها مقدرة أكبر على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وسداد توزيعات الأرباح المقررة لحملة الأسهم.

- توجد فروق معنوية في نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل، ولعل ذلك يشير إلى أن الأرباح المحتجزة في هيكل الملكية لدى الشركات التي تعرضت للفشل أقل منه لدى الشركات المستمرة. وهذا الاستنتاج يؤكد وجود فروق معنوية في نسبة الملكية (صافي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول) بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل. إذ يقل صافي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لدى الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة، مما يعكس وجود خلل في هيكل الملكية لدى الشركات التي تعرضت للفشل.

- توجد فروق معنوية بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول ومعدل التمويل بالديون ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة. وتستخدم هذه النسب في قياس الوضع المالي للشركة على المدى الطويل، وتعكس مدى اعتماد الشركة على الديون الخارجية في تمويل احتياجاتها. وتوضح النتائج أن متوسطات معدلات النسب الثلاث كانت أعلى لدى الشركات التي تعرضت للفشل بالمقارنة مع الشركات المستمرة، ولعل ذلك يدل على ارتفاع الديون الخارجية في الهيكل التمويلي لدى الشركات التي تعرضت للفشل، ويؤكد انخفاض نسبة الملكية في تلك الشركات.

- لا توجد فروق معنوية في معدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل، وإذا علم أن هذا المعدل يمثل نسبة صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول، وأنه سبق الإشارة إلى وجود فروق معنوية بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في معدل العائد على إجمالي الأصول والمتمثل في صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول، ولعل ذلك يدل على ارتفاع الفوائد على الديون الخارجية لدى الشركات التي تعرضت للفشل.

- توضح النتائج أن معدل الاقتراض إلى حقوق الملكية لدى الشركات التي تعرضت للفشل أكبر منه في الشركات المستمرة، كما يمكن ملاحظة أن نسبة تغطية إجمالي الديون في الشركات المستمرة أكبر منه لدى الشركات التي تعرضت للفشل، رغم وجود فروق غير معنوية بينهما في كلتا النسبتين، وأيضاً لا توجد فروق معنوية في نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل.

وعليه؛ يمكن قبول صحة الفرض الثاني جزئياً، حيث يُقبل الفرض بوجود اختلافات جوهرية بين الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل بالنسبة لمعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة الملكية، فيما يرفض بالنسبة لبقية المتغيرات.

### ٣/٧ نتائج اختبار الفرض الثالث:

يستهدف هذا الفرض قياس معنوية الاختلافات في الوضع المالي المتحقق في الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل مقاساً بالمتغيرات المالية حسب سياسات توزيع الأرباح، بغرض التعرف على تأثير خصائص الشركات المتمثلة في الربحية والسيولة والمديونية والقدرة التشغيلية في اختيار سياسات توزيع الأرباح المتبعة في تلك الشركات. وينص الفرض على أنه:

$H_3$ : توجد فروق معنوية في الوضع المالي المتحقق في الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في السنة الأولى قبل الفشل وفق سياسات توزيع الأرباح المتبعة.

ويعتمد اختبار هذا الفرض على استخدام تحليل كروسكال والاس ( $H$ -Kruskal-Wallis)  $test$  اللامعلمي لمقارنة الفروق بين مجموعات سياسات توزيع الأرباح من حيث الوضع المالي في تلك الشركات، نظراً إلى عدم اشتراطه التوزيع الطبيعي لمجتمع الدراسة، وإمكانية الاعتماد عليه في حالة ثلاث مجموعات مستقلة فأكثر، ويعرض الجدول التالي رقم (٤) نتائج الاختبار.

## الجدول رقم (٤)

اختبار تأكيد معنوية الفروق في الوضع المالي وفق سياسات توزيع الأرباح  
(نتائج اختبار Kruskal-Wallis H-test)

اختبار الفروق			المتوسط				المتغيرات
نوع الاختلاف**	مستوى الدلالة	قيمة Chi-square	عدم توزيع الأرباح	الجمع بين التوزيعات النقدية وإعادة شراء وتوزيع الأسهم	إعادة شراء وتوزيع الأسهم المجانية	توزيعات الأرباح النقدية	
معنوي	٠,٠٠٠	٣٢,٥٨٣	٢٦,٥٩٢١	٦٠,٧٣٣٣	٤٨,٠٦٢٥	٥٧,٤٠٠	العائد على إجمالي الأصول
غير معنوي	٠,٥٦٥	٢,٠٣٧	٤٢,٧٣٦٨	٤٧,٢٦٦٦	٣٢,٨٧٥٠	٤٥,٨٠٠	نسبة التداول (نسبة السيولة العامة)
غير معنوي	٠,٢١٧	٤,٤٤٩	٤٤,٥٣٩٤	٣٨,٢٦٦٦	٣٠,٠٠	٤٩,٣٨٠	صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠٠٠	٤٢,٠١٦	٢٥,١٨٤٢	٦٠,٦٦٦٦	٣٩,٣٧٥	٦٢,٣٦	الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠٠٠	٢٢,٧٥٢	٣٠,٨٩٤٧	٥٧,٣٣٣٣	٣٤,٧٥٠	٥٧,١٦٠	معدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (القوة الإيرادية الأساسية)
معنوي	٠,٠٠٦	١٢,٣٤٠	٥١,٠٥٢٦	٢٤,٤٦٦٦	٤٠,٥٠٠	٤٤,٤٠٠	نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠٠٦	١٢,٣٨٣	٥١,١٠٥٢	٢٤,٤٦٦٦	٤٠,٥٠٠	٤٤,٣٢٠	معدل التمويل بالديون
غير معنوي	٠,٤٨٧	٢,٤٣٦	٤٦,٧١٠٥	٤٠,٥٣٣٣	٣٢,٣٧٥	٤٣,٩٦٠	الوزن النسبي للنقدية إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠٠٠	٢٤,٧٢٢	٢٩,٧٨٩٤	٥٤,٣٣٣٣	٣٨,٦٢٥	٥٩,٤٠٠	نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول
معنوي	٠,٠١١	١١,٠٤٨	٥١,٧٨٩٤	٢٧,٠٠٠	٤٣,٧٥٠	٤٠,٧٢٠	معدل تغطية الالتزامات المتداولة
معنوي	٠,٠٠٠	٢٦,٤٣٢	٢٩,٨٩٤٧	٦٤,٥٣٣٣	٣٧,٣٧٥	٥٣,٥٢٠	نسبة تغطية إجمالي الديون
غير معنوي	٠,٤١٣	٢,٨٦٤	٤٣,٧١٠٥	٣٩,٦٦٦٦	٥٦,٨٧٥	٤١,٢٠٠	معدل دوران الأصول المتداولة
معنوي	٠,٠٠٦	١٢,٤٣٩	٣٥,٨٤٢١	٦٢,٥٣٣٣	٤٦,٦٢٥	٤٢,٧٢٠	نسبة الملكية
غير معنوي	٠,٠٦٦	٧,١٧٧	٤٠,٨٤٢١	٣٤,٤٦٦٦	٣٩,٦٢٥	٥٤,٢٠٠	معدل الاقتراض إلى حقوق الملكية
معنوي	٠,٠٠٧	١٢,١٩٨	٣٦,٣١٥٧	٦٢,٨٦٦٦	٤٣,٨٧٥	٤٢,٦٨٠	صافي حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات

\*\* يكون نوع الاختلاف "معنوياً" عندما يكون مستوى الدلالة (P-value)  $> ٠,٠٥$  ، ويكون "غير معنوي" عندما يكون مستوى الدلالة (P-value)  $< ٠,٠٥$

المصدر: التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة.

ويتضح من بيانات الجدول السابق رقم (٤) ما يلي:

- توجد فروق معنوية في معدل العائد على إجمالي الأصول ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب (القوة الإيرادية الأساسية) بين الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية والعينية والشركات التي امتنعت عن توزيعات الأرباح بصورها

المختلفة، ولعل ذلك يدل على تأثير سياسات توزيع الأرباح بكفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح من المبيعات.

- توجد فروق معنوية في نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول ونسبة الملكية بين الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية والعينية والشركات التي امتنعت عن توزيعات الأرباح بصورها المختلفة، ولعل ذلك يدل على تأثير سياسات توزيع الأرباح بهيكل الملكية.

- توجد فروق معنوية في معدل الاقتراض إلى إجمالي الأصول ومعدل التمويل بالديون بين الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية والعينية والشركات التي امتنعت عن توزيعات الأرباح بصورها المختلفة، ولعل ذلك يدل على تأثير سياسات توزيع الأرباح بمدى اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية، ويعكس مدى قدرتها على جلب تمويل خارجي إضافي في المستقبل.

- توجد فروق معنوية في نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول ونسبة تغطية إجمالي الديون بين الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية والعينية والشركات التي امتنعت عن توزيعات الأرباح بصورها المختلفة، ولعل ذلك يعكس تأثير سياسات توزيع الأرباح المتبعة بمدى كفاءة الإدارة في استغلال الموارد المتاحة لتوليد النقدية من الأنشطة التشغيلية وتغطية الديون المستحقة.

- توجد فروق معنوية في معدل تغطية الالتزامات المتداولة وصافي حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات بين الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية والعينية والشركات التي امتنعت عن توزيعات الأرباح بصورها المختلفة.

- لم تكن هناك فروق معنوية بين الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية والشركات التي اتبعت سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية والشركات التي جمعت بين التوزيعات النقدية والعينية والشركات التي امتنعت عن توزيعات الأرباح بصورها المختلفة بالنسبة لبقية المتغيرات.

وعليه؛ يمكن قبول صحة الفرض الثالث جزئياً، حيث يُقبل الفرض بوجود فروق معنوية في الوضع المالي للشركات وفق سياسات توزيع الأرباح بالنسبة لمعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد



والضرائب، ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ونسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة تغطية إجمالي الديون، ونسبة الملكية، وصافي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، فيما يرفض بالنسبة لبقية المتغيرات.

ويوضح الجدول التالي رقم (٥) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة من ناحية، وبين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض من ناحية أخرى وذلك لوصف قوة العلاقة بين كل متغيرين واتجاهها. وتشير القيم أسفل القطر إلى معاملات ارتباط بيرسون (Pearson Correlation).

الجول رقم (٥)  
مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغير المستقل	dividend	stock buy-back	stock buy-back + dividend	no dividend	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15	
Dividend	1																			
stock buy-back	٠,٢٠٥	1																		
stock buy-back + dividend	٠,٢٩٤	٠,١٤٧	1																	
no dividend	٠,٣٥٧	٠,٢٠٨	٠,٢٩١	1																
X1	٠,٢٣٨	٠,١١٩	٠,١١٩	٠,١١٣	1															
X2	٠,٢١٦	٠,١٥٩	٠,١٥٩	٠,١١٣	٠,١١٣	1														
X3	٠,٢٠٨	٠,١٧٣	٠,١٦١	٠,١٥٥	٠,١٥٥	٠,١٥٥	1													
X4	٠,٢١٥	٠,١٥٧	٠,١٥٧	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١٠٤	1												
X5	٠,٢١٥	٠,١٥٧	٠,١٥٧	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١٠٤	٠,١٠٤	1											
X6	٠,٢١٥	٠,١٥٧	٠,١٥٧	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٤	1										
X7	٠,٢١٤	٠,١٤٦	٠,١٤٦	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٤	1									
X8	٠,٢٠٥	٠,١١٤	٠,١١٤	٠,١٧٧	٠,١٧٧	٠,١٧٧	٠,١٣٣	٠,١٣٣	٠,١٣٣	٠,١٣٣	٠,١٣٣	1								
X9	٠,٢٥٩	٠,١٧٨	٠,١٧٨	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	1							
X10	٠,١٧٠	٠,١٢١	٠,١٢١	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	1						
X11	٠,٢١٥	٠,١١٤	٠,١١٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	٠,١٣٤	1					
X12	٠,٢٥٢	٠,١٥٤	٠,١٥٤	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	1				
X13	٠,٢٠٨	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	1			
X14	٠,٢٠٥	٠,١٥٢	٠,١٥٢	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	٠,١١٣	1		
X15	٠,١١٤	٠,١٨٣	٠,١٨٣	٠,١٥٦	٠,١٥٦	٠,١٥٦	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	٠,١٢٣	1	

(\*) و (\*\*\*) تشيران إلى مستوى معنوية ٥% ، ١% ، ٠,٥% على التوالي بناء على اختبارات ذات طرفين. والقيم أسفل القطر تعكس معاملات ارتباط بيرسون (Pearson Correlation)

وبملاحظة القيم أسفل القطر، تتضح العلاقات الارتباطية المعنوية التالية:

- توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) من جانب ومعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، ونسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول، ونسبة تغطية إجمالي الديون من جانب آخر. ولعل ذلك يشير إلى أن توزيعات الأرباح النقدية تقترب بالشركات ذات صافي الدخل الكبيرة، وذات التدفقات النقدية الكبيرة من الأنشطة التشغيلية، وأيضاً زيادة مبالغ الأرباح المحتجزة فيها.
- توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين سياسة إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية ومعدل دوران الأصول المتداولة. وتشير هذه العلاقة إلى أن الشركات التي لديها صافي إيرادات كبيرة من المبيعات تلجأ إلى استثمار جزء من فائض إيراداتها في إعادة شراء الأسهم وتمويل توزيعات الأسهم المجانية.
- توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين سياسة جمع توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) مع إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية من جانب ومعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، ونسبة تغطية إجمالي الديون، ونسبة الملكية، وصافي حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات من جانب آخر. ويشير ذلك إلى أن سياسة الجمع بين توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) وإعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية يقترب بالشركات ذات صافي الدخل الكبيرة، وذات التدفقات النقدية الكبيرة من الأنشطة التشغيلية والتي تغطي ديونها قصيرة الأجل وطويلة الأجل، والأرباح المحتجزة الكبيرة، وهيكل الملكية المتناسق. وعلى العكس؛ توجد علاقة ارتباط معنوية سالبة بين سياسة جمع توزيعات الأرباح النقدية (الجزئية - النهائية) مع إعادة شراء الأسهم أو توزيع الأسهم المجانية ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة.
- توجد علاقة ارتباط معنوية سالبة بين عدم توزيع الأرباح ومعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، ونسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول، ونسبة تغطية إجمالي الديون، ونسبة الملكية. بينما توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين عدم توزيع الأرباح النقدية ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ولعل ذلك يدل على أن قرار عدم توزيع الأرباح يقترب بالشركات ذات نسب الاقتراض المرتفعة، والشركات التي تعتمد على الديون الخارجية بشكل كبير نظراً إلى ارتفاع مستوى الفوائد.

## ٨ مناقشة نتائج الدراسة وتفسيرها:

يتناول هذا العنصر مناقشة وتفسير نتائج الدراسة وبيان مدى توافقها مع نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقات المتضمنة بالفروض وفق ما يلي:

### ١/٨ مناقشة نتائج اختبار الفرض الأول وتفسيرها:

ينص الفرض الأول على أنه "توجد اختلافات جوهرية بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث سياسات توزيع الأرباح على حملة الأسهم"، وتم قبول الفرض باختلاف سياسات توزيع الأرباح جوهرياً في الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة وفق نتائج اختبار "مربع كاي" التي أسفرت عن وجود اختلافات معنوية بينهما من حيث السياسات توزيع الأرباح. وتتفق نتائج اختبار الفرض مع افتراضات نظرية الوكالة ونظرية الإشارة أن الإدارة غالباً ما تتبنى السياسات المحاسبية الملائمة لها والتي تحقق أهدافها. كذلك؛ تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Shirata and Sakagami, 2009) والتي خلصت إلى أن قسم سياسات توزيع الأرباح في التقرير السنوي يتضمن تفسيراً فريداً للمركز المالي للشركة، وتوقعت الدراسة وجود فروق معنوية واضحة بين الشركات المستمرة والشركات التي تتعرض للفشل في سياسات توزيع الأرباح، وأن مصدرها هو اختلاف الوضع المالي بينهما، وأن سياسة توزيعات الأرباح تستخدم غالباً في إرسال رسائل موجهة إلى المساهمين، وهو ما ثبت من خلال نتائج الاختبار الإحصائي لهذا الفرض حيث تبين من تحليل الوضع الراهن لتوزيع الأرباح في الشركات التي تعرضت للفشل أن أغلب الشركات لم توزع أرباح على حملة الأسهم بنسبة ٥٨,١% من إجمالي سياسات توزيعات الأرباح مقابل ٣٠,٢% للشركات المستمرة، ولعل ذلك يرجع إلى وجود عجز متراكم لدى هذه الشركات وانخفاض في مستوى الأرباح المحتجزة يتزامن مع انخفاض مستويات السيولة لديها. لذلك؛ يمكن استنتاج أن الشركات التي تواجه مخاطر الفشل تُحجم عن إجراء توزيعات الأرباح على المساهمين.

وجدير بالذكر؛ أن بعض القوانين تنص على عدم توزيع الأرباح إذا كان التوزيع سيضعف قيمة رأس المال بهدف حماية المقرضين (قاعدة إضعاف قيمة رأس المال)، كما تُمنع توزيعات الأرباح في حالة عدم توفر السيولة التي تمكن المؤسسة من دفع التزاماتها في موعدها المحددة (قاعدة الإعسار المالي)، فضلاً عن منع توزيعات الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بين الأصول الرأسمالية، لأن التوزيع بهذا الشكل عبارة عن توزيع للأموال المستثمرة في الشركة.

### ٢/٨ مناقشة نتائج اختبار الفرض الثاني وتفسيرها:

ينص الفرض الثاني على أنه "توجد اختلافات جوهرية بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة من حيث الوضع المالي المتحقق في السنة الأولى قبل الفشل"، وتم قبول صحة

الفرض جزئياً بوجود اختلافات جوهرية بينهما بالنسبة لمعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة الملكية، فيما تم رفض الفرض بالنسبة لبقية المتغيرات، ومن خلال نتائج اختبار الفرض الثاني يمكن ملاحظة النقاط التالية:

- انخفاض نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي الأصول في الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة، ولعل ذلك يرجع إلى ارتفاع معدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، والعائد على إجمالي الأصول في الشركات المستمرة مقارنة بالشركات الفاشلة.

- انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول في الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة، ولعل ذلك يشير إلى أن الشركات التي تعرضت للفشل حققت معدلات أرباح منخفضة انعكست على مقدار الأرباح المحتجزة لديها، ويؤكد هذا الاستنتاج وجود انخفاض في صافي الدخل بعد وقبل الفوائد والضرائب في الشركات التي تعرضت للفشل مقارنة بالشركات المستمرة.

- اعتمدت الشركات التي تعرضت للفشل على مصادر التمويل الخارجية بمعدلات أعلى بكثير من الشركات المستمرة، ولعل ذلك يظهر من انخفاض معدل تغطية الالتزامات المتداولة في الشركات التي تعرضت للفشل.

- حققت الشركات المستمرة تناسقاً مقبولاً في الهيكل التمويلي بالمقارنة مع الشركات التي تعرضت للفشل، حيث كانت نسبة الملكية إلى إجمالي الأصول أعلى منها في الشركات التي تعرضت للفشل، بينما ارتفعت معدلات الاقتراض إلى حقوق الملكية وانخفض صافي حقوق الملكية إلى إجمالي الالتزامات في الشركات التي تعرضت للفشل بالمقارنة مع الشركات المستمرة.

### ٣/٨ مناقشة نتائج اختبار الفرض الثالث وتفسيرها:

ينص الفرض الثالث على أنه "توجد فروق معنوية في الوضع المالي المتحقق في الشركات المستمرة والشركات التي تعرضت للفشل في السنة الأولى قبل الفشل وفق سياسات توزيع الأرباح المتبعة"، وتم قبول صحة الفرض جزئياً بوجود فروق معنوية في الوضع المالي للشركات وفق سياسات توزيع الأرباح بالنسبة لمعدل العائد على إجمالي الأصول، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد من العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب، ونسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول، ومعدل التمويل بالديون، ونسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي الأصول، ومعدل تغطية الالتزامات المتداولة، ونسبة تغطية إجمالي الديون، ونسبة الملكية، وصافي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول، فيما تم رفض الفرض بالنسبة لبقية المتغيرات. وتتفق نتائج اختبار الفرض

مع دراسة (Salameh, et al., 2012; Al-Mutairi and Al-Omar, 2009; Omran and Pointon, 2004) بشأن وجود علاقة إيجابية بين ربحية الشركة وتوزيعات الأرباح لديها، وأن نسبة المديونية تؤثر سلباً على التوزيعات، وأوضحت دراسة (Al-Malkawi, 2007) أن للرافعة المالية علاقة عكسية بتوزيعات الأرباح وهو ما يتفق ونتائج اختبار الفرض، بينما لم يكن لأصول الشركة ومدى سيولتها تأثير معنوي في توزيعات الأرباح.

كما تتفق نتائج اختبار الفرض جزئياً مع دراسة عبد القادر وعيسى (٢٠١٣: ٢١) في أن أرباح الشركات ونسب الاقتراض والديون قصيرة الأجل من العوامل المحددة لنسب توزيعات الأرباح، وأن السيولة ليس لها أثر معنوي واضح في سياسة توزيعات الأرباح. بينما تختلف معها في أن التدفقات النقدية ليس لها أثر على تلك السياسات حيث ثبت من خلال نتائج اختبار هذا الفرض أن نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي الأصول ذات دلالة إحصائية. ويرى الباحثون ويتفقون مع نتائج دراسة حمدان (٢٠١٤) في أن الشركات تعمل على تخفيض تكلفة الوكالة وإزالة التعارض بين حملة الأسهم والإدارة عبر توزيع الفائض من التدفقات النقدية التي لم تستخدم في التمويل الداخلي.

وعليه؛ يمكن القول أن حالة الشركة تؤثر تأثيراً معنوياً في سياسات توزيع الأرباح، حيث كان للمتغير الضابط تأثير معنوياً في اختلاف سياسات توزيع الأرباح فيما بين الشركات التي تعرضت للفشل والشركات المستمرة، وأن الشركات التي تواجه مخاطر الفشل تمتنع عن إجراء توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين، وقد يستمر ذلك لسنوات متتالية ولأسباب متعددة. لذلك؛ فإن تحليل سياسات توزيع الأرباح يمكن أن يكشف عن مدى صحة معلومات الإدارة بشأن ملاءمة فرض الاستمرارية، حيث يستدل ويُقيّم من مضمون هذه التوزيعات أداء الشركة ومستقبلها.

## قائمة المراجع

### أولاً - المراجع العربية:

- حمدان، علّام محمد موسى (٢٠١٤). العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، الجامعة الأردنية، المجلد العاشر، العدد الأول، ص ٦٣-٨١.
- عبد القادر، بريش، وعيسى، بدروني (٢٠١٣). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. *الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية*، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد العاشر، ص ١٢-٢٢.
- عواد، بهاء صبحي (٢٠١١). أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمّان العربية للدراسات العليا، الأردن.
- الميداني، محمد أيمن عزت (٢٠١٠). *الإدارة التمويلية في الشركات*، الإصدار الثالث، الطبعة السادسة، دار العبيكان للنشر: الرياض.

### ثانياً - المراجع الأجنبية:

- Aivazian, V., Booth, L. and Clearly, S. (2003), do Emerging Market Firms follow Different Dividend Policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, 26 (3): 371-388.
- Al-Kuwari, D. (2012), Are Large Shareholders Conducting Influential Monitoring in Emerging Markets? An Investigation into the Impact of Large Shareholders on Dividend Decisions: The Case of Kuwait. *Research in World Economy*, 3 (2): 52-67.
- Al-Malkawi, H. Z. (2007), Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 23 (2): 44-70.
- Al-Mutairi, A., and Al-Omar, H. (2009), Dividend Payout, Earnings and Size in Banking Sector: Evidence from Kuwait. *The Arab Journal of Accounting*, 12 (1): 78-93.
- Bathala, C. T. and Rao, R. P. (1995), the determinants of board composition: an agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, (16): 59-69.
- Bellovary, J., Giacomino, D. and Akers, M. (2007), A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to Present. *Journal of Financial Education*, (33): 1-43.
- Bouresli, A. K. and Abdulsalam, F. A. (2005), Exploring Determinants of Dividend Payout Policies: Evidence from Kuwait Stock Exchange. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 12 (2): 313-344.
- Hamdan, M. M., (2010), the Relationship between Creative Accounting and Dividend Payments: Evidence from Dubai Financial Market. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2 (7): 224-238.
- Omran, M. and Pointon, J. (2004), Dividend Policy, Trading Characteristics and Share Prices: Empirical Evidence From Egyptian Firms. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 7 (2): 121-133.
- Rees, W. (1997), the impact of dividends, debt and investment on valuation models. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (7 & 8):1111-1130.
- Salameh, H., Al-Zu'bi, B. and Twairesh, A. (2012), Determinants of Dividends Policy in the Saudi Arabia Market. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 19 (2): 15-31.

- Shirata, C. Y., Takeuchi, H. and Watanabe, H. (2011), Extracting Key Phrases as Predictors of Corporate Bankruptcy: Empirical Analysis of Annual Reports by Text Mining. **Journal of Emerging Technologies in Accounting**, (8): 31-44.
- Syed, Z., Yuan, H. and Zafar, Z., (2010), Earnings Management and Dividend Policy an Empirical comparison between Pakistani Listed Companies and Chinese listed Companies. **International Research Journal of Finance and Economics**, (35): 51-60.
- Tennyson, B., Ingram, R. and Dugan, M. (1990), Assessing the Information Content of Narrative Disclosures in Explaining Bankruptcy. **Journal of Business Finance & Accounting**, 17 (3): 391-410.
- Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. (1990), Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, 65(1): 131-56.
- Zhong, Y. (2016), Analysis of Dividend Policy Influence Factors of China's Listed Banks. **Open Journal of Social Sciences**, (4): 272-278.



ملحق رقم (١)  
مجموعتا شركات الدراسة وفق اشتراطات التوافق (Matching) بين كل شركتين

No.	Subsector	Market type	Dissolved companies			Current companies	
			Code	Company name	Dissolution Date	Code	Company name
1	Equity Investment Instruments	Main	04286368	ACUTITY VCT PLC	2011	SC082551	SCHRODER UK MID CAP FUND PLC
2	Non equity Investment Instruments	Main	SC285067	ADC ZEROS 2012 PLC	2014	05131386	TERN PLC
3	Equity Investment Instruments	Main	00429589	ALBANY INVESTMENT TRUST PLC	2013	N1005574	CAPITAL GEARING TRUST PLC
4	Equity Investment Instruments	Main	03265074	ALBION PRIME VCT PLC	2014	02885584	FIDELITY JAPANESE VALUES PLC
5	Medical Supplies	AIM	05210048	ASTERK GROUP PLC	2012	05017761	OMEGA DIAGNOSTICS GROUP PLC
6	Software	AIM	04905599	ATELIS PLC	2011	05019106	TRACISIS PLC
7	Apparel Retailers	Main	00582190	BL ACKS LEISURE GROUP PLC	2013	01888425	JD SPORTS FASHION PLC
8	Diamonds & Gemstones	AIM	05084775	CAPE RESOURCES PLC	2013	03589905	FIRESTONE DIAMONDS PLC
9	Diamonds & Gemstones	AIM	05399993	CARLTON RESOURCES PLC	2014	05424214	STELLAR DIAMONDS PLC
10	Equity Investment Instruments	Main	04314838	CHARTER EUROPEAN TRUST PLC	2014	SC259207	EP GLOBAL OPPORTUNITIES TRUST PLC
11	Telecommunications Equipment &	AIM	03928553	CHINA EVOLINE PLC	2013	04554942	CYAN HOLDINGS PLC
12	Electrical Components & Equipment	AIM	05448599	CHINA SHOTO PLC	2012	05819555	FLOWGROUP PLC
13	Equity Investment Instruments	Main	02649592	CITY MERCHANTS HIGH YIELD TRUST PLC	2014	02892872	INTERNATIONAL BIOTECHNOLOGY TRUST PLC
14	Specialty Finance	AIM	05127684	CLERKENWELL VENTURES PLC	2011	03942129	SIGMA CAPITAL GROUP PLC
15	Medical Equipment	AIM	04609602	CUSTOMVIS PLC	2012	04347937	EKF DIAGNOSTICS HOLDINGS PLC
16	Specialty Finance	AIM	03976032	DAVENHAM GROUP PLC	2013	02863246	PRIVATE & COMMERCIAL FINANCE GROUP PLC
17	Specialty Finance	AIM	06290400	DESIGNCAPITAL PLC	2014	04726826	FRENKEL TOPPING GROUP PLC
18	Specialty Retailers	AIM	04728189	DISCOVER LEISURE PLC	2013	03958483	7DIGITAL GROUP PLC
19	Equity Investment Instruments	AIM	02133976	ELECTIC INVESTMENT COMPANY PLC	2012	03813450	SPARK VENTURES PLC
20	Business Support Services	AIM	05341974	ENVIRON GROUP (INVESTMENTS) PLC	2013	05345684	VIANET GROUP PLC
21	Equity Investment Instruments	Main	SCI43888	F&C UK SELECT TRUST PLC.	2013	03117355	ALLIANZ TECHNOLOGY TRUST PLC
22	Equity Investment Instruments	Main	02600028	GARTMORE GROWTH OPPORTUNITIES PLC	2012	02448580	ABERDEEN NEW THAI INVESTMENT TRUST PLC

(تابع) ملحق رقم (١)  
مجموعتا شركات الدراسة وفق اشتراطات التفاضل (Matching) بين كل شركتين

No.	Subsector	Market type	Dissolved companies			Current companies	
			Code	Company name	Dissolution Date	Code	Company name
23	Equity Investment Instruments	Main	00230109	GARTMORE SMALLER COMPANIES TRUST P.L.C	2013	SC093345	BAILLIE GIFFORD SHIN NIPPON PLC
24	Equity Investment Instruments	Main	SC009164	GRAMPIAN INVESTMENT TRUST PLC	2014	00107908	LONDON & ST LAWRENCE INVESTMENT COMPANY PLC
25	Aerospace	Main	00631731	HAMPSON INDUSTRIES P.L.C	2014	00282772	SENIOR PLC
26	Pharmaceuticals	AIM	03951745	HENDERSON MORLEY PLC	2012	05147578	SAREUM HOLDINGS PLC
27	Equity Investment Instruments	Main	04170085	INVESTEC HIGH INCOME TRUST PLC	2012	04348393	IMPAX ENVIRONMENTAL MARKETS PLC
28	Hotels	AIM	04956834	MAYPOLE GROUP PLC	2012	03770602	MINOAN GROUP PLC
29	Media Agencies	AIM	04006884	MEDIA SQUARE PLC	2013	05114893	M&C SAATCHI PLC
30	Pharmaceuticals	AIM	00481650	MINSTER PHARMACEUTICALS PLC	2012	01058015	ANIMALCARE GROUP PLC
31	Business Support Services	Main	00095369	MOUCHEL GROUP PLC	2013	01000608	MANAGEMENT CONSULTING GROUP PLC
32	Biotechnology	AIM	05556404	NEXTGEN GROUP PLC	2014	05375156	VERONA PHARMA PLC
33	Equity Investment Instruments	Main	03160586	ORTUS VCT PLC	2014	02718241	HENDERSON EUROTRUST PLC
34	Specialty Finance	AIM	05164857	RADICLE PROJECTS PLC	2012	05107012	JARVIS SECURITIES PLC
35	Electronic Equipment	Main	04056987	RAYMARBINE PLC	2012	04439718	E2V TECHNOLOGIES PLC
36	Waste & Disposal Services	AIM	05281827	REENERGY GROUP PLC	2012	03443456	ENVIRONMENTAL RECYCLING TECHNOLOGIES PLC
37	Clothing & Accessories	AIM	01423125	SHIELDTECH PLC	2011	01180514	MULBERRY GROUP PLC
38	Equity Investment Instruments	Main	04223875	SR EUROPE INVESTMENT TRUST PLC	2014	02902424	NEW INDIA INVESTMENT TRUST PLC
39	Equity Investment Instruments	Main	SC149809	SYM UK ACTIVE FUND PLC	2014	02978531	CITY NATURAL RESOURCES HIGH YIELD TRUST PLC
40	Containers & Packaging	AIM	03836605	TIMESTRIP PLC	2011	03676824	SYMPHONY ENVIRONMENTAL TECHNOLOGIES PLC
41	Equity Investment Instruments	Main	05121438	VICTORY VCT PLC	2013	02781968	JUPITER US SMALLER COMPANIES PLC
42	Telecommunications Equipment	AIM	05159777	VYKE COMMUNICATIONS PLC	2013	05083390	AMINO TECHNOLOGIES PLC
43	Health Care Providers	AIM	03253045	WREN EXTRA CARE GROUP PLC	2014	04728199	TRISTEL PLC