

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة- جامعة الزقازيق

المستخلص :

استهدفت الدراسة استكشاف العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، وما إذا كانت العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة تتأثر بجودة المراجعة الخارجية. لذلك هدفت الدراسة الحالية إلى الإجابة عن الأسئلة الآتية: ما هي العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة؟، وهل يوجد أثر لجودة المراجعة الخارجية على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة في الشركات غير المالية المساهمة المصرية؟ ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على نصيب السهم من التوزيعات كمقياس لتوزيعات الأرباح، وعلى مؤشر Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركة. وتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام بيانات عينة مكونة من ٩٥ شركة غير مالية مساهمة مقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من (٢٠١٦ - ٢٠٢٠).

وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد أشارت النتائج إلى: عدم معنوية العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر توبين كيو، وجود علاقة موجبة معنوية للمتغير التفاعلي "جودة المراجعة الخارجية*توزيعات الأرباح" وقيمة الشركة. وقد تم تغيير التعريف الإجرائي للمتغير التابع وإعادة اختبار فرضيات الدراسة مرة أخرى كتحليل لحساسية النتائج التي سبق التحصل عليها من التحليل الأساسي، وجاءت نتائج تحليل الحساسية متفقة مع نتائج التحليل الأساسي، مما يعني استقرار النتائج التي تم الحصول عليها.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

تساهم هذه الدراسة في الأدبيات السابقة المتعلقة بتوزيعات الأرباح وقيمة الشركة من خلال كونها تقدم دليل عملي حول التأثير المنظم لجودة المراجعة، وخاصة في سياق الأسواق الناشئة.

الكلمات الدالة: توزيعات الأرباح، قيمة الشركة، توبين كيو، جودة المراجعة.

The Relationship between Dividend Payout and Firm Value: The Moderating Role of External Audit Quality

"An Empirical Study on the Egyptian Listed Companies"

Abstract :

This study aimed to explore the relationship between dividend payouts and firm value and whether this relationship is affected by external audit quality. Therefore, the study seeks to answer the following questions: What is the relationship between dividend payouts and firm value? Does external audit quality moderate the relationship between dividend payouts and firm value in Egyptian non-financial listed companies? To test the study's hypotheses, dividends per share were used as a measure of dividend payouts, and Tobin's Q ratio was used as a measure of firm value. The hypotheses were tested using data from a sample of 95 non-financial joint-stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange from 2016 to 2020.

Using multiple regression analysis, the results indicated that there is no significant relationship between dividend payouts and firm value, as measured by Tobin's Q. However, a significant positive relationship was found between the

interaction term (external audit quality $\times$ dividend payouts) and firm value. To ensure the robustness of these findings, the operational definition of the dependent variable was modified, and the study's hypotheses were retested as part of a sensitivity analysis. The results of this analysis were consistent with the main findings, confirming the stability of the results obtained.

This study contributes to the existing literature on dividend policy and firm value by providing empirical evidence on the moderating role of external audit quality, particularly in the context of emerging markets.

Keywords: Dividends, Company value, Tobin's Q, Audit quality

١. مقدمة ومشكلة الدراسة:

تعتبر قيمة الشركة أمراً بالغ الأهمية لأن زيادة ثروة المساهمين تتبع زيادة قيمة الشركة. وكلما ارتفع سعر السهم، زادت قيمة الشركة. ولزيادة ثروة المساهمين، يفوز المستثمرون الإدارة إلى وكلاء متخصصين. تسعى الشركات إلى زيادة قيمة الشركة من أجل الاستثمار في مزاولة نشاطها، حيث يسعى مجلس الإدارة الذي يتمتع بثقة الملاك إلى تحقيق هذا الهدف. وتعد الإدارة الفعالة لأصول الشركة، بما في ذلك صياغة القرارات الاستراتيجية، أمراً ضرورياً لتوليد القيمة المضافة من قبل الإدارة. علاوة على ذلك، تتميز الصناعة حالياً بمنافسة عالية بين الشركات. نظراً لأن كل عمل مدفوع بالمنافسة لأداء أفضل. وتعد قيمة الشركة انعكاس مباشر لنجاح الشركة وقد تؤثر على كيفية رؤية المستثمرين للشركة (Fali et al., 2021).

تسعى الشركات في بيئة الأعمال إلى تعظيم قيمتها السوقية، مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المستثمرين من حملة الأسهم، مما يؤثر على ثقة المستثمرين في أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Ardillah, 2018). ومن ثم فلا بد من دراسة ومعرفة

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

أهم العوامل التي قد تؤثر على قيمة الشركة، ومن أهم العوامل التي قد تؤثر على قيمة الشركة توزيعات الأرباح، ولأن توزيعات الأرباح أحد العوامل الهامة في تقييم المستثمرين للشركة ولأداء مجلس الإدارة واتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فضلاً عن وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة في ضوء ما أشارت إليه دراسات (Lumapow & Tumiwa, 2017; Budagaga, 2017; Kusumawati et al., 2021; Dang, et al., 2021).

ويعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وإنعكاسها على القيمة السوقية للشركة، حيث تؤثر توزيعات الأرباح مباشرة على استثمارات الشركة بسبب تأثيرها على مقدار الأرباح المحتجزة التي يتم استخدامها لتمويل فرص النمو المتاحة للشركة. وينظر المستثمرون للتوزيعات على أنها مصدر دخل يتم الاعتماد عليه لسد احتياجاتهم، ومؤشر لمعرفة توقعات الإدارة بمستقبل الشركة وأرباحها، ومؤشر لمدي كفاءة الإدارة، حيث لا يتوفر الوقت والفرص الكافية التي تمكن المساهمين من متابعة نشاط الشركة، وبالتالي يمكن القول أن نسبة توزيعات الأرباح تعتبر مؤشر على نجاح الشركة وارتفاع قيمتها (زلوم، ٢٠١٥).

كما يعد قرار توزيعات الأرباح أحد العوامل الهامة التي يعتمد عليها المديرون للحد من تضارب المصالح داخل الشركة حيث أنها تساعد في التخفيف من حدة صراعات الوكالة لسببين (Al-Najjar and Hussainey, 2009)، أولهما: أن توزيعات الأرباح تجعل الشركات تحت الرقابة المستمرة من قبل أسواق رأس المال وتزيد من احتمالية إصدار أسهم جديدة. وثانيهما، أن توزيعات الأرباح تقلل من التدفق النقدي الحر الذي قد يستغله المديرون لإنفاقه على المشروعات والحصول على فوائد على حساب المساهمين. وقد أشارت دراسات سابقة إلي وجود أثر موجب لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة (على سبيل المثال: Budagaga, 2017; Launtu, 2021; Dang, et al., 2021)، في حين أشارت دراستي (Lumapow & Tumiwa, 2016; Egbeonu, 2017) إلي وجود أثر سالب لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

يستخلص الباحث من العرض السابق أن هناك تضارب يحيط بنتائج العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة ودرجة قوتها، وأن هذا التضارب يدعمه من الجانب النظري عديد من المبررات المنطقية التي تساند كلا الاتجاهين الموجب والسالب للعلاقة، كما يدعمه على المستوى الاختباري تباین نتائج دراسات سابقة أجريت في بيانات مختلفة وأزمنة مختلفة، مما يثير تساؤل بحثي حول: هل هناك دور لمتغيرات منظمة يمكنها تفسير التضارب المحيط بنتائج واتجاه ودرجة قوة العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة؟ لذا سوف يركز البحث على متغير منظم، يتمثل في **جودة المراجعة الخارجية**، فمن ناحية توجد أدلة وإشارات متفرقة على تواجد تأثير لهذا المتغير على قيمة الشركة من واقع دراسات سابقة، ومن ناحية أخرى فمن المنتظر أن يوفر المتغير رؤى واضحة مدعمة بقياس إجرائي مقبول عن أثر جودة المراجعة الخارجية على ترجيح أي من وجهتي النظر المتعارضتين حول العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة.

وتقوم جودة المراجعة الخارجية بدور فعال في مساعدة جميع الأطراف الخارجية ذات العلاقة بشركات الأعمال، حيث تعتمد تلك الفئات على القوائم والتقارير المالية في الحصول على المعلومات المحاسبية، لاتخاذ العديد من القرارات من خلال التأكد من مدى سلامة وأمان المعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية، ويتحقق ذلك من خلال قيام المراجع الخارجي بالالتزام بتطبيق المعايير والمبادئ المهنية للمراجعة والموضوعية والاستقلالية عند إعداد تقارير المراجعة (الخير، ٢٠١٧). ومن هنا تثار الأسئلة البحثية التالية:

- (١) هل هناك علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة؟
- (٢) هل هناك أثر لجودة المراجعة الخارجية على علاقة توزيعات الأرباح بقيمة الشركة؟

٢. هدف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة، يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في دراسة واختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، والدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية على تلك العلاقة.

٣. أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة إلى عدة اعتبارات من أهمها ما يلي:

- ندرة الدراسات السابقة في البيئة العربية ومن بينها جمهورية مصر العربية والتي تناولت علاقة توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، وأثر جودة المراجعة الخارجية كمتغير معدل لتلك العلاقة. ويأمل الباحث أن يقدم البحث الحالي مساهمة للأدبيات السابقة من خلال دراسة أثر حجم مكتب المراجعة على توزيعات الأرباح على قيمة الشركة.

- للنتائج المتوقعة مضامين هامة للأطراف التالية: **المستثمرون:** أن توزيعات الأرباح يمكن أن تكون أحد العوامل التي تؤخذ في الاعتبار عند تقدير القيمة العادلة للسهم، والتي تمثل مؤشر لقرار الاستثمار في الورقة المالية من جانب المستثمرين الحاليين لاتخاذ قرار (شراء/ احتفاظ/ بيع) السهم. والمستثمرين المرتقبين لاتخاذ قرار (شراء/ عدم شراء) السهم. **المراجع الخارجي:** ينبغى على المراجع فهم طبيعة عمل المنشأة ونظامها الداخلي، ومن ثم فإن الإلمام بنتائج هذه الدراسة يعطيه صورة عن العوامل التي قد تؤثر على قيمة الشركة. **الباحثون:** من المتوقع أن تفتح نتائج هذه الدراسة المجال أمام الباحثين لدراسة وتحليل أسباب النتائج ومحاولة تفسيرها من خلال دراسات أخرى باستخدام منهجيات ومقاييس مختلفة لمتغيرات الدراسة أو بإضافة متغيرات أخرى.

٤. حدود الدراسة

سوف يواجه البحث الحالي القيود أو الحدود التالية:
يقتصر تطبيق البحث الحالي على الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية وتنتمي إلى قطاعات غير مالية، حيث سيتم استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك من عينة البحث الحالي، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، فضلاً عن طبيعة تقاريرها المالية والتي تجعل من تقدير قيم بعض المتغيرات الخاصة بالبحث الحالي أمراً صعباً. يركز البحث الحالي على دراسة واختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، والدور المعدل لجودة المراجعة الخارجية على هذه العلاقة.

٥. خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة الحالية، وتحقيقاً لأهدافها، تم تقسيم الدراسة علي النحو التالي:

- القسم الأول: التأسيس النظري لمتغيرات الدراسة.
 - القسم الثاني: تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات البحث.
 - القسم الثالث: تصميم البحث.
 - القسم الرابع: تحليل النتائج.
 - القسم الخامس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية.
- بعد أن تناول الباحث مقدمة ومشكلة الدراسة، هدف الدراسة، أهمية الدراسة، خطة الدراسة، سيتناول الباحث في القسم التالي عرض التأسيس النظري لمتغيرات الدراسة كلاً علي حدة وتوضيح العلاقة بينهم .

القسم الأول

التأسيس النظري لمتغيرات الدراسة

يهدف هذا القسم إلى عرض خلفية نظرية حول متغيرات الدراسة، وسيتناول الباحث هذا القسم على النحو التالي:

١.١. توزيعات الأرباح: خلفية نظرية

يمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح تشير إلى تحديد وإقرار الخطط التي سوف تتبعها الشركة بشأن المفاضلة بين البدائل المتاحة أمام الإدارة بخصوص توزيع الأرباح على الملاك، أو احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها داخل الشركة، كما تشكل توزيعات الأرباح في الشركات المساهمة، أحد أهم الأهداف الرئيسية للاستثمار في أسهم الشركة، كما ينظر المساهمون إلى حجم تلك التوزيعات وانتظامها باعتبارها مصدراً للمعلومات عن مدى نجاح الإدارة في تسيير أعمال الشركة، فهم ينظرون إلى سياسة الشركة بخصوص توزيع الأرباح على أنها المؤشر المناسب للتعرف على مدى نجاح الشركة في إدارة أنشطتها المختلفة، وبالتالي مدى النجاح في تعظيم ثروة المساهمين (الملاك).

لذا فإن إقرار سياسة محددة لتوزيع الأرباح يعد من أهم القرارات التي تواجه الإدارة نظراً لاختلاف أهداف كل من الشركة والمستثمرين. حيث يوضح هذا القرار سياسة الشركة المتبعة، وخططها الاستثمارية، وبالتالي يعتبر قرار توزيع الأرباح مؤشر للمستثمرين حول الوضع المالي للشركة. وبالتالي تختلف توزيعات الأرباح عن سياسة توزيع الأرباح فإذا كان المقصود من التوزيعات تلك المبالغ التي يحصل عليها المساهمون من الأرباح المتحققة خلال فترات مختلفة، فإن سياسة توزيع الأرباح هي تلك الإجراءات التي يتخذها المدراء بشأن توزيع جزء من الأرباح (قراييل، ٢٠١٨).

وقد عرف توزيعات الأرباح كلاً من (Kouki؛ Al-Shubiri et al., 2012) and Guizani, 2009) بأنها عوائد للمساهمين نتيجة استثماراتهم وتحملهم للمخاطر. بينما عرف (Roy, 2015) توزيعات الأرباح على أنها توزيع لأرباح الشركة على شكل أصول حقيقية سواء كانت هذه الأرباح خاصة بفترات سابقة أو بالفترة الحالية لمساهمين الشركة على حسب ملكيتهم للأسهم. كما عرفت دراسة (بريك، ٢٠٢٠) توزيعات الأرباح بأنها عبارة عن توزيع جزء من الأرباح الحالية أو الأرباح المحققة مسبقاً على المساهمين.

من العرض السابق يستخلص الباحث اتفاق التعريفات السابقة حول توزيعات الأرباح بأنها تمثل العوائد الجارية للاستثمار في أسهم الشركة، تختلف نسبة التوزيعات من مساهم لآخر وفقاً لحصته من أسهم الشركة.

تأخذ توزيعات الأرباح أشكال مختلفة، حيث تقوم إدارة الشركة باختيار شكل التوزيعات وفقاً لظروفها والأهداف التي ترغب في تحقيقها، وتقسم الأرباح الموزعة على المساهمين إلى ثلاثة أشكال هي: **توزيعات نقدية**، يعتبر هذا الشكل هو الأكثر شيوعاً وتفضيلاً لدى المساهمين، ويتم التوزيع سنوياً أو كل نصف سنة أو ربع سنة أو بشكل غير منتظم حسب الأرباح المتحققة وحجم السيولة المتوفرة عند التوزيع. **توزيعات عينية:** في حالة عدم توافر سيولة نقدية بالشركة تتجه الإدارة إلى توزيع الأرباح على شكل أصول عينية كالbضائع أو العقارات أو الاستثمارات أو أي أصل آخر وفقاً لما يتم الاتفاق عليه من قبل مجلس الإدارة. **توزيعات للأسهم المجانية:** أن تقوم الشركة بتوزيع أسهم على المساهمين بدلاً من النقود كلاً حسب نسبة ملكيته من أسهم الشركة (حسين، ٢٠٠٨).

وحول محددات توزيعات الأرباح، هناك الكثير من المحددات (العوامل) التي قد تؤثر على قرار الشركة بشأن توزيعها للأرباح أو احتجازها للأرباح، والتي يتم أخذها في الاعتبار عند وضع الشركة سياسة التوزيع أو اختيار قرار التوزيع المناسب، وسوف يتم شرح هذه المحددات على النحو الآتي (حسين، ٢٠٠٨؛ مصطفى، ٢٠١٧):

- **رغبات المساهمين:** أدت مشكلة تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين إلى صعوبة اختيار سياسة التوزيع التي تُرضي الطرفين، حيث يفضل صغار المستثمرين قيام الشركة بتوزيع الأرباح لاعتبارها مصدر دخل هام لهم، في حين يفضل كبار المستثمرين احتجاز الأرباح بغرض تقليل العبء الضريبي. فعادةً تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أكثر من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وبالتالي فالمساهم الذي ينتمي لفئة ضريبية مرتفعة يفضل احتجاز الأرباح مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم وبالتالي يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية،

- في حين أن المساهم الذي ينتمي لفئة ضريبية منخفضة أو ينتمي للفئة المعفاة من الضريبة فيفضل توزيع الأرباح.
- **الرغبة في السيطرة:** تعتمد بعض الشركات التي ترغب في التوسع على أرباحها المحتجزة كمصدر تمويل لها بدلاً من طرح أسهم جديدة، لأن طرح أسهم جديدة سوف يزيد من المستثمرين داخل الشركة ، وبالتالي سيضعف من سيطرة إدارة الشركة، فتقوم الشركات بتوزيع نسبة ضئيلة من أرباحها وتحتجز النسبة الأكبر.
 - **الحاجة إلى تسديد الديون:** فالشركات التي تعتمد على مصادر تمويل خارجية لتمويل استثماراتها تقوم باحتجاز جزء كبير من أرباحها لتسديد ما عليها من قروض وفوائد لمصادر التمويل الخارجية وبالتالي تحمي المقرضين.
 - **وضع السيولة:** حيث يعتمد قرار توزيع الأرباح بشكل كبير على مدى توافر السيولة، فمن الممكن أن تحقق الشركة أرباحاً عالية ولكن لا يمكنها توزيع أرباح نقدية لعدم توافر السيولة الكافية.
 - **الحاجة إلى التوسع والاستثمار:** حيث تقوم بعض الشركات باحتجاز أرباحها بغرض التوسع ، فالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية أفضل من الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية.
 - **معدل الأرباح:** يعتبر معدل الربح بمثابة مؤشر للشركة يساعدها على إتخاذ القرار بتوزيع أرباح أو احتجازها. فثبات معدل الربح أو ارتفاعه بشكل مستمر دليل على وجود أرباح مستقبلية يشجع الشركة على توزيع أرباحها، في حين أن انخفاض معدل الربح أو عدم ثباته يشجع الشركة على الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح واحتجازها بدلاً من توزيعها لضمان وجود أرباح يتم توزيعها في حالة انخفاض تحقيق الربح في المستقبل.
 - **عمر الشركة:** يتأثر قرار توزيع الأرباح بعمر الشركة ، فالشركات حديثة النشأة تفضل احتجاز أرباحها خاصة في السنوات الأولى لها بدلاً من توزيعها لأنها تحتاج لمصادر تمويل كبيرة لكي تتوسع، لأنها لم تكتسب ثقة المقرضين لكي تحصل منهم على التمويل اللازم لها بسهولة. أما الشركات قديمة النشأة تقوم

بتوزيع أرباحها، لأنها موضع ثقة للمقرضين فتحصل منهم علي التمويل اللازم في أي وقت.

- نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة: فسياسة التوزيعات تختلف من قطاع لآخر، حيث أن هناك بعض القطاعات التي تمتاز شركاتها بالاستمرار والاستقرار في توزيع الأرباح وقطاعات أخرى تختلف فترات توزيعها.
- معدل العائد علي الأموال المستثمرة: فمعدل العائد المتوقع أن تحققه الشركة عن طريق اعتمادها علي الأرباح المحتجزة يؤثر علي قرار التوزيع. فكلما ارتفع معدل العائد علي تلك الأموال المستثمرة كلما دفع الشركة لاحتجاز جزء كبير من الأرباح.

١.٢. النظرية المفسرة لتوزيعات الأرباح:

اقترحت الدراسات السابقة عدداً من النظريات التي تفسر مبررات توزيع الشركات لأرباحها علي المساهمين ومن هذه النظريات:

١.٢.١. نظرية الإشارة Signaling Theory:

لقد طورت هذه النظرية بواسطة (Bhattacharya,1979) حيث تقوم هذه النظرية علي أن المديرين يقومون بتوزيع الأرباح لإرسال إشارة للمستثمرين الخارجين عن الأرباح المستقبلية المتوقعة وفرص النمو المستقبلية للشركة، مما يجذب إليها المزيد من المستثمرين حيث يقيم المستثمرون ورجال الأعمال الشركات بناءً علي قرار التوزيعات (عفيفي، ٢٠١٤). وقد توصلت دراسة (John and wilim,1985) إلي وجود علاقة موجبة (سالبة) بين الإعلان عن زيادة (تقليل) توزيعات الأرباح ورد فعل المستثمرين في سوق الأسهم، وهذه النتيجة تدعم نظرية الإشارة.

١.٢.٢. نظرية الوكالة Agency Theory:

وفقاً لنظرية الوكالة ودراسة (Jensen and Meckling,1976) فإن المديرين وكبار حملة الأسهم بالشركة يمكنهم التلاعب والسيطرة علي أصول الشركة لتحقيق مصالحهم الشخصية علي حساب مصالح المستثمرين الخارجين واختيار سياسة التوزيع التي تتماشى مع مصالحهم دون النظر لمصالح باقي المستثمرين

(عيفي، ٢٠١٤). وقد ذكر (Mosavi et al., 2013) أن توزيعات الأرباح قد تساعد في الحد من مشاكل الوكالة وذلك للسببين الآتيين:

- إن توزيع الأرباح يقلل من التدفقات النقدية الحرة المتاحة لدي الإدارة والتي قد تستخدمها لتحقيق مصالحها الذاتية.
- إن توزيع الأرباح يضع الشركة تحت رقابة سوق المال فإذا رغبت الشركة في زيادة استثماراتها فسوف تلجأ للتمويل الخارجي، مما يجعلها تحت رقابة وتقييم المستثمرين المحتملين وبالتالي يقلل من مشاكل الوكالة.

١.٢.٣. نظرية عصفور في اليد Bird-in-hand Theory:

تقوم هذه النظرية على أساس أن توزيعات الأرباح تخفض من درجة المخاطرة وذلك بسبب أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على المكاسب الرأسمالية من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات (Naser et al., 2013). ونتيجة لظروف عدم التأكد فالمستثمرون يفضلون الحصول على أرباحهم بدلاً من احتجازها وإعادة استثمارها تجنباً للمخاطر المحتملة في المستقبل (Linter, 1956; Gordon, 1959).

١.٢.٤. نظرية تأثير الزبائن (العملاء) Clientele effect Theory:

تقوم هذه النظرية على أساس أن المستثمرين يتأثرون بشكل مختلف بقرارات الشركات بشأن توزيع الأرباح، فبعض المستثمرين يفضلون الشركات التي توزع أرباحاً بنسب كبيرة والبعض يفضلون الشركات التي تحتجز نسبة كبيرة من أرباحها. فالشركات التي توزع أرباحاً بنسبة عالية ستجذب العميل الذي يفضل الأرباح العالية، بينما العميل الذي يخضع لضرائب عالية سينجذب للشركات التي توزع أرباح بنسب منخفضة (Kajola et al., 2015).

١.٢.٥. نظرية عدم ملائمة التوزيعات Irrelevance of dividend Theory

تقوم نظرية (Miller and Modiglian, 1961) على أن سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة ليس لها تأثير على قيمتها السوقية، لأن قيمة الشركة تتحدد من خلال قدرة الشركة على تحقيق أرباح وقدرتها على تخطي المخاطر (عبدالقادر وعيسى، ٢٠١٣).

١.٢.٦. نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory

تقوم هذه النظرية على أساس أن المستثمرون يفضلون الاستثمار في الشركات التي تحتفظ بالأرباح لإعادة استثمارها، وتقوم بتوزيع نسبة ضئيلة من أرباحها على هيئة توزيعات نقدية. حيث أن الضريبة على توزيعات الأرباح تكون أكبر من الضريبة على الأرباح الرأسمالية وبالتالي يفضل المستثمرون الاستثمار في الشركات التي تحتجز الجزء الأكبر من أرباحها بدلاً من توزيعها على المساهمين، حيث أن إعادة استثمار هذه الأرباح سيزيد من معدل نمو الشركة وبالتالي زيادة سعر السهم (زلوم، ٢٠١٥).

مما سبق يخلص الباحث إلى تعدد النظريات التي سعت إلى تفسير توزيعات الأرباح وقد استعرض الباحث نظرية الإشارة، ونظرية الوكالة، نظرية عصفور في اليد، نظرية تأثير الزبائن، ونظرية عدم ملائمة التوزيعات ونظرية التفضيل الضريبي.

١.٣. قيمة الشركة والعوامل المؤثرة عليها

تسعى الشركات في بيئة الأعمال إلى تعظيم قيمتها السوقية، مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين، فالشركات ذات أسعار الأسهم المرتفعة تكون قيمتها مرتفعة مما يؤثر على ثقة المستثمرين في أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Ardillah, 2018). إن المراجع للأدب المحاسبي يجد أن هناك عدم اتفاق بين الدراسات السابقة على مفهوم محدد لقيمة الشركة، حيث اختلفت معاني قيمة الشركة فيما بين: أداء الشركة، فرص النمو المستقبلية، عوائد الأسهم، القيمة السوقية للأصول. وقد ذكر (Nugraha, 2016) أن المقصود بقيمة الشركة هي القيمة التي تعكس أداء الشركة

في تنفيذ أنشطتها التشغيلية منذ تأسيسها وحتى الآن. وعرفت دراسة (Dagilienne, 2013) قيمة الشركة بأنها القيمة السوقية للشركة من وجهة نظر المستثمرين، حيث يرون أن ارتفاع أسعار الأسهم من شأنه أن يعظم ثروة المساهمين.

كما عرفها كلاً من (رميلي، ٢٠١٦ ؛ نويجي، ٢٠١٧) أنها إدراك وتصور للمستثمرين وأصحاب المصالح لمدى نجاح الشركة والذي ينعكس في أسعار أسهمها، فالشركة ذات أسعار أسهم مرتفعة تكون قيمتها مرتفعة، ولهذا السبب نجد اتفاق الكثير من الدراسات على قياس قيمة الشركة بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأصول إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول. وقد ذكر (نوفل، ٢٠٢٠) بأنها التقييم العادل لقيمة الشركة الإجمالية بما فيها (الديون، حقوق الملكية مطروحاً منها النقدية والاستثمارات) ليدرك المستثمر مدى نجاح المنشأة. وأشارت دراسة (Charisma, et al., 2021) أنها قيمة بيع الشركة التي تعكس الفرص المستقبلية المتاحة لها، فمستقبل الشركة متوقف على اتجاه هذه القيمة للارتفاع أو الانخفاض فكل قرار يتم اتخاذه يراعي فيه أولاً قيمة الشركة.

تتأثر قيمة الشركة بمجموعة من العوامل والمتغيرات ومن أبرز هذه العوامل:

(١) سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من العوامل المؤثرة في قيمة الشركة لأن قرار التوزيع يترتب عليه الخطط الإستثمارية والتمويلية للشركة، فهو بمثابة مؤشر للمستثمرين الحاليين والمحتملين لقيمة الشركة ومدى نجاحها وتحقيقها للأرباح (دادان & بديدة (٢٠١١).

(٢) السياسات الضريبية

تعتبر السياسات الضريبية من الأدوات الهامة التي تساعد على تحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية للدولة، ومن هذه السياسات سياسة التخطيط الضريبي التي تتبعها الإدارة الناجحة لكي تستفيد من التغيرات القانونية التي تساعد في إتباع سياسة استثمارية مفيدة تؤدي إلى تخفيض الضرائب المستحقة بوسائل

قانونية، مما يخفض من العبء الضريبي على الشركة، الذي يترتب عليه ترشيد المدفوعات وتحقيق وفورات ضريبية مما قد يؤثر على الأداء المالي للشركة وينعكس على قيمة الشركة (الزكي، ٢٠١٥).

٣) الربحية

تعتبر الربحية من العوامل المؤثرة على قيمة الشركة حيث أن الربحية المرتفعة للشركة تعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد كبيرة للمساهمين مما يؤدي إلى جذب المستثمرين إليها وارتفاع أسعار أسهمها مما قد يزيد من قيمة الشركة (Hirdins, 2019).

٤) حجم الشركة

ينعكس حجم الشركة في إجمالي قيمة أصولها، فزيادة أصول الشركة دليل على زيادة حجمها وبالتالي يتوقع المستثمرون أن الشركات كبيرة الحجم تحقق أرباح أكثر من الشركات صغيرة الحجم، وبالتالي يميل المستثمرون لامتلاك أسهم في الشركات الكبيرة مما يؤدي إلى زيادة أسعار أسهمها وبالتالي زيادة قيمة الشركة (Brealey et al., 2001).

٥) الرافعة المالية

تعتبر الرافعة المالية عن مدي اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية، وقد أشارت عديد من الدراسات السابقة إلى وجود أثر موجب للرافعة المالية على قيمة الشركة على سبيل المثال: (Augustine et al., 2019 ; Hasanudia et al., 2020) بما يعني أن الشركات ذات نسبة المديونية المرتفعة تكون قيمتها عالية، وذلك لأن اعتمادها على الديون يزيد من قيمتها؛ لأن ذلك قد يحسن من رقابة الدائنين على الإدارة حرصاً على أموالهم مما يمثل دافعاً لتحسين أداء الشركات؛ وبالتالي يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة (Kristanto and Lasdi, 2021).

٦) السيولة

تعد السيولة من العوامل المؤثرة على قيمة الشركة حيث تعد الشركات ذات السيولة المرتفعة قادرة على أداء أنشطتها ، ولديها فرص للنمو. وأنه كلما زادت سيولة الشركة زادت ثقة الدائنين لإقراض الشركة، لأن ارتفاع السيولة دليل على قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل عند إستحقاقها مما يعني قدرتها على سداد الالتزامات طويلة الأجل، وبالتالي تجذب نظر المستثمرين المحتملين لها وكذلك المقرضين مما يزيد من قيمة الشركة (Fajaria and Isnalita, 2018; Hapsoro, 2020).

٧) هيكل الملكية

يعد هيكل الملكية من العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة وقد ذكر (Jensen and Meckling, 1976) أن هيكل الملكية يمكن أن يؤثر على صراع الوكالة، ويجب أن تبحث الشركة عن هيكل الملكية الذي يجعل المديرين أكثر وعياً بمصالح الشركة دون الانحياز لتحقيق مصالحهم الذاتية مما يؤثر على قيمة الشركة.

٤.١. مقاييس قيمة الشركة:

تعددت مقاييس قيمة الشركة التي اعتمدت عليها الدراسات السابقة، ويمكن تقسيم هذه المقاييس لعل أشهرها المقاييس الاقتصادية ، والمقاييس السوقية وسيتم عرضها على النحو التالي (عبدالحليم، ٢٠١٨ ؛ Bancel & Mitto, 2014 ؛ Khana et al., 2021 ؛ Sheikh, 2018 ؛ Rikkert, 2014).

١- المقاييس الاقتصادية: هي تلك المقاييس التي تهتم بمقدار الزيادة في قيمة الاستثمارات وتتضمن:

- مقياس القيمة السوقية المضافة: وهذا المقياس يعتمد بشكل أساسي على القيمة السوقية للشركة التي تعتمد على أسعار الأسهم. والتي تعكس الأداء السابق والحالي وكذلك المترقب للمستثمرين ، ويتم حسابه من خلال:

$$MVA = MVE - BVE$$

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

حيث أن :

- MVA : القيمة السوقية المضافة للشركة.
MVE : القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية ويتم حسابها من خلال حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر السهم.
BVE : القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية.
- **مقياس القيمة الاقتصادية المضافة:** ويركز هذا المقياس على جميع الجوانب المتعلقة بأعمال الشركة، حيث يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الربح الاقتصادي. وكما ذكر (البغدادي، ٢٠١٣) يتم قياسها من خلال:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن :

- EVA : القيمة الاقتصادية المضافة للشركة.
ROIC : العائد على رأس المال المستثمر، ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة على رأس المال المستثمر.
IC : رأس المال المستثمر، ويتم حسابه من خلال جمع رأس المال العامل مع الأصول الثابتة.
WACC : التكلفة المرجحة لرأس المال ، ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية:
$$WACC = D/V R_D (1 - T_C) + E/V R_E$$

حيث أن :

- WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة.
D : إجمالي قيمة الأصول المقترضة (ديون الشركة)
V : إجمالي مكونات رأس المال (الديون + حقوق الملكية)
R_D : تكلفة الديون ويتم حسابها من خلال قسمة مصروف الفوائد على إجمالي الديون (قروض طويلة الأجل)
T_C : تكلفة حقوق الملكية.

R_E : معدل الضريبة علي الدخل.

E : إجمالي حقوق الملكية.

٢- **المقاييس السوقية:** هي تلك التي تعتمد عند تقدير قيمة الشركة علي القيمة السوقية، وتتضمن المقاييس التالية:

- **مقياس القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية:** ويتم حسابه من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم علي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، وأن القيمة السوقية للأسهم عبارة عن عدد الأسهم في نهاية الفترة مضروباً في سعر الإغلاق.
- **مقياس القيمة السوقية لحقوق الملكية:** وهو عبارة عن حاصل ضرب اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم في سعر الإغلاق بعد نهاية ٣ شهور من تاريخ نشر القوائم المالية.

- **نموذج Tobin's Q:** والذي وضعه جيمس توبين ويعتبر من أكثر المقاييس استخداماً لتقدير قيمة الشركة لدقته وكثرة استخدامه في العديد من الدراسات السابقة (مثل: أبوسالم، ٢٠١٨ ؛ غالي، ٢٠١٨). وهو عبارة عن نسبة القيمة السوقية للأصول إلي إجمال القيمة الدفترية للأصول، ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية (Gao and Jia , 2016 & Arouri, 2017):

$$Tobin's Q = \frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} + \text{القيمة الدفترية للديون}}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$$

حيث أنه يتم حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية من خلال: حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر الإغلاق. وكلما زادت قيمة ناتج النموذج عن الواحد الصحيح ، دل ذلك علي أن القيمة السوقية للأصول أكبر من القيمة الدفترية لها. وذلك يعتبر مؤشر علي زيادة العائد علي الاستثمار ووجود فرص للنمو في المستقبل ، وكذلك دليل علي زيادة قيمة الشركة (الصيرفي ، ٢٠١٦ ؛ Florio & leoni , 2017) .

في ضوء العرض السابق يلاحظ الباحث تعدد مقاييس قيمة الشركة، وسوف يعتمد الباحث في قياس قيمة الشركة علي نموذج Tobin's Q وذلك في التحليل الأساسي لنموذجي الدراسة، نظراً لأنه المقياس الأكثر قبولاً من جانب الدراسات السابقة، بينما

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

سيتم الاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للأسهم المتداولة كمقياس لقيمة الشركة وذلك لأغراض تحليل حساسية نتائج الدراسة. وبعد أن تعرض الباحث للتأصيل النظري لمتغيرات الدراسة سيتناول الباحث في القسم التالي تحليل للدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة.

القسم الثاني

تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات الدراسة

يقدم الباحث في هذا القسم تحليل للدراسات السابقة، بهدف دعم الإطار النظري الذي تم تناوله في القسم الأول بالدراسات الاختبارية ذات الصلة بمشكلة البحث، وذلك للتعرف على منهجياتها والمتغيرات التي اخضعتها للدراسة، وأهم النتائج التي توصلت إليها، كما يتضمن تطوير فرضيات البحث في ضوء ما إنتهت إليه نتائج الدراسات السابقة. وقد تم تقسيم الدراسات السابقة كما يلي:

٢.١. تحليل العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة واشتقاق فرضية الدراسة الأولى:

استهدفت دراسة دادان & بديدة (٢٠١١) تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح علي قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 في بورصة باريس. وتم الاعتماد علي عينة مكونة من ٣٣ شركة مدرجة في المؤشر CAC40 خلال الفترة من (٢٠٠٧-٢٠٠٩)، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة. وتمثل المتغير المستقل في سياسة توزيع الأرباح وتم قياسه بنصيب السهم من التوزيعات، وربحية السهم الواحد. بينما تمثل المتغير التابع في قيمة الشركة وتم قياسه من خلال متوسط سعر السهم في الفترة من (٢٠٠٨-٢٠١٠). أشارت نتائج هذه الدراسة إلي أن: سياسة التوزيعات النقدية لها تأثير موجب علي قيمة الشركة. لا يوجد تأثير لربحية السهم علي قيمة الشركة. وفي ذات السياق استهدفت دراسة (Egbeonu et al. (2016 معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح علي قيمة الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا. وقد تم الاعتماد علي عينة مكونة من ١٢ شركة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال ٥ سنوات، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

فروض الدراسة. تمثل المتغير المستقل في سياسة توزيع الأرباح وتم قياسها بالنسب التالية: توزيعات الأرباح للسهم، ربحية السهم، ونسبة الربح بعد الضريبة إلى حقوق المساهمين. بينما تمثل المتغير التابع في قيمة الشركة، وتم قياسه من خلال متوسط القيمة السوقية للشركة خلال ٥ سنوات. وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن: هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة. وهناك علاقة طردية بين ربحية السهم وقيمة الشركة. أما دراسة (Budagaga (2017 فقد استهدفت معرفة أثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول. تم الاعتماد على عينة مكونة من ٤٤ شركة مدرجة في بورصة إسطنبول في الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٥، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد في تحليل البيانات. وتمثل المتغير المستقل في توزيع الأرباح وتم قياسه بنصيب السهم من التوزيعات من خلال قسمة التوزيعات النقدية على عدد الأسهم. بينما تمثل المتغير التابع في قيمة الشركة وتم قياسه بالقيمة السوقية للشركة والقيمة الدفترية للشركة والدخل المتبقي للشركة. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة.

دراسة (Lumapow & Tumiwa (2017 استهدفت هذه الدراسة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة والإنتاجية على قيمة الشركة. تم الاعتماد على عينة مكونة من ٢٣ شركة تصنيع مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٤، وتم استخدام نموذج الانحدار في تحليل البيانات. وقد تمثل المتغير المستقل في سياسة توزيع الأرباح، حجم الشركة. الإنتاجية وتم قياسها بنسبة معدل دوران الأصول من خلال قسمة صافي المبيعات على الأصول. أما المتغير التابع فهو قيمة الشركة. أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن: سياسة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي على قيمة الشركة، في حين أن حجم الشركة والإنتاجية لهما تأثير إيجابي على قيمة الشركة.

بينما هدفت دراسة (Kusumawati et al., (2021 معرفة أثر الربحية وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في قطاع شركات البنية التحتية والمرافق والنقل. وقد تم الاعتماد على عينة مكونة من ١٠ شركات مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من ٢٠١٦-٢٠١٨، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد في تحليل البيانات. تمثل المتغير

المستقل في سياسة توزيع الأرباح وتم قياسها بنسبة توزيعات السهم الواحد إلى ربحية السهم، والربحية وتم قياسها بمعدل العائد على الأصول ROA. أما المتغير التابع فهو قيمة الشركة وتم قياسها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن: سياسة توزيع الأرباح والربحية معاً لهما تأثير على قيمة الشركة، ولكن نتيجة الاختبار الجزئي أظهرت الآتي: أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير موجب على قيمة الشركة، في حين أن الربحية ليس لها تأثير على قيمة الشركة.

دراسة Dang et al.,(2021) استهدفت تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة. تم الاعتماد على جميع الشركات المدرجة في بورصة هوشي كعينة للدراسة في الفترة من ٢٠٠٦-٢٠١٧، وتم استخدام نموذج الانحدار في تحليل البيانات. وتمثل المتغير المستقل في سياسة توزيع الأرباح وتم قياسها بنسبة إجمالي توزيعات الأرباح إلى إجمالي التوزيعات المستحقة مضروبة في سعر السهم. أما المتغير التابع، فقد تمثل في قيمة الشركة وتم قياسه بمؤشر Tobin's Q من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها صافي الديون على إجمالي القيمة الدفترية للأصول، أو من خلال سعر السهم في نهاية السنة. وقد استخدمت الدراسة ثلاثة متغيرات ضابطة هي: حجم الشركة وتم قياسه بإجمالي الإيرادات، الرافعة المالية وتم قياسها بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، معدل العائد على الأصول وتم قياسه بنسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول. وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن: توزيعات الأرباح والربحية وحجم الشركة لهم تأثير إيجابي على قيمة الشركة، في حين أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي على قيمة الشركة.

بينما هدفت دراسة Launtu (2021) تحديد أثر التدفق النقدي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا. وبالاعتماد على عينة مكونة من ١٢٥ شركة تصنيع مدرجة في البورصة في الفترة من (٢٠٠٩-٢٠١٣)، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد في تحليل البيانات. تمثل المتغير المستقل في سياسة توزيع الأرباح، والتدفق النقدي ويتم تصنيفه على أساس الأنشطة إلى: أنشطة تشغيلية وأنشطة استثمارية وأنشطة تمويلية. بينما تمثل المتغير التابع في

قيمة الشركة. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن لسياسة توزيع الأرباح والتدفق النقدي تأثير إيجابي على قيمة الشركة.

الغرض من دراسة (Bachmeier (2022 هو التحقيق تجريبياً فيما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على تقلب أسعار الأسهم في مؤشر ستاندرد آند بورز ١٠٠. تم فحص عينة من ٣٤ شركة على أساس ربع سنوي بين عامي (٢٠١٠ - ٢٠٢٠). تم تحليل ١٤٩٦ مشاهدة باستخدام انحدار المربعات الصغرى العادية المجمعة ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. وقد تم تحليل انحدار المتغير التابع تقلب أسعار الأسهم على المتغير المستقل سياسة توزيع الأرباح. ، وتم تضمين متغيرات ضابطة تتمثل في الرافعة المالية وحجم الشركة ونمو الأصول وتقلب الأرباح. وقد أظهرت النتائج أن عائد التوزيعات له تأثير موجب على تقلب أسعار الأسهم، في حين لم يكن للتوزيعات المدفوعة أي تأثير. وبصرف النظر عن الحجم، الذي كان سلبياً بشكل معنوي، وجد أن جميع المتغيرات الضابطة الأخرى غير معنوية.

أما دراسة (Alfian &Ghozali (2024 فقد استهدفت تحديد أثر هيكل رأس المال وسياسة توزيعات الأرباح والربحية والتجنب الضريبي على قيمة الشركة. وقد تم الاعتماد على عينة مكونة من ٣٠ شركة من شركات التصنيع المقيدة ببورصة إندونيسيا في الفترة من ٢٠١٨ - ٢٠٢٢ ، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة. وقد تمثل المتغير المستقل في هيكل رأس المال وتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية، بينما تم قياس سياسة توزيعات الأرباح بقسمة توزيعات الأرباح على ربحية السهم. أما الربحية فقد تم قياسها بمعدل العائد على حقوق الملكية بقسمة صافي الربح على إجمالي حقوق الملكية. والتجنب الضريبي من خلال قسمة إجمالي الضرائب على الدخل قبل الضريبة. أما المتغير التابع فقد تمثل في قيمة الشركة وتم قياسها من خلال قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية. أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن هيكل رأس المال له تأثير سالب على قيمة الشركة، وأن للربحية تأثير موجب على قيمة الشركة، في حين أن سياسة توزيعات الأرباح والتجنب الضريبي ليس لهما تأثير على قيمة الشركة.

أما دراسة Sherif et al. (2024) فقد استهدفت اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم في مصر وشرح كيفية استجابة المستثمرين في الأسواق الناشئة للتغيرات في سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركات. تشمل عينة الدراسة ٦٩ شركة مدرجة في البورصة المصرية (EGX) في الفترة (٢٠١٦ – ٢٠٢٢). وقد تم تحليل البيانات باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة ثنائي الاتجاه، ونموذج المربعات الصغرى المرجحة. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين عائد توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم.

ويلاحظ الباحث على الدراسات التي تناولت العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة تنوع بينات دراسة العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة وما توصلت إليه من نتائج، حيث أجريت في بيئات أجنبية مختلفة، بينما لم تتطرق أي منها إلى البيئة المصرية في حدود علم الباحث، لذا ستقوم هذه الدراسة بالتطبيق على الشركات غير المالية المساهمة المصرية. اعتمدت هذه الدراسات في قياس توزيعات الأرباح على عدة مقاييس وهي: نسبة توزيعات الأرباح للسهم من خلال قسمة توزيعات الأرباح للسهم الواحد على ربحية السهم. نصيب السهم من التوزيعات من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية. نسبة إجمالي توزيعات الأرباح إلى إجمالي التوزيعات المستحقة مضروبه في سعر السهم. كما اعتمدت هذه الدراسات في قياس قيمة الشركة على عدة مقاييس وهي: نسبة Tobin's Q ، القيمة السوقية للشركة، القيمة الدفترية للشركة ، سعر السهم في نهاية الفترة ، متوسط سعر السهم خلال فترة معينة ، من خلال قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية.

طبيعة النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات تشير إلى أن: أظهرت نتائج دراسة كلاً من (Dang, et al., 2021, Kusumawati & et al., 2021, Launtu, 2021, Budagaga, 2017, وجود تأثير موجب لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة. وأظهرت نتائج دراستي (Lumapow & Tumiwa, 2017, Egbeonu, et al., 2016) وجود تأثير

سالب لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة. وأظهرت دراسة (Alfian & Ghozali, 2024) عدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة.

إلى جانب ما سبق فقد كشفت دراسة (Said (2024 في مراجعة للأدبيات التجريبية السابقة بشأن العلاقة بين سياسة توزيع الشركات للأرباح وأدائها في بلدان وسياقات مختلفة عن نتائج غير حاسمة. ففي حين توصلت معظم البحوث إلى علاقة موجبة، أظهرت بحوث أخرى علاقة سالبة. كما أظهرت بعض البحوث علاقة غير ذات دلالة إحصائية. ومع ذلك، يمكن ملاحظة أن معظم البحوث أظهرت وجود علاقة مهمة بين سياسة توزيع أرباح الشركات وأدائها، مما يؤكد على أهمية سياسة توزيع أرباح الشركات فيما يتعلق بأداء الشركة وقيمتها. وعلاوة على ذلك، يمكن ملاحظة أن معظم البحوث أجريت في البلدان المتقدمة، مما يعني الحاجة إلى مزيد من البحث حول إنعكاسات سياسة توزيع أرباح الشركات في البلدان النامية.

وفقاً لنظرية "عصفور في اليد" نجد أن ارتفاع نسبة توزيعات الأرباح تمثل مؤشر إيجابي لتوقعات المستثمرين وتزيد من رغبتهم للاستثمار في الشركة، حيث أن ارتفاع نسبة التوزيعات يؤدي إلي ارتفاع سعر سهم الشركة مما ينعكس علي قيمتها. وفي هذا الصدد أشارت نتائج دراسات سابقة إلي أن توزيعات الأرباح لها تأثير موجب علي قيمة الشركة (دادان & بديدة، ٢٠١١ ؛ Launtu, 2021 ; Budagaga, 2017; Dang, et al., 2021). وعلى النقيض مما سبق أشارت نتائج دراسات أخرى أنه كلما ارتفعت توزيعات الأرباح كلما انخفضت قيمة الشركة (Egbeonu, et al., 2016; Lumapow & Tumiwa, 2017). وبناءً علي ما سبق يمكن إشتقاق الفرض الأول للدراسة في صيغة العدم علي النحو التالي:

ف ١: لا يوجد أثر لتوزيعات الأرباح علي قيمة الشركة.

٢.١. تحليل أثر جودة المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة واشتقاق فرضية الدراسة الثانية:

كأثر لجودة المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، جاءت دراسة (Bakri (2021 وفيها تم التعبير عن جودة المراجعة والتي تم قياسها من خلال حجم مكتب المراجعة (مكاتب المراجعة الأربع الكبار). وعلى عينة مكونة من ١٩٤ شركة خلال الفترة من (٢٠٠٥ - ٢٠١٩) وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد، كشفت النتائج أن توزيعات الأرباح أثرت سلباً على قيمة الشركة، في حين خففت جودة المراجعة من العلاقة بين المتغيرين. توفر نتائج الدراسة معلومات جديدة يمكن تطبيقها على المديرين لوضع استراتيجيات الاستثمار في السوق المالية. يمكن أن يستفيد المدير من نتائج الدراسة عند وضع استراتيجيته، وخاصة من خلال النظر في التأثير المعدل لجودة المراجعة في الحد من عدم تماثل المعلومات الذي يحيط بعلاقة توزيعات الأرباح وقيمة الشركة.

كما بحثت دراسة (Oroud et al. (2023 في كيفية تأثير جودة المراجعة على علاقة مؤشرات الأداء المالي بعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان. وعلى عينة من ٩٥ شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من (٢٠١٣ - ٢٠٢١). تبين وجود علاقة سالبة معنوية بين القيمة الدفترية للشركة وعوائد أسهمها. كما أشارت النتائج إلى التأثير المعدل لجودة المراجعة في العلاقة بين الأداء المالي وعوائد الأسهم. حيث يعمل حجم شركة المراجعة على تعديل العلاقة بين عوائد أسهم الشركة وأرباح السهم الواحد.

أشارت الدراسات السابقة إلى نتائج متضاربة حول العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة مما يتطلب مزيداً من الدراسات، حيث قد يتم تعديل تلك العلاقة غير المتسقة باستخدام متغيرات مختلفة. تشير الدراسة الحالية على وجه التحديد إلى أن جودة المراجعة هي أحد عوامل التعديل التي قد تؤثر على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. حيث تلعب جودة المراجعة دوراً حاسماً في تعزيز مصداقية المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة كوكيل

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

عن الملاك (Huguet & Gandía, 2016). وترتبط شركات المراجعة المعروفة باسم الشركات الأربع الكبرى بتقديم مراجعة عالية الجودة بما تمتلكه من موارد مختلفة وتوظيف موظفين مؤهلين لعملية المراجعة (Miko & Kamardin, 2015). لذلك، من المتوقع أن تؤدي جودة المراجعة الأعلى إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات وزيادة الشفافية. وفقاً Deshmukh (٢٠٠٣) فإن المستوى الأعلى من عدم التماثل في المعلومات الذي يمكن إظهاره من خلال انخفاض مستوى جودة المراجعة قد ينعكس في انخفاض الأرباح المدفوعة للمساهمين.

بالإضافة إلى التأثير على توزيعات الأرباح، تعمل جودة المراجعة على تعزيز قيمة الشركة. أشار Hussainey (2009) إلى أن جودة المراجعة كما تمثلها شركات المراجعة الأربع الكبرى تخلق فرصة للمستثمرين لتوقع أرباحهم المستقبلية، مما يؤدي إلى تقييم أفضل للشركة. وفقاً لنظرية الإشارة، تعمل توزيعات الأرباح كدالة تعكس آفاق الشركة؛ من المرجح أن تولد الشركة توزيعات أرباحاً متزايدة بما يتماشى مع ثقة المستثمرين في أدائها المستقبلي. باستخدام نفس المنطق، يمكن النظر إلى الشركة التي خضعت للمراجعة من قبل الشركات الأربع الكبرى على أنها إشارة لتحديد قيمة شركتها حيث يخلق هذا الوضع تنبؤاً أفضل بشأن الأرباح المستقبلية. في ضوء نظرية الإشارة فإنه من المتوقع أن تؤدي جودة المراجعة إلى تأثير معدل على العلاقة التي تربط بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. وبناءً على ما سبق يمكن إشتقاق الفرض الثاني للدراسة في صيغة الفرض البديل على النحو التالي:

ف٢: يوجد أثر معنوي لجودة المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة

وبعد أن انتهى الباحث من عرض الدراسات السابقة، وتطوير فرضيات الدراسة، سنتناول الباحث في الفصل التالي الدراسة الاختبارية.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

القسم الثالث تصميم الدراسة

ناقش الباحث فيما سبق التأصيل العلمي لمتغيرات الدراسة، موضحاً علاقة توزيعات الأرباح بقيمة الشركة، والدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية. وللتحقق من هذا الأمر اختبارياً، خصص الباحث هذا القسم لبيان منهجية الدراسة الاختبارية، وذلك بدءاً من تصميم الدراسة الاختبارية.

٣.١. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (٢٠١٦ - ٢٠٢٠) بعد استبعاد الشركات المالية المقيدة بالبورصة والمتمثلة في قطاعي البنوك، والخدمات المالية بخلاف البنوك، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة. ويعتمد الباحث بشأن إتمام البحث الحالي على عينة ميسرة من تلك الشركات المقيدة والحصول على المشاهدات الخاصة بمفردات هذه العينة خلال سنوات الدراسة وفقاً لمدخل (Firm- Year Observations) وذلك في ضوء عدة اعتبارات، أهمها: أن تتوافر القوائم المالية السنوية للشركات خلال فترة الدراسة، وأن تكون القوائم المالية للشركات بالعملة المصرية، وأن يكون قد تم تداول أسهم الشركات بانتظام خلال فترة الدراسة. وبلغت العينة النهائية للدراسة (٤٥٣) مشاهدة موزعة على (١٤) قطاعاً إقتصادياً غير مالي، ويوضح الجدول رقم (١) العينة النهائية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي لسوق الأوراق المالية المصرية.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

جدول رقم (١): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

بيــــــــان	السنوات وعدد الشركات					إجمالي
	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠	٢٠٢٠-٢٠١٦
	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد المشاهدات
عدد الشركات المقيدة	٢٢٢	٢٢٢	٢٢٠	٢١٨	٢١٥	١٠٩٧
يستبعد الشركات المالية	(٤٦)	(٤٧)	(٤٩)	(٥١)	(٤٥)	(٢٣٨)
عدد الشركات غير المالية المقيدة	١٧٦	١٧٥	١٧١	١٦٧	١٧٠	٨٥٩
عدد شركات عينة البحث	٨٩	٨٧	٩٥	٩٣	٨٩	٤٥٣
نسبة العينة إلى مجتمع البحث	%٥٠,٦	%٤٩,٧	%٥٥,٦	%٥٥,٧	%٥٤,٤	%٥٢,٧

٣.٢. مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتمدت الدراسة في الحصول على البيانات الفعلية التي تقدمها الشركات من خلال القوائم والتقارير المالية السنوية، والتي يتم الحصول عليها من خلال ثلاثة مصادر أساسية وهي: (١) موقع معلومات مباشر مصر: بما يتضمنه من تقارير وقوائم مالية سنوية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية. (٢) موقع شركة مصر لنشر المعلومات. (٣) موقع بورصة الأوراق المالية: بما تحتويه من تقارير إفصاح إلزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، طبقاً لقواعد القيد.

٣.٣. صياغة نماذج البحث والتعريفات الإجرائية للمتغيرات

بشأن اختبار فرضيات البحث، يتم الاعتماد على نموذج تحليل للانحدار الخطي المتعدد (Multiple Liner Regression Analysis)، حيث سيعتمد الباحث على نموذجين للانحدار، يتعلق النموذج الأول باختبار فرضية البحث الأولى، ويبنى على أن قيمة الشركة يعد دالة في كل من توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{قيمة الشركة} = \text{دالة (توزيعات الأرباح + المتغيرات الضابطة)}$$

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار الأول علي النحو المبين بالمعادلة رقم (١):

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ DPS}_{it} + \beta_2 \text{ FSize}_{it} + \beta_3 \text{ LEV}_{it} + \beta_4 \text{ ROA}_{it} + \beta_5 \text{ MANGOWN}_{it} + \beta_6 \text{ INSTOWN}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

بينما يتعلق النموذج الثاني باختبار فرضية البحث الثانية، ويبنى على أن قيمة الشركة يعد دالة في كل من التفاعل بين (جودة المراجعة الخارجية * توزيعات الأرباح)، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{قيمة الشركة} = \text{دالة (جودة المراجعة الخارجية * توزيعات الأرباح)} + \text{المتغيرات الضابطة}$$

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار الثاني علي النحو المبين بالمعادلة رقم (٢):

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ DPS}_{it} + \beta_2 \text{ BIG}_{4it} + \beta_3 \text{ DPS}_{it} * \text{BIG}_{4it} + \beta_4 \text{ FSize}_{it} + \beta_5 \text{ LEV}_{it} + \beta_6 \text{ ROA}_{it} + \beta_7 \text{ MANGOWN}_{it} + \beta_8 \text{ INSTOWN}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

حيث:

- Tobin's Q : قيمة الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- DPS_{it} : نصيب السهم من التوزيعات بالشركة (i) عن الفترة (t).
- FSize_{it} : حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- LEV_{it} : الرافعة المالية (المديونية) بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- ROA_{it} : معدل العائد على الأصول بالشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- BIG_{4it} : حجم مكتب مراجعة الشركة (i) عقب انتهاء الفترة (t).

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

DPS_{it}^* : تفاعل توزيعات الأرباح وحجم مكتب مراجعة الشركة (i) في الفترة
 $BIG_{4it}(t)$.
 $MANGOWN_{it}$: نسبة الملكية الإدارية بالشركة (i) خلال الفترة (t).
 :
 $INSTOWN_{it}$: نسبة الملكية المؤسسية بالشركة (i) خلال الفترة (t).
 $\beta_1-\beta_8$: معاملات المتغيرات المدرجة بالنماذج.
 ε_{it} : الخطأ العشوائي

١. متغيرات الدراسة و التعريف الإجرائي لها:

جدول رقم (٢): التعريفات الاجرائية لمتغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير
المتغير التابع: قيمة الشركة		
مؤشر توبين كيو	Tobin's Q	يتم التعبير عنها من خلال قسمة (القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة مطروحة منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية الفترة) مضاعفاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة على القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة (أبوسالم، ٢٠١٨).
المتغير المستقل: توزيعات الأرباح		
نصيب السهم من التوزيعات	DPS	يتم احتسابها من خلال قسمة توزيعات الأرباح في نهاية الفترة على عدد الأسهم (Saluj, et al., 2022 ; Budgaga, 2017).
المتغير المنظم:		
جودة المراجعة الخارجية	BIG ₄	يتم قياسه باستخدام حجم مكتب المراجعة، ويتم إعطاؤه إحدى القيمتين: القيمة (١): إذا كانت الشركات يتم مراجعتها من خلال أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big4)، والقيمة (٠) بخلاف ذلك (سمرة وآخرون، ٢٠٢٤).
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	FSIZE _{it}	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول بالقيمة الدفترية كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة في نهاية الفترة t (بلال، ٢٠٢٤).
الرافعة المالية	LEV _{it}	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالي الالتزامات (المتداولة وغير المتداولة) على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة t (سمرة وآخرون، ٢٠٢٤).
معدل العائد على الأصول	ROA _{it}	يتم احتسابه من خلال قسمة صافي الربح على إجمالي الأصول (متولي وبلال، ٢٠٢٤).
الملكية الإدارية	MANGOWN _{it}	نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة إلى أسهم الشركة (اسماعيل وآخرون، ٢٠١٨).
الملكية المؤسسية	INSTOWN _{it}	نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات إلى أسهم الشركة (اسماعيل وآخرون، ٢٠١٨).

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

٣.٤. مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نموذج الدراسة:

تبحث الدراسة الحالية في العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، فضلاً عن الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية على تلك العلاقة. ولأغراض التحكم والضبط قام الباحث بتضمين نموذجي الانحدار المستخدمين لأغراض اختبار فرضي الدراسة ببعض المتغيرات. ويعرض الجدول رقم (٣) للمتغيرات الضابطة ومبررات استخدامها في الدراسة الحالية:

جدول رقم (٣)

المتغيرات الضابطة ومبررات استخدامها

المتغير	مبررات استخدامه
١- حجم الشركة	يعد حجم الشركة أحد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة، حيث يمثل كبير حجم الشركة مؤشراً على جودة نموها، وهذا يعطي إشارة إيجابية للمستثمرين مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم ومن ثم قيمة الشركة. كما يعكس كبير حجم الشركة إنجاز أفضل للربح مستقبلاً (Yousefinjad et al., 2017). كما توصلت دراستي Dang, (2021; Hapsoro, 2020) إلى وجود تأثير موجب لحجم الشركة على قيمة الشركة. وعلى نحو مماثل أشارت نتائج دراسة (بلال، ٢٠٢٤) والتي أجريت على عينة من الشركات غير المالية بالبنية المصرية إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين حجم الشركة وأسعار أسهمها. وعلى النقيض من ذلك أشار (Agrawal and Knoeber, 1996) إلى أن هناك علاقة سالبة بين حجم الشركة وقيمة الشركة، حيث أنه كلما زاد حجم الشركة فإن قدرة الإدارة على مراقبة أنشطتها تتخفف. ونظراً لأن العينة سوف تشمل على شركات متباينة من حيث الحجم فإنه من الضروري التحكم في حجم الشركات حتى لا يؤثر ذلك على نتائج الدراسة. كما توصلت دراسة (Setiadharna and Machali, 2017) إلى أنه ليس هناك أثر لحجم الشركة على قيمة الشركة.
٢- الرافعة المالية	تقلس الرافعة المالية بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول بالقيم الدفترية. تعبر الرافعة المالية عن مدى اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية، وقد أشارت عديد من الدراسات السابقة إلى وجود أثر موجب للرافعة المالية على قيمة الشركة على سبيل المثال: (Augustine et al., 2020 and Hasanudia et al., 2019). بما يعني أن الشركات ذات نسبة المديونية المرتفعة تكون قيمتها عالية، وذلك لأن اعتمادها على الديون يزيد من قيمتها؛ لأن ذلك قد يحسن من رقابة الدائنين على الإدارة حرصاً على أموالهم مما يمثل دافعاً لتحسين أداء الشركات؛ وبالتالي يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة (أحمد، ٢٠٢١). وعلى النقيض مما سبق أشارت دراسة (Kimathi, 2015) إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. ومن جهة أخرى فقد توصلت دراسة (zeitun and Al-Kawari, 2012) إلى عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.
٣- معدل العائد على الأصول	يعتبر أحد المتغيرات الهامة التي قد تؤثر على قيمة الشركة. حيث توصلت دراسة كلاً من (Rahmwati, 2017; Dang, 2021) إلى وجود تأثير موجب لربحية الشركة على قيمتها. فالشركات ذات الربحية المرتفعة يزيد من طلب المستثمرين على شراء أسهمها، فتعتمد الشركات على الربحية (نسبة معدل العائد على الأصول) لجذب المستثمرين لها،

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

كلما ارتفعت هذه النسبة زاد طلب المستثمرين على أصول الشركة مما يزيد من قيمتها. في حين أظهرت دراسة (Rohim, et al., 2019) إلى وجود تأثير سالب لمعدل العائد على الأصول على قيمة الشركة ، ويرجع سبب ذلك إلى أن هناك تدخلات في نشر البيانات المالية لمصلحة جهات معينة، مما قد يؤدي إلى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية وبالتالي يعطي إشارة سلبية على قيمة وأداء الشركة. ويقاس معدل العائد على الأصول بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول. كما قدمت دراسة (Gbegi and Jehu, 2023) سياسة توزيع الأرباح كمعدل لفحص تأثيرها على العلاقة بين الربحية وقيمة الشركة للبنوك المدرجة في نيجيريا. اعتمدت الدراسة تصميم البحث Ex Facto واستخدمت الدراسة عشر سنوات، من 2012 إلى 2021. يتكون مجتمع الدراسة من 15 بنكاً مدرجاً ببورصة نيجيريا، وتم اختيار 12 بنكاً. تم استخدام STATA لتحليل البيانات، وكشفت النتائج عن وجود ارتباط مباشر سلبي بين الربحية كما تم التعبير عنها من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وقيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية المضافة. علاوة على ذلك، تعمل نسبة سياسة توزيع الأرباح الأعلى على تعزيز العلاقة بين الربحية وقيمة الشركة.	
فقد أشارت دراسة (Jensen and Meckling, 1976) أن لهيكل الملكية تأثيراً على مشاكل الوكالة، فأوضحت نتائجها أن الملكية الإدارية المرتفعة تقلل من تكاليف الوكالة مما يزيد من قيمة الشركة. وقد اتفقت مع هذه النتيجة دراسة (Sahrul & Novita, 2020) حيث أوضحت نتائجها وجود تأثير إيجابي للملكية الإدارية على قيمة الشركة. وأظهرت دراسة (Kusumawati & Setiawan, 2019) أن الملكية الإدارية لها تأثير إيجابي على قيمة الشركة، فارتفاع نسبة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة سيجعل مصالحهم تتفق مع مصالح باقي المساهمين مما يزيد من قيمة الشركة والعكس في حالة انخفاض هذه النسبة. في حين أظهرت نتائج دراسة (Mukaria et al., 2020) أن الملكية الإدارية لها تأثير سلبي على قيمة الشركة. وعلى النقيض أظهرت نتائج دراسة كلاً من (Putra & Yunita, 2019; Almari et al., 2021) أن الملكية الإدارية ليس لها تأثير على قيمة الشركة.	٤- الملكية الإدارية
توصلت دراسة (Mukaria et al., 2020) إلى أن للملكية المؤسسية تأثير إيجابي على قيمة الشركة. واتفقت معها دراسة (Rohim et al., 2019). وعلى النقيض أظهرت نتائج دراسة كلاً من (Putra & Yunita, 2019; Almari, et al., 2021) أن الملكية المؤسسية ليس لها تأثير على قيمة الشركة. في حين أشارت نتائج دراسة (Imaduddin et al., 2023) إلى وجود تأثير سلبي للملكية المؤسسية على قيمة الشركة فكلما زادت نسبة الملكية المؤسسية قلت قيمة الشركة.	٥- الملكية المؤسسية

وبعد الانتهاء من تصميم الدراسة الاختبارية، يقوم الباحث في القسم الرابع بعرض نتائج الدراسة الاختبارية من إحصاءات وصفية ونتائج تحليل الانحدار المتعدد التي تم التوصل إليها تمهيداً لاختبار فرضيات الدراسة الحالية.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

القسم الرابع

الإحصاءات الوصفية واختبار فرضيات الدراسة

مقدمة:

يقوم الباحث في هذا القسم بعرض ومناقشة الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، وكذلك مصفوفة الارتباط وذلك تمهيداً لاختبار فروض الدراسة ، لذا سيتناول الباحث ما يلي:

٤.١. الإحصاءات الوصفية:

يعرض الجدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذجي الدراسة الحالية، وهي: متغير توزيعات الأرباح، ومتغير قيمة الشركة، والمتغيرات الضابطة، والمتغيرات المنظمة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة الدراسة.

جدول رقم (٤): إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
المتغير التابع: قيمة الشركة					
(Tobins`Q) توبين كيو	٤٥٣	.0926	13.7835	1.2379	1.2390
المتغير المستقل: توزيعات الأرباح					
نصيب السهم من التوزيعات	٤٥٣	٠.٠٠٠٠	140	1.2762	7.1907
المتغيرات الضابطة					
حجم الشركة	٤٥٣	15.7576	٢٥.٢٩٠٤	20.4816	1.8064
الرافعة المالية	٤٥٣	.0000	3.6988	.4621	٥.315
معدل العائد على الأصول	٤٥٣	-.6905	.3414	.0429	.1063
الملكية الإدارية	٤٥٣	.0000	89.119	9.8143	18.6132
الملكية المؤسسية	٤٥٣	.0000	100.0000	50.8019	31.5524
المتغير المنظم: جودة المراجعة الخارجية					
حجم مكتب المراجعة	٤٥٣	٠	١	٢٩.٦	٠.٤٥٥

وباستقراء الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغير قيمة الشركة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن نسبة توبين كيو تتراوح بين (٠.٠٩٢٦ ، ١٣.٧٨٣٥) بمتوسط يبلغ ١.٢٣٧٩ وانحراف معياري قدره ١.٢٣٩٠ تقريباً. وفيما يتعلق بمتغير نصيب السهم من توزيعات الأرباح فإنها تتراوح بين (٠، ١٤٠) وذلك بمتوسط يبلغ ١.٢٧٦٢ وانحراف معياري قدره 7.1907 تقريباً.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٤) أن حجم شركات العينة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (١٥.٧٥٧٦ ، ٢٥.٢٩٠٤) تقريباً، ومتوسط يبلغ ٢٠.٤٨١٦ تقريباً، وبانحراف معياري قدره ١.٨٠٦٤ تقريباً. وبإلقاء النظر على متغير الرافعة المالية، يتبين أن متوسط نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول يبلغ ٠.4621 على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة، مما يعني أن متوسط حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول يبلغ ٠.٥٣٧٩ وتعكس تلك النسبة ميل الشركات للاعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية مقارنة بالديون عند تحديد التشكيلة التي تتكون منها مصادر تمويل أستخدمتها. وبالنسبة لمعدل العائد على الأصول فقد تبين أن معدل العائد على الأصول على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح ما بين (6905- ، ٠.٣٤١٤) وذلك بمتوسط قدره ٠.٠٤٢٩ وانحراف معياري ٠.١٠٦٣.

وفيما يتعلق بمتغيرات هيكل الملكية والمتضمنة بالجدول رقم (٤)، يلاحظ الباحث أن نسبة الملكية الإدارية على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (٠ ، ٨٩.١١٩) وذلك بمتوسط يبلغ 9.8143 وانحراف معياري قدره 18.6132 تقريباً. بما يعني انخفاض الوزن النسبي للمساهمات المباشرة لأعضاء مجلس الإدارة في هيكل ملكية الشركات غير المالية المساهمة المصرية. في حين أن نسبة الملكية المؤسسية على مستوي شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح بين (١٠٠،٠) وذلك بمتوسط يبلغ 50.8019 وانحراف معياري قدره 31.5524 تقريباً. بما يعني

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

ارتفاع الوزن النسبي لمساهمات المستثمرين من المؤسسات في هياكل ملكية الشركات غير المالية المساهمة المصرية.

أما فيما يتعلق بالمتغير المنظم وهو جودة المراجعة الخارجية معبراً عنها بحجم مكتب المراجعة فقد تبين للباحث أن ٣٠% من إجمالي مشاهدات العينة خلال فترة الدراسة يتم مراجعتها من جانب مكاتب مراجعة تنتمي إلى المكاتب الأربعة الكبار.

٤.٢. تحليل الارتباط:

تعد مصفوفة ارتباط بيرسون (person correlation matrix) الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الأزواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية. وتظهر مصفوفة ارتباط بيرسون على مستوي شركات عينة الدراسة كما هو موضح بالجدول رقم (٥)، أن الأزواج الخطي لا يمثل مشكلة في الدراسة الحالية، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية (قيمة الشركة بمؤشر توبين كيو، ونصيب السهم من توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة) أقل من (٠.٨٠)، وقد بلغ أقصى معامل ارتباط (-٠.٦٣٦)، وذلك بين متغيري الملكية الإدارية والملكية المؤسسية. ويبين الجدول رقم (٥) مصفوفة ارتباط بيرسون.

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)
١	توبين كيو (Tobins'Q)	1							
٢	توزيعات الأرباح (DPS)	-0.020	1						
٣	حجم الشركة (Fsize)	-0.100**	0.158***	1					
٤	الرافعة المالية (LEV)	0.068	0.072	0.271***	1				
٥	معدل العائد على الأصول (ROA)	-0.076	0.089*	0.118**	-0.514***	1			
٦	الملكية الإدارية (MGROWN)	0.007	-0.018	-0.214***	0.434	0.088*	1		
٧	الملكية المؤسسية (INSOWN)	-0.001	0.103**	0.292***	0.160***	0.002	-0.636***	1	
٨	جودة المراجعة (BIG4)	0.035	0.074	0.441***	0.175***	0.009	-0.035	0.068	1

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوي شركات عينة الدراسة كما هو موضح في الجدول رقم (٥) عدم معنوية الارتباط بين قيمة الشركة وتوزيعات الأرباح، حيث بلغ معامل الارتباط بين توزيعات الأرباح و مؤشر توبين كيو (-0.020). وهذه إشارة مبدئية إلى عدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح المدفوعة للسهم على قيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر توبين كيو. هذا إلى جانب عدم معنوية الارتباط بين قيمة الشركة وكل من (الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، جودة المراجعة الخارجية)، ووجود ارتباط سالب معنوي بين قيمة الشركة وحجم الشركة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تُظهر مصفوفة الارتباط بالجدول رقم (٥) بالنسبة لمتغير حجم الشركة، وجود ارتباط سالب معنوي بين حجم الشركة والملكية الإدارية وارتباط موجب معنوي بين حجم الشركة وكل من (توزيعات الأرباح للسهم، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، الملكية المؤسسية، جودة المراجعة الخارجية). أما متغير الرافعة المالية يتضح من المصفوفة وجود ارتباط سالب معنوي بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الأصول، وارتباط موجب معنوي بين الرافعة المالية وكل من (الملكية المؤسسية، جودة المراجعة الخارجية). بينما لا توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية وكل من (قيمة الشركة، توزيعات الأرباح للسهم، والملكية الإدارية). وفيما يتعلق بمتغير معدل العائد على الأصول تظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) معنوية الارتباط بين معدل العائد على الأصول والملكية الإدارية، بينما لا يوجد ارتباط معنوي بين معدل العائد على الأصول وكل من (قيمة الشركة، الملكية المؤسسية، جودة المراجعة الخارجية).

وفيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين متغيري هيكل الملكية تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٥) وجود ارتباط سالب معنوي بين الملكية الإدارية والملكية المؤسسية، وعدم معنوية الارتباط بين الملكية الإدارية وكل من (قيمة الشركة، توزيعات الأرباح، جودة المراجعة الخارجية). وأخيراً عدم معنوية الارتباط بين الملكية المؤسسية وجودة المراجعة الخارجية.

٤.٣. اختبار فرضيات البحث

في البداية وقبل التطرق لتحليل نتائج التشغيل الإحصائي لنماذج الانحدار الخطي المتعدد، لا بد من التحقق من خلو هذه النماذج من المشكلات التي تواجه عادة نماذج تحليل الانحدار المتعدد وتعمق تحقيق إفتراضات الأساسية، ومن أهم هذه المشكلات ما يلي:

- مشكلة عدم ثبات التباينات للبواقي (Heteroskedasticity):

تم إجراء اختبار White Test for Heteroskedasticity للتحقق من خلو كافة نماذج الدراسة من مشكلة عدم ثبات تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual)، ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد عدم تحقق هذا الافتراض لكافة النماذج المستخدمة في اختبار فروضها بإستثناء نموذج تقدير (البواقي) لقيم المتغير التابع (لوغاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة) (النموذج الثالث والرابع)، أي أن تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual) لقيم المتغير التابع في كافة نماذج إختبارات الفروض غير ثابتة، وتتغير بتغير قيم المتغيرات المفسرة، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لكافة نماذج إختبارات الفروض ($P - Value = 0.000$) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ($P - Value = Sig < 0.05$)، وهذا يعني رفض الفرض العدم (H_0)، وقبول الفرض البديل (H_1)، والقائل عدم وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي) بنماذج إختبارات الفروض. وللتغلب على عدم تحقق هذا الافتراض [(وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي)]، قام الباحث بإستخدام تم استخدام طريقة Robust Standard Error في تحليل الانحدار من برنامج (STATA 17)، والتي تعالج هذه المشكلة.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

جدول رقم (٦)
نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي)

اختبار (White)		نماذج الدراسة
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (Chi-Square)	
٠.349	29.240	النموذج الأول
٠.377	44.238	النموذج الثاني
0.000	91.644	النموذج الثالث
0.000	127.486	النموذج الرابع
453 مفردة		حجم العينة (n)

- مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية (MultiCollinearity):

تم حساب قيم معاملات تضخم التباين (Variance Inflation Factor – VIF) لكافة المتغيرات التفسيرية بنموذج الدراسة للتحقق من خلو النموذج من مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، ويوضح الجدول رقم (7) نتائج هذه القيم، والتي تؤكد على خلو كافة نماذج الدراسة من هذه المشكلة، حيث جاءت قيم معامل تضخم التباين VIF لكافة المتغيرات التفسيرية المدرجة بكافة نماذج الدراسة في الحدود المعقولة عند تشغيله، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين VIF تم الحصول عليها بلغت (2.657) لمتغير (تفاعل جودة المراجعة الخارجية مع توزيعات الأرباح) ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الإزدواج (الارتباط) الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بكافة نماذج الدراسة الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات (معالم Parameters) تلك النموذج وبالتبعية المساهمة في دقة تقدير الأثر النسبي للمتغيرات المفسرة على المتغير التابع موضوع الدراسة (قيمة الشركة) (عناي، ٢٠١١).

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

جدول رقم (٧)

نتائج حساب قيم معاملات تضخم التباين لكافة نماذج اختبارات فروض الدراسة

قيم معاملات تضخم التباين (VIF)				المتغيرات التفسيرية
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول	
1.045	1.044	1.045	1.044	DPS
1.557	1.302	1.557	1.302	Fsize
1.697	1.691	1.697	1.691	LEV
1.599	1.593	1.599	1.593	ROA
1.789	1.784	1.789	1.784	MANGOWN
1.841	1.834	1.841	1.834	INSTOWN
2.154		2.154		BIG4
1.866		1.866		BIG4*dps
453 مفردة				حجم العينة (n)

- مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation):

تم إجراء اختبار دربن واطسون Durbin-Watson للتحقق من صحة افتراض عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم الأخطاء العشوائية (البواقي) بكافة نماذج الدراسة، ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد على عدم صحة هذا الافتراض، حيث أنه بمقارنة قيمة معامل اختبار دربن واطسون Durbin-Watson بالقيمة المثلى وهي القيمة (2)، يتبين أن كل القيم بعيدة عنها، وهذا يعني أن كافة نماذج الدراسة تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals). وللتغلب على عدم تحقق هذا الافتراض [(الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals)]، قام الباحث بإستخدام تم استخدام طريقة Robust Standard Error في تحليل الانحدار من برنامج (STATA 17)، والتي تعالج هذه المشكلة.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

جدول رقم (٨)

نتائج اختبار داربين واطسون لكافة نماذج الدراسة

قيم (Durbin-Watson)	نماذج الدراسة
1.270	النموذج الأول
1.273	النموذج الثاني
٠.706	النموذج الثالث
٠.777	النموذج الرابع
453 مفردة	حجم العينة (n)

ويمكن عرض نتائج تحليل الانحدار التي توصل إليها الباحث بشأن نموذجي الدراسة السابق صياغتها في القسم السابق، على النحو التالي:

٤.٣.١. اختبار الفرضية الأولى

قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار قيمة الشركة (مؤشر توبين كيو) على توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة. 'تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٩) معنوية نموذج الانحدار الخطي لقيمة الشركة معبراً عنه بـ (مؤشر توبين كيو) على مجموعة المتغيرات المفسرة (توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٩) أن قيمة (R^2) المعدلة لانحدار معدل العائد على الأصول على كل من (توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة) تعادل (٠.٠٠٧)، وهو ما يعنى أن (توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة) تقسّر ٠.٧٪ تقريباً من التباين في قيمة شركات عينة البحث.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

جدول رقم (٩)

نتائج تحليل انحدار قيمة الشركة (Tobin's Q) على توزيعات الأرباح والمتغيرات الضابطة

قيمة الشركة (Tobin's Q)				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري	معاملات	
(Sig.)	قيمة (t)	(Std. Error)	الانحدار (β)	
0.049**	4.307	0.6639	٢.٨٥٩٣	ثابت الانحدار (Constant)
0.440	-0.95	0.0013	-0.0012	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
0.106	-2.807	0.0317	-0.0890	حجم الشركة (FSIZE _{it})
0.0410**	4.787	0.0779	٠.٣٧٣٣	الرافعة المالية (LEV)
0.889	-0.1568	0.7989	-0.1253	معدل العائد على الأصول (ROA)
0.909	-0.1282	0.0021	-0.0003	الملكية الإدارية (MGROWN)
0.774	0.327	0.0023	0.0008	الملكية المؤسسية (INSOWN)
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
عدد المشاهدات (N) = 453			قيمة (R ²) المعدلة = 0.007	
دلالة اختبار (F) = 0.000***			قيمة (F) المحسوبة = 3.95e+14	

وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٩) عدم وجود علاقة دالة احصائياً بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو. ويتضح للباحث أن تلك النتيجة تدعم فرضية البحث الأولى "لا يوجد أثر لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة". وتتفق تلك النتيجة مع نتائج دراسات سابقة مثل دراسة (Alfian &Ghozali, 2024) كما تختلف عن نتائج دراسات مثل: (Budagaga, 2017; Dang, et al., 2021; Launtu, 2021) والتي أشارت إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، ودراسات (Egbeonu, et al., 2016; Lumapow & Tumiwa, 2017) والتي أشارت وجود علاقة سالبة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٩) وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ٥٪ بين الرافعة المالية وقيمة الشركة، كما يتضح للباحث عدم معنوية أثر كل من (حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على قيمة الشركة.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

٤.٣.٢. اختبار الفرضية الثانية

تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٠) معنوية نموذج الانحدار الخطي لقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر توبين كيو على مجموعة المتغيرات المفسرة، المتغير التفاعلي (جودة المراجعة الخارجية * توزيعات الأرباح) والمتغيرات الضابطة، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كذلك، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٠) أن قيمة (R^2) المعدلة الخاصة بإنحدار قيمة الشركة على كل من (المتغير التفاعلي، والمتغيرات الضابطة) تعادل (٠.٣١٣٥)، وهو ما يعنى أن (المتغير التفاعلي، والمتغيرات الضابطة) فى معادلة الانحدار تفسر ٣١,٧٪ من التباين فى الأداء المالى لشركات عينة البحث.

جدول رقم (١٠)

نتائج تحليل انحدار قيمة الشركة (Tobin's Q) على التفاعل بين (جودة المراجعة الخارجية * توزيعات الأرباح) والمتغيرات الضابطة

قيمة الشركة (Tobin's Q)				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
0.000***	4.83	.6266	3.0297	ثابت الانحدار (Constant)
0.286	1.07	.0016	.00176	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
0.000***	-3.65	.0291	-.10619	حجم الشركة (FSIZE _{it})
0.156	1.42	.3228	.4586	الرافعة المالية (LEV)
0.464	-0.73	.7628	-.5586	معدل العائد علي الأصول (ROA)
0.713	0.37	.0047	.00176	الملكية الادارية (MGROWN)
0.466	0.73	.0030	.0022	الملكية المؤسسية (INSOWN)
0.000***	-18.67	0.0601	-1.1222	جودة المراجعة (BIG4)
0.000***	63.39	.0162	1.0253	(جودة المراجعة *توزيعات الأرباح)
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
عدد المشاهدات (N) = 453			قيمة (R ²) المعدلة = ٠.٣١٣٥	
دلالة اختبار (F) = 0.000***			قيمة (F) المحسوبة = 863.40	

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (١٠) وجود علاقة موجبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية ١٪ بين المتغير التفاعلي (جودة المراجعة

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية " دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

***توزيعات الأرباح** وقيمة الشركة معبراً عنه مؤشر توبين كيو. وهذا يعني وجود علاقة موجبة معنوية عند ١% بين المتغير التفاعلي (**جودة المراجعة *توزيعات الأرباح**) وقيمة الشركة معبراً عنه بمؤشر توبين كيو. ويتضح للباحث أن تلك النتيجة تدعم فرضية البحث الثانية " يوجد أثر معنوي لجودة المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة". وتتفق تلك النتيجة مع ما أشارت إليه دراسات (Bakri 2021; Oroud et al.,) (2023 حيث أستطاعت جودة المراجعة أن تخفف من العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. ويمكن تفسير ذلك بأن جودة المراجعة كما تمثلها شركات المراجعة الأربع الكبرى تعمل على تعزيز قيمة الشركة عن طريق خلق فرص للمستثمرين لتوقع أرباحهم المستقبلية، مما يؤدي إلى تقييم أفضل للشركة. وفقاً لنظرية الإشارة، تعمل توزيعات الأرباح كدالة تعكس آفاق الشركة؛ ومن المرجح أن تولد الشركة توزيعات أرباحاً متزايدة بما يتماشى مع ثقة المستثمرين في أدائها المستقبلي. باستخدام نفس المنطق، يمكن النظر إلى الشركة التي خضعت للمراجعة من قبل الشركات الأربع الكبرى على أنها إشارة لتحديد قيمة شركتها (Hussainey, 2009).

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٠) وجود علاقة سالبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية ١% بين كل من (حجم الشركة، جودة المراجعة) وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر توبين كيو. وعدم معنوية العلاقة بين كل من (الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على قيمة الشركة.

٤.٤. تحليل حساسية النتائج

في هذا الجزء من البحث يقوم الباحثان بتحليل لحساسية النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي السابق عرضه، ويتناول تحليل الحساسية تأثير التغيير في التعبير عن التعريفات الإجرائية لبعض متغيرات البحث. وينصب تحليل حساسية النتائج في الدراسة الحالية على الأداء المالي حيث سيتم إعادة التعبير عن الأداء المالي بمعدل

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد طالع الدين متولي

العائد على حقوق الملكية بدلاً من معدل العائد على الأصول، وبيان أثر ذلك على نتائج اختبار فرضيات البحث، وذلك على النحو التالي:

٤.٤.١. تحليل حساسية نتائج اختبار الفرضية الأولى

قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار قيمة الشركة (معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لعدد الأسهم المتداولة) على توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة. تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١١) معنوية نموذج الانحدار الخطي لقيمة الشركة (معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لعدد الأسهم المتداولة) على مجموعة المتغيرات المفسرة (توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١١) أن قيمة (R^2) المعدلة لنموذج انحدار قيمة الشركة (معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لعدد الأسهم المتداولة) على كل من توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة تعادل (٠.٦٣٣٨)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار (توزيعات الأرباح، والمتغيرات الضابطة) تفسر ٢٠.٧٪ من التباين في اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لعدد الأسهم المتداولة لشركات عينة الدراسة.

جدول رقم (١١)

نتائج تحليل انحدار قيمة الشركة (لوغاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة) على توزيعات الأرباح والمتغيرات الضابطة

قيمة الشركة لوغاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
0.321	-0.99	0.8105	-0.8051	ثابت الانحدار (Constant)
0.360	0.92	0.0029	0.0027	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
0.000***	23.86	0.0419	1.0017	حجم الشركة (FSIZE _{it})
0.033**	-2.14	0.4439	-0.9511	الرافعة المالية (LEV)

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

0.746	-0.32	0.7913	-0.2563	معدل العائد على الأصول (ROA)
0.657	-0.44	0.0047	-0.0021	الملكية الادارية (MGROWN)
0.205	1.27	0.0027	0.0034	الملكية المؤسسية (INSOWN)
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
عدد المشاهدات (N) = 453				قيمة (R ²) المعدلة = 0.6338
دلالة اختبار (F) = 0.000***				قيمة (F) المحسوبة = 142.57

كما 'تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١١) عدم معنوية العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة معبراً عنها بلوغا يتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة. ويتضح للباحث أن تلك النتيجة تتفق مع ما جاء في نتائج التحليل الأساسي والذي أشار إلى عدم معنوية العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، مما يعني استقرار النتائج وعدم تأثرها بتغيير التعريف الإجرائي لقيمة الشركة كمتغير تابع. كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١١) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية ١٪ بين حجم الشركة وقيمة الشركة، وتتفق تلك النتيجة أيضاً مع ما جاء في التحليل الأساسي. كما توجد علاقة سالبة معنوية عند ٥٪ بين الرافعة المالية وقيمة الشركة وتختلف هذه النتيجة مع ما جاء بالتحليل الأساسي. كما يتضح للباحث عدم معنوية تأثير كل من (معدل العائد على الأصول، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على قيمة الشركة.

٤.٤.٢. تحليل حساسية نتائج اختبار الفرضية الثانية

قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار المتعدد بطريقة إدخال (Enter) على مستوى عينة البحث ككل بشأن معادلة انحدار قيمة الشركة (معبراً عنها بلوغا يتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة) على كل من المتغير التفاعلي (جودة المراجعة الخارجية* توزيعات الأرباح) والمتغيرات الضابطة. 'تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٢) معنوية نموذج الانحدار الخطى وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما 'تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (١٢) أن

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد طلاع الدين متولي

قيمة (R^2) المعدلة الخاصة بانحدار لو غاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة على كل من المتغير التفاعلي (جودة المراجعة الخارجية* توزيعات الأرباح) والمتغيرات الضابطة تعادل (0.6743)، وهو ما يعنى أن المتغير التفاعلي (جودة المراجعة الخارجية* توزيعات الأرباح) والمتغيرات الضابطة تفسر 67.43٪ من التباين في لو غاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة لشركات عينة البحث.

جدول رقم (١٢)

نتائج تحليل انحدار قيمة الشركة (لو غاريتم القيمة السوقية للأسهم) على التفاعل بين (جودة المراجعة الخارجية*توزيعات الأرباح) والمتغيرات الضابطة

قيمة الشركة لو غاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة				المتغيرات المفسرة
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الانحدار (β)	
مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
0.270	-1.10	0.8070	-0.8906	ثابت الانحدار (Constant)
0.189	1.32	0.0036	0.0047	توزيعات الأرباح (DIVID _{it})
0.000***	24.24	0.0413	1.0013	حجم الشركة (FSIZE _{it})
0.033**	-2.14	0.4138	-0.8855	الرافعة المالية (LEV)
0.464	-0.73	0.7648	-0.5606	معدل العائد على الأصول (ROA)
0.892	-0.14	0.0045	-0.0006	الملكية الادارية (MGROWN)
0.105	1.62	0.0026	0.0043	الملكية المؤسسية (INSOWN)
0.001***	-3.30	0.2617	-0.8641	جودة المراجعة (BIG4)
0.000***	3.70	0.1887	0.6991	(جودة المراجعة*توزيعات الأرباح)
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1٪، حيث إن (Sig. < 0.01)				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5٪، حيث إن (Sig. < 0.05)				
عدد المشاهدات (N) = 453			قيمة (R ²) المعدلة = ٠.٦٧٤٣	
دلالة اختبار (F) = 0.000***			قيمة (F) المحسوبة = ١١٥.٠٣	

كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٢) وجود علاقة موجبة دالة احصائياً عند مستوى معنوية 1٪ بين المتغير التفاعلي (جودة المراجعة الخارجية* توزيعات الأرباح) وقيمة الشركة معبراً عنها بلوغاريتم القيمة السوقية للأسهم المتداولة. ويتضح للباحث أن تلك النتيجة تتفق مع ما جاء في التحليل الأساسي الذي تم عرضه بالجدول رقم (١٠)، وهو ما يعني استقرار النتائج. كما تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (١٢) وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية 1٪ بين حجم الشركة وقيمة الشركة معبراً عنها بلوغاريتم

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

القيمة السوقية للأسهم المتداولة وهذه النتيجة تختلف أيضاً مع ما جاء في التحليل الأساسي على النحو المبين بالجدول رقم (١٠). كما توجد علاقة سالبة معنوية عند مستوى ٥% بين الرافعة وقيمة الشركة معبراً عنها بلوغا ريثم القيمة السوقية للأسهم المتداولة، وتختلف هذه النتيجة أيضاً مع ما جاء في التحليل الأساسي. وعدم معنوية العلاقة بين كل من (معدل العائد على الأصول، الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية) وقيمة الشركة معبراً عنها بلوغا ريثم القيمة السوقية للأسهم المتداولة.

بعد الإنهاء من اختبار فرضيات البحث، ومناقشة وتفسير النتائج، يعرض الباحث ملخص لنتائج اختبار الفرضيات بالجدول رقم (١٣)

جدول رقم (١٣)

ملخص نتائج اختبار فروض البحث

النتيجة	نص الفرضية	الفرضيات	
قبول	لا يوجد أثر لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة	الأولى	التحليل الأساسي
قبول	يوجد أثر معنوي لجودة المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة	الثانية	
قبول	لا يوجد أثر لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة	الأولى	تحليل الحساسية
قبول	يوجد أثر معنوي لجودة المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة	الثانية	

القسم الخامس

الخلاصة والنتائج والدراسات المستقبلية

٥.١. الخلاصة

في ضوء وجود أدلة نظرية وعملية حول تضارب نتائج العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، جاءت الدراسة الحالية لتقترح متغير منظم (معدل) للعلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، ألا وهو جودة المراجعة الخارجية.

ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٩٥ شركة غير مالية مساهمة مصرية (٤٥٣ مشاهدة) ومقيدة بالبورصة، وتنتمي الي أربعة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالياً في الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٠)، كما تناولت

الدراسة استخدام مقياس واحد لتوزيعات الأرباح وهو: "نصيب السهم من التوزيعات" وذلك من خلال قسمة توزيعات الأرباح في نهاية الفترة على عدد الأسهم المصدرة والمتداولة. بالإضافة إلى ذلك، اعتمدت الدراسة الحالية على مقياسين لقيمة الشركة، يتمثل المقياس الأول والذي تم استخدامه في التحليل الأساسي في مؤشر توبين كيو ويتم تقديره من خلال "قسمة القيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها القيمة الدفترية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للأصول"، بينما يتمثل المقياس الثاني والذي تم استخدامه في تحليل حساسية النتائج في "اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للأسهم المتداولة".

٥.٢. نتائج الدراسة

وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، أشارت نتائج التحليل الأساسي إلى عدم معنوية العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر توبين كيو. كذلك تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين المتغير التفاعلي " جودة المراجعة الخارجية *توزيعات الأرباح" وقيمة الشركة معبراً عنها بمؤشر توبين كيو بمعنى أن جودة المراجعة الخارجية تعمل كمتغير منظم للعلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. بينما جاءت نتائج تحليل الحساسية لتدعم النتائج التي تم الحصول عليها في التحليل الأساسي بما يعكس استقرار النتائج المتحصل عليها حول اختبار فرضيات الدراسة.

٥.٣. الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- دراسة واختبار الدور المعدل لسياسة توزيعات الأرباح على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وقيمة الشركة.
- دراسة واختبار الدور المعدل لسياسة توزيعات الأرباح على العلاقة بين (السيولة، الربحية، الرفع المالي) وقيمة الشركة.
- دراسة واختبار الأثر التفاعلي لتوزيعات الأرباح والرفع المالي على قيمة الشركة.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

- دراسة أثر التخصص الصناعي للمراجع وأتباع المراجعة على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة.
- دراسة واختبار أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة
- إجراء دراسة مقارنة عن العلاقة بين بكل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة للقطاع العام.
- دراسة واختبار المتغيرات المعدلة للعلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة في الشركات التي تنتمي للقطاع المالي المصري.
- دراسة واختبار أثر الصدمات المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- أبو سالم، سيد سالم محمد. ٢٠١٨. "تأثير قرارات هيكل رأس المال على أداء شركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية". *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٢ (١): ٢٤٢-٣٥٤.
- أحمد، أحمد بخيت محمد. ٢٠٢١. "الملكية الحكومية وقيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية مع إشارة إلى صندوق مصر السيادي للثروة". *مجلة البحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، ٢٢ (٤)، ٢٣٨-٢٨١.
- إسماعيل، السيدة عبد الفتاح؛ الحناوي، محمد صالح؛ السيد، خيري محمد. ٢٠١٨. "تأثير هيكل الملكية على سياسة التوزيعات للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية". *مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية*، ٥٥ (٢)، ٢٨-١.
- البغدادى، رجب محمد عمران أحمد. ٢٠١٣. "القيمة الاقتصادية المضافة كمدخل مقترح لقياس رأس المال الفكري ودوره في تعظيم قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية". *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة السويس*.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

الخبر، بشير صالح محمد. "دور جودة المراجعة الخارجية في تحسين كفاءة المعلومات المحاسبية: دراسة ميدانية على عينة من مكاتب المراجعة والشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية"، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، ١-٣١٦.

الزكي، نرفانا أمين محمد. ٢٠١٥. "قياس أثر التخطيط الضريبي على تعظيم قيمة المنشأة: دراسة ميدانية". مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١٩ (٤)، ١٦١-١٩٤.

الصيرفي، أسماء محمد. ٢٠١٦. "أثر مستوي الإفصاح المحاسبي على المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، (٢)، ١٢٥-١٦٧.

عبدالقادر، بريش؛ عيسى، بدروني. ٢٠١٣. "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائية". الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة المسيلة، ٥ (٢)، ١٢-٢٢.

بريك، دعاء أحمد سعيد فارس. ٢٠٢٠. "دراسة أثر جودة الأرباح المحاسبية وتوزيعات الأرباح على عوائد الأسهم: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية". المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، ٢ (٣)، ٤٦٠-٥١٦.

بلال، السيد حسن سالم. ٢٠٢٤. "محددات الملاءمة القيمية للطريقة المباشرة في الإفصاح عن التدفقات النقدية التشغيلية: دليل إمبريقي من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية". المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، ١٥ (١)، ١١١-١٨٠.

حسين، هاشم حسن. ٢٠٠٨. "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة". مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة الاسراء، ١٧ (١)، ٢٠٩-٢٣٠.

دادن عبدالوهاب & أ. بديدة حورية. ٢٠١١. "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 (تحليل إحصائي خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩)". مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد خيضر (١٠).

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

رميلي، سناء محمد رزق. ٢٠١٦. " أثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية علي قيمة الشركة : دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، ٢٠ (٤)، ٣٣٠-٣٧٤*.

زلوم، نضال عمر. ٢٠١٥. " أثر توزيعات الأرباح علي القرار الاستثماري في ضوء جود التقارير المالية". *المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، الجامعة الأردنية، ٢ (١)، ٣٣-٥٠*.

سمرة، نسمة سامي محمد؛ بلال، السيد حسن سالم؛ مرقص، فوزي عبد الباقي فوزي. ٢٠٢٤. "العلاقة بين الاستحقاقات الاختيارية واستمرارية الأرباح المحاسبية: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية -دراسة إمبريقية على الشركات المساهمة المصرية". *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٤٦ (١)، ٢٣٢-٢٩٤*.

عبدالحليم ، أحمد حامد محمود ، ٢٠١٨. "قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية علي تكلفة رأس المال وقيمة الشركة: أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية ESG". *مجلة البحوث المحاسبية ،كلية التجارة ، جامعة طنطا، (٢) ، ٣٩٤-٤٦٣*.

عفيفي، هلال عبدالفتاح. ٢٠١٤. "التأثيرات المباشرة والوسيلة بين حوكمة الشركات : جودة الأرباح ، سياسة التوزيعات النقدية: دراسة اختبارية علي الشركات المصرية". *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، ٣٦ (٢)، ٢٨٩-٤٠٧*.

عناني، محمد عبد السميع. ٢٠١١. "التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS، الطبعة الثالثة". المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

غالي، أشرف أحمد محمد، ٢٠١٨. "قياس أثر مدخل المراجعة المشتركة علي العلاقة بين مستوي التحفظ المحاسبي وقيمة الشركة: دليل تطبيقي من الشركات المدرجة بالمؤشر المصري EGX 100". *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، (١٤)، ٢٩٧-٣٤٠*.

قراييل، سناء سليمان محمد. ٢٠١٨. "أثر جودة التقارير المالية علي سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية علي الشركات المساهمة المصرية". *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس، ٩ (٣)، ١٨٦-٢١٠*.

متولي، ضياء محمد صلاح الدين؛ بلال، السيد حسن سالم. ٢٠٢٤. "العلاقة بين تكاليف الوكالة والأداء المالي: هل هناك تأثير لتعهدات المديونية؟ دراسة اختبارية على الشركات غير

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...
د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

المالية المساهمة المصرية". المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة
بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، ١٥ (٢)، ١١٦ - ١٦٥ .

مصطفى، مروان خالد مصطفى. ٢٠١٧. "العوامل المحددة لقرارات توزيع الأرباح في الشركات
المساهمة المصرية". المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية. ٨ (٢)، ٤٠٧-٤٣٢ .

نوفل، هند نفاذ صديق موافي. ٢٠٢٠. " العلاقة بين التقارير القطاعية التشغيلية ومناهج تحديد قيمة
الشركة: دراسة ميدانية". مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة ، جامعة بنها
٤٠، (٣)، ٢٩٣-٣٢٠ .

نوجي، حازم محمود محمد. ٢٠١٧. " أثر خصائص لجنة المراجعة على قيمة الشركة: دراسة
تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة". مجلة التجارة والتمويل، كلية
التجارة ، جامعة طنطا ، (٤)، ١٣٤-١٧٢ .

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

Agrawal, A. and C. R. Knoeber. 1996. Firm Performance and Mechanisms
to Control Agency Problems between Managers and Shareholders.
Journal of Financial and Quantitive Analysis 31(3):337-397.

Alfian, C. B., & Ghazali, I. 2024. Influence Capital Structure, Policy
Dividends, Profitability And Tax Avoidance On Intrinsic Firm
Value. *International Journal Of Economics Development Research*
(IJEDR), 5(1), 429-441.

Almari, M. O. S., Weshah, S. R. S., Saleh, M. M. A., Aldboush, H. H. H., &
Ali, B. J. 2021. Earnings Management, Ownership Structure And
The Firm Value: An Empirical Analysis. *Journal Of Management*
Information And Decision Sciences, 24(7), 1-14.

Al-Najjar, B., & Hussainey, K. 2009. The Association Between Dividend
Payout And Outside Directorships, *Journal Of Applied Accounting*
Research, 10(1), 4-19.

- Al-Shubiri, F. N., Al Taleb, G., & Al-Zoued, A., A. 2012. The Relationship Between Ownership Structure And Dividend Policy: An Empirical Investigation. *Revista De Management Comparat International*, 13(4), 644-657.
- Ardillah, K. 2018. "Effect Of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, And Corporate Governance To The Value Of The Company: Empirical Study On Registered Soe In Indonesia Stock Exchange". *Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, 10(2), 60-67.
- Arouri, M., And Pijourlet, G. 2017. "CSR Performance And The Value Of Cash Holding : International Evidence". *Journal Of Business Ethics*, 140, 263-284.
- Bachmeier, M. (2022). *The effect of dividend policy on stock price volatility: empirical analysis of the S&P 100* (Doctoral dissertation, Technische Hochschule Ingolstadt).
- Bancel, F., And Mittoo, U. R. 2014. "The Gap Between The Theory And Practice Of Corporate Valuation: Survey Of European Experts". *Journal Of Applied Corporate Finance*, 26 (4), 106-117.
- Bakri, M. A. 2021. "Moderating effect of audit quality: The case of dividend and firm value in Malaysian firms". *Cogent Business & Management*, 8(1), 2004807.
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy And "The Bird In The Hand" Fallacy. *The Bell Journal Of Economics*, 10(1), 259-270.
- Brealey, R., Healey, J., Sinclair, P. J. N., Goodhart, C., Llewellyn, D. T., & Shu, C. 2001. "Financial Stability And Central Banks". *A Global Perspective (Vol. 3)*. Routledge.

- Budagaga, A. 2017. Dividend Payment And Its Impact On The Value Of Firms Listed On Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 7(2), 370.
- Charisma, D., Bramasto, A., & Ameswari, O. A. 2021. The Influence Of Return On Assets And Debt To Equity Ratio On Company Value, Almanac. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 5(2), 284-296.
- Dagilienne, L. 2013. The Influence Of Corporate Social Reporting To Company'S Value In A Developing Economy. *Procedia Economics And Finance*, 5, 212- 221.
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. 2021. Impact Of Dividend Policy On Corporate Value: Experiment In Vietnam . *International Journal Of Finance & Economics*, 26(4), 5815-5825.
- Deshmukh, S. 2003. "Dividend initiations and asymmetric information: A hazard model". *Financial Review*, 38(3), 351–368.
- Egbeonu Oliver, C., Edori Iniviei, S., & Edori Daniel, S. 2016. "Effect Of Dividend Policy On The Value Of Firms (Emperical Study Of Quoted Firms In Nigeria Stock Exchange)". *Research Journal Of Finance And Accounting*, 7(3), 17-24.
- Rikkert, J. G. D. 2014. "The Use Of Business Valuation Methods In Africa , Europe And Australia". *Bachelor`S Thesis, University Of Twente*.
- Fajaria, A. Z., & Isnalita, N. I. D. N. 2018. "The Effect Of Profitability, Liquidity, Leverage, And Firm Growth Of Firm Value With Its Dividend Policy As A Moderating Variable". *International Journal Of Managerial Studies And Research (Ijmsr)*, 6(10), 55-69.

- Fali, I. M., Gbegi, D. O., & Jehu, P. 2023. "Moderating Effect of Dividend Policy on the Relationship Between Profitability and Firm Value of Listed Banks in Nigeria. International." *Journal of Management, Accounting & Economics*, 10(11). DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.10473127>
- Florio, C., And Leoni, G. 2017. "Enterprise Risk Management And Firm Performance: The Italian Case". *The British Accounting Review*, 49 (1), 56-74.
- Gao, X., And Jia, Y. 2016. "Internal Control Over Financial Reporting And The Safeguarding Of Corporate Resources: Evidence From The Value Of Cash Holdings". *Contemporary Accounting Research*, 33 (2) , 783-814.
- Gordon, M., J. 1959. "Dividends, Earning, And Stock Price". *The Review Of Economics And Statistics*, 41(2), 99-105.
- Gujarati, D. N. 2003. "Basic Econometrics", 4th Edition , Mcgraw Hill, New Yotk.
- Hussainey, K. 2009. "The impact of audit quality on earnings predictability". *Managerial Auditing Journal*, 24(4), 340–351. <https://doi.org/10.1108/02686900910948189>
- Hapsoro, D., & Falih, Z. N. 2020. "The Effect Of Firm Size, Profitability, And Liquidity On The Firm Value Moderated By Carbon Emission Disclosure". *Journal Of Accounting And Investment*, 21(2), 240-257.
- Hasanudin, H. 2020. "The Effect Of Ownership Structure And Financial Performance On Firm Value Of Oil And Gas Mining Compaines In Indonesia". *International Journal Of Energy Economics And Policy*, 10(5), 103-109.

- Hirdinis, M. 2019. "Capital Structure And Firm Size On Firm Value Moderated By Profitability". *International Journal Of Economics And Business Administration*, 7(1), 174-191.
- Huguet, D., & Gandía, J. L. 2016. "Audit and earnings management in Spanish SMEs". *BRQ Business Research Quarterly*, 19(3), 171-187.
- Imaduddin, A., Hendrawaty, E., & Hasnawati, S. 2023. "The Effect Of Ownership Structure On Company Value In Non-Financial Issuers", 2016-2020. *Economia & Negocios*, 5(1), 3-18.
- Jensen, M., C., & Meckling, W., H. 1976. "Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs And Ownership Structure". *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- John, K., & Williams, J. 1985. "Dividends, Dilution, And Taxes: A Signalling Equilibrium". *The Journal Of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Kajola, S., O., Adewumi, A., A., & Oworu, O., O. 2015. "Dividend Pay-Out Policy And Firm Financial Performance: Evidence From Nigerian Listed Non-Financial Firms". *International Journal Of Economics, Commerce And Management*, 3(4), 1-12.
- Kimathi, M., H., Galo, M. N., & Melissa, A. G. 2015. "Effect Of Leverage On Performance Of Non-Financial Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange". *Journal Of Finance And Accounting*, 3(5), 135-139.
- Kouki, M., & Guizani, M. 2009. "Ownership Structure And Dividend Policy: Evidence From The Tunisian Stock Market". *European Journal Of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- Kristanto, M. B., & Lasdi, L. 2020. "Determinants Of The Firm Value In Indonesia. Wiga". *Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 11(1), 63-74.

- Kusumawati, V. C., Robiyanto, R., & Harijono, H. 2021. "Profitability And Dividend Policy Affects Firm Value In The Infrastructure, Utility And Transportation Sector". *International Journal Of Social Science And Business*, 5(1).
- Launtu, A. 2021. "Impact Of Cash Flow And Dividend Policy On Manufacturing Firm Value. Atestasi". *Jurnal Iimiah Akuntansi*, 4(1), 105-111.
- Lintner, J. 1956. "Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earning, And Taxes". *The American Economic Review*, 46(2), 96-113.
- Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. 2017. "The Effect Of Dividend Policy, Firm Size And Productivity To The Firm Value". *Research Journal Of Finance And Accounting*, 8(22), 20-24.
- Miko, N. U., & Kamardin, H. 2015." Impact of audit committee and audit quality on preventing earnings management in the pre-and post-Nigerian corporate governance code 2011". *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 172(2015), 651–657.
- Mosavi, S., A., Honarbakhsh, S., & Ghaedi, M. 2013. "Ownership Structure And Dividend Policy: Evidence From The Tehran Stock Market". *African Journal Of Business Management*, 7(25), 2432-2443.
- Mukaria, H. K., Mwangi, M., Ochieng, D. E., & Okira, K. 2020. "Ownership Structure And Firm Value". *African Development Finance Journal*, 4(2), 36-49.
- Naser, K., Nuseibeh, R., & Rashed, W. 2013. "Managers` Perception Of Dividend Policy: Evidence From Compaines Listed On Abu Dhabi Securities Exchange". *Issues In Business Management And Economics*, 1(1),1-12.

- Njoku, O. E., & Lee, Y. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 22.
- Nugraha, R. 2016. "Analysis Of The Influence Of Capital Labour Intensive, Investment, Managerial Ownership, Operating Leverage Through Dividend And Financial Leverage As Intervening Variable On Firm Value In Indonesia Non Financial Sector Companies" .*Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 7(1), 1-21.
- Nurwanti, L., Hendrian, T. P., Nabila, R., & Lestari, H. S. 2022. "Ownership Structure, Board Characteristics, Dan Dividen Policy Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei". *Jurnal Ekonomi*, 27(1), 16-33.
- Oroud, Y., Almashaqbeh, M., Almahadin, H., Hashem, A., & Altarawneh, M. 2023. "The effect of audit quality as a moderator on the relationship between financial performance indicators and the stock return". *Decision Science Letters*, 12(2), 191-198.
- Putra, A., P., T., & Yunita, I., 2019. "The Effect Of Ownership Structure And Leverage On Firm Value (Case Study At Banking Companies Listed In Indonesia Exchange (Idx) In 2014-2018)". *Eproceedings Of Management*, 6(2).
- Rahmawati, N., & Amboningtyas, D. 2017. "The Influence Of Profitability And Leverage To Company Values With Dividend Policies As Intervening Variable (In Lq 45 Company Listed In Bei Period Of 2012-2016)". *Journal Of Management*, 3(3).
- Rohim, M., Syamsudin, S. P. W. S., & Satriawi, S. P. W. 2019. "The Effect Of Ownership Structure On Firm Value With Profitability As A

- Moderating Variable". *International Summit on Science Technology and Humanity* , 413-427.
- Roy, A. 2015. "Dividend Policy, Ownership Structure And Corporate Governance:An Empirical Analysis Of Indian Firms". *Indian Journal Of Corporate Governance*, 8(1), 1-33.
- Said, S. 2024. Dividend Policy and Firm Performance: A Review of Theories and Empirical Literature. *Open Access Library Journal*, 11(10), 1-9.
- Salju, S., Sapar, S., & Asrianti,A. 2022. "The Influence Of Ownership Structure, Capital Strucutre, Investment Opportunities On Dividend Policy And Company Value". *Jurnal Mantik*, 6(1), 89-101.
- Sheikh, S. 2018." CEO Power , Product Market Competition And Firm Value". *Research In International Business And Finance*, 46 , 373-386.
- Sherif, M., El-Diftar, D., & Shahwan, T. H. (2024). Does Dividend Policy Affect Stock Price Volatility? Evidence from Egypt. *Journal of Alexandria University for Administrative Science*, 61(5), 177-211.
- Yousefinejad, M., A. Ahmad, and Z. Empong. 2017. Value Relevance of Other Comprehensive Income and Its Available- For- Sale Financial Instruments (AFS) and Revaluation Surplus of Property, Plants and Equipment (REV) Components. *Asian Journal of Accounting and Governance* 8: 133-143.
- Zeitun, R., & Al-Kawari, D. 2012. "Government Ownership, Business Risk, Financial Leverage, And Corporate Performance: Evidence From Gcc Countries". *Corporate Ownership & Control*, 9(3), 123-131.

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

ملحق رقم (١) قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	قطاع الكيماويات	٣٣	العامه لصناعة الورق- راكتا		قطاع التشييد والبناء
١	الدولية للأسمدة والكيماويات	٣٤	العز الدخيلة للصلب	٦٤	أسمنت سيناء
٢	المالية والصناعية المصرية	٣٥	حديد عز	٦٥	الصعيد العامة للمقاولات
٣	سماد مصر	٣٦	مصر للألومنيوم	٦٦	العربية للأسمت
٤	سبدي كيرير للبتر وكيموايت		قطاع المنتجات المنزلية والشخصية	٦٧	العربية للخزف
٥	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	٣٧	العامه لمنتجات الخزف والصيني	٦٨	المصرية لتطوير صناعة البناء
٦	مصر لإنتاج الأسمدة	٣٨	العربية وبولفارا للغزل والنسيج	٦٩	النصر لأعمال المدنية
٧	مصر لصناعة الكيماويات	٣٩	النصر للملابس والمنسوجات	٧٠	مصر للأسمت- قنا
	قطاع الاتصالات	٤٠	جولدن تكس	٧١	رويكس العالمية لصناعة البلاستيك
٨	المصرية للإتصالات	٤١	دايس للملابس الجاهزة	٧٢	ليسيكو مصر
	قطاع الموزعون وتجار التجزئة		قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية	٧٣	مصر انتركونتينتال لصناعة الرخام
٩	مصر للأسواق الحرة	٤٢	الأهرام للطباعة والتغليف		قطاع العقارات
١٠	أم. أم جروب للصناعة والتجارة	٤٣	الخدمات الملاحية والبترولية	٧٤	الإسماعيلية الجديدة للتطوير العمراني
١١	أسويط الإسلامية الوطنية للتجارة	٤٤	السويدي	٧٥	التعمير والاستشارات الهندسية
	قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ	٤٥	الشروق الحديثة للطباعة	٧٦	الجيزة العامة للمقاولات
١٢	الإسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية	٤٦	العربية للصناعات الهندسية	٧٧	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري
١٣	الإسماعيلية مصر للدواجن	٤٧	القناة للتوكيلات الملاحية	٧٨	المساد من أكتوبر للتنمية
١٤	الدلتا للسكر	٤٨	الكابلات الكهربائية المصرية	٧٩	العالمية للاستثمار والتنمية
١٥	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٤٩	المصرية لخدمات النقل	٨٠	الاستثمار العقاري العربي
١٦	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	٥٠	دلتا للطباعة والتغليف	٨١	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
١٧	العربية لمنتجات الألبان	٥١	غبور أوتو (جي بي أوتو)	٨٢	القاهرة للإسكان والتعمير
١٨	القاهرة للدواجن	٥٢	يونيفيرسال لصناعة مواد التعبئة	٨٣	المتحدة للإسكان والتعمير
١٩	القاهرة للزيوت والصابون		قطاع الرعاية الصحية والأدوية	٨٤	المجموعة المصرية العقارية
٢٠	المصرية للدواجن	٥٣	أكتوبر فارما	٨٥	بالم هيلز للتعمير
٢١	المنصورة للدواجن	٥٤	الإسكندرية للأدوية	٨٦	دلتا للإنشاء والتعمير
٢٢	جهينه	٥٥	الإسكندرية للخدمات الطبية	٨٧	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير
٢٣	دومتى	٥٥	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٨٨	مجموعة طلعت مصطفى
٢٤	شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي	٥٧	جلاكسو سيمثكلين	٨٩	مجموعة عامر القابضة
٢٥	عبور لاند	٥٨	سبا الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية	٩٠	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
٢٦	مجموعة أجواء للصناعات الغذائية	٥٩	مستشفى النهضة الدولي	٩١	إعمار مصر للتنمية

العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة: الدور المنظم لجودة المراجعة الخارجية "دراسة اختبارية على الشركات ...

د/ ضياء محمد صلاح الدين متولي

٢٧	مطاحن شرق الدلتا	٦٠	مستشفى كليوباترا	قطاع السياحة والترفيه	
٢٨	مطاحن مصر العليا	٦١	مينا فارم للأدوية	٩٢	الشمس بيراميدز
٢٩	مطاحن مصر الوسطى	قطاع التكنولوجيا		٩٣	جولدن بيراميدز بلازا
٣٠	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة	٦٢	المصرية للأقماع الصناعية	٩٤	عبر المحيطات للسياحة
قطاع المواد الأساسية		قطاع الإعلام		قطاع الغاز والبترو	
٣١	أسيك للتعدين	٦٣	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	٩٥	الإسكندرية للزيوت المعدنية
٣٢	الألومنيوم العربية				