

الفصل السادس

توزيع الأرباح المالية وتأثيرها بالقيمة السوقية للأسهم

تسعى المؤسسة حسب الكلاسيك من خلال الاقتصاد الجزئي إلى تعظيم الربح أو ما يسمى بتعظيم الثروة المالكين، غير أنه رغم التصور الضيق لهذه النظرية فهي لم تعد كافية لأن الواقع الاقتصادي يبين أن الهدف الأساسي للمؤسسة أخذ منحى آخر يندرج تحت مظلة إنشاء القيمة.

مند ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على مستوى المالي، فقد كان من الأهداف الأساسية لنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات و الأسواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية (الاستثمار / التمويل/ توزيع الأرباح) والتي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على القيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة من طرف مؤسسة.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية والتي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة الأسهم -قيمة المؤسسة- وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها.

ونظرا للجدل القائم حول هذه السياسة وتأثيرها على قيمة الأسهم سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على الجانب النظري للسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم المدرجة في بورصة، ومن ثم إعطاء بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع و التي تم الاطلاع عليها واعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا.

المبحث الأول سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة الأسهم

الفرع الأول: مدخل للقيمة والتقييم

ليس من سهل تحديد مفهوم القيمة فقيمة الشيء مرتبط بعدد هائل من المحددات و زوايا التقييم وفترته، وللقيمة مفاهيم عدة حسب الاستخدامات وغاياتها.

أولاً: تعريف القيمة: إن قيمة أي أصل هي عبارة عن قيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بخضم التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل⁴⁶.

كما يوجد عدة تعاريف للقيمة حسب نوع القيمة المراد تحديدها إلا أن اهتماماتنا في الدراسة ينصب على القيمة السوقية التي تتحدد بقوى العرض و الطلب إلا أنه يمكننا الاعتماد على تعريف القيمة السوقية العادلة كونها ذلك مبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة من كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه⁴⁷.

46- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة 2010، ص173.
47- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة 2008، ص12-20.

ثانياً: مفهوم التقييم: لا يركز تقييم الشركات على صيغة رياضية ثابتة، إذ أنه يمكنه أن يتغير بحسب تغيير نوع الشركة المعنية وبحسب دافع التقييم، كما أن التقييم كمفهوم "يعني التحليل والمراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها"⁴⁸.

كما يمكن تعريف عملية التقييم على أنها "ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساساً على وجود علاقة طردية بين المخاطرة و العائد المتوقع"⁴⁹.

الفرع الثاني: طرق تقييم الأسهم

تعد عملية تقييم الأسهم من التحديات التي تواجه المحلل المالي كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة أن يحصل عليها حملة الأسهم و تنقسم الأسهم على العموم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، تجمع بين صفات أداة المديونية و أداة ملكية، و لكل نوع من الأسهم السابقة نماذج تقييم خاصة بها.

أولاً: تقييم الأسهم العادية: إن تقدير قيمة الأسهم العادية أصعب من السندات و الأسهم الممتازة و هذا لأن المستثمر يكون غير متأكد من حجم العوائد و النمط الزمني للعوائد و معدل العائد المطلوب (Ke)⁵⁰، مع هذا يمكننا إيجاد قيمة الأسهم العادية باستخدام مجموعة من النماذج أهمها:

48- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات والمتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 13

49- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 34.

50- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع القاهرة الطبعة 2006، ص 50.

1. نموذج خصم توزيعات الأرباح:

حسب هذا النموذج فإن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية -توزيعات الأرباح- التي من المتوقع الحصول عليها⁵¹، وهذا كما هو موضح في العلاقة التالية:⁵²

$$V_G = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_{\infty}}{(1+K)^{\infty}} \dots (1-1)$$

حيث: V_G قيمة السهم العادي؛

D_t : توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن؛

K : معدل العائد المطلوب في السهم العادي.

نموذج اللانمو في التوزيعات:

و يعد هذا النموذج من أبسط النماذج لتقييم سعر السهم العادي، حيث يفترض هذا النموذج ثبات توزيعات الأرباح، و بالتالي فإن معادلة النموذج الرئيسي تصبح كمايلي (2-1) $D = \dots = D_2 = D_1 = D \dots$

وعليه يمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم على النحو التالي:⁵³

$$V_0 = \frac{D}{K} \dots (3-1)$$

حيث تبين المعادلة بأن قيمة السهم في نموذج اللانمو في التوزيعات تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح (D) مخصومة بمعدل العائد المطلوب k .

51- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص193.

52- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010، ص194.

53- فيصل محمود الشرورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008، ص96.

نموذج ذو النمو الثابت في التوزيعات:

يعتبر من أكثر النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، حيث يطلق عليه نموذج جوردن (Model Gordon) و الذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستتمو بمعدل ثابت لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب لأنه إذا كان معدل النمو أكبر من معدل العائد المطلوب لا يمكن تطبيق النموذج رياضياً، و يمكن حساب قيمة السهم العادي وفق هذا النموذج من خلال المعادلة التالي:⁵⁴

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g} \dots (4-1)$$

حيث: D_0 = التوزيعات النقدية؛

K = معدل العائد المطلوب؛

g = معدل نمو في توزيعات الأرباح

نموذج النمو المتغير في التوزيعات:

نموذج اللانمو و النمو الثابت لا يسمحان بأي تغير في معدلات نمو توزيعات الأرباح، و لأن معدلات النمو المستقبلية في توزيعات الأرباح قد تتغير صعوداً أو نزولاً بسبب تغير التوقعات، فإنه من المفيد أخذ نموذج النمو المتغير بعين الاعتبار للسماح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير، و يمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية:⁵⁵

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t} + \left(\frac{D_{n+1}}{K-g_n} \right) \left(\frac{1}{(1+K)^n} \right) \dots (5-1)$$

54- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 196.

55- نفس المرجع، ص 197.

حيث: g_s = معدل النمو المتغير في التوزيعات؛

g_n = معدل النمو الثابت في التوزيعات؛

K = معدل العائد المطلوب؛

M = فترة النمو الغير العادي ؛

D_{m+1} = التوزيعات للسهم العادي في الفترة $m + 1$.

2. نموذج نسب السعر:

إن المحلل المالي قد يستخدم نماذج أخرى لتوسيع تحليلاته بغض النظر عن نموذج خصم التوزيعات و منها نماذج مدخل النسب السعر التي تستند إلى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم، بل تعتمد أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها إلى مؤشرات محاسبية مثل ربحية السهم EPS، القيمة الدفترية للسهم BVPS والتدفق النقدي للسهم الواحد CFPS:

نسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد (PER)

يتم استخدام مدخل نسبة السعر إلى الربح أو ما يعرف بالمضاعف، من قبل المحللين الماليين لتقدير سعر سهم الشركة في السوق ويمكن حسابه عن طريق ضرب صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة بنسبة السعر إلى الربح (المضاعف).⁵⁶

$$EPS (1+g) \dots (6-1) \times P_0 = PER$$

حيث أن PER = سعر إغلاق السهم / ربحية السهم الواحد؛

EPS = ربحية السهم الواحد؛

G = معدل النمو.

56- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره ، ص 201.

نسبة السعر إلى التدفق النقدي

يقصد بالتدفق النقدي صافي الربح مضافاً إليه قسط الإهلاك السنوي، و يفضل بعض المحللين الماليين النظر إلى التدفق النقدي للسهم الواحد عند تقييم الأسهم العادية، كونه أكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الأداء المالي للشركات، إن مؤشر نسبة $P/CFPS$ يمكن أن تكون دالة لنوعية الأرباح و المقصود بالنوعية أن الأرباح المحاسبية تعكس التدفق النقدي الفعلي و ليس أرقام محاسبية فقط، و لذلك هذه النسبة هي دالة لمعدل النمو في الأرباح، و تحصيل حاصل إلى معدل النمو في التدفق النقدي و تحسب وفق العلاقة التالية⁵⁷:

$$PCR = \frac{MP}{C_0} = Times....(7-1)$$

$$P_0 = PCR \times C_0 (1 + g).....(8-1)$$

حيث أن: PCR = معامل دوران التدفق النقدي؛

MP = القيمة السوقية؛

C_0 = التدفق النقدي؛

g = معدل النمو.

نسبة السعر إلى القيمة الدفترية

تعتمد هذه النسبة على المقياس المحاسبي لثروة السهم الواحد، ويطلق عليها في بعض الأحيان نسبة السوق إلى القيمة الدفترية و يرمز لها بـ P/BV و هناك اعتقاد سائد بين المحللين الماليين و عموم المستثمرين أن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمة الدفترية على الأقل في الأجل الطويل

57- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 206.

وعليه فإن نسبة P/BV مؤشر لقدرة المؤسسة على خلق الثروة لحملة الأسهم، لذلك كلما كان $P/BV > 1$ فإن الشركة قادرة على خلق الثروة والعكس، و من ذلك فإنه مؤشر لضعف قدرة الشركة على خلق الثروة ويمكن حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية⁵⁸:

$$P_0 = \frac{MP}{BV_0} \times BV_0 (1 + g) \dots (9-1)$$

حيث: BV_0 : القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية؛

MP = القيمة السوقية؛

g = معدل النمو.

ثانيا:تقييم الأسهم الممتازة:يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة

تجمع بين صفات السند و السهم العادي، و ذلك لأن صاحب السهم الممتاز يحصل على عائد ثابت سنويا، و لذلك فهو يمثل التزاما ثابتا كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال و اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة و أصولها، و يتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملتها و الذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الإسمية وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة، ويعود هذا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة و ثباتها و نظرا لأن الأسهم الممتازة دائمة و مستمرة فإن قيمتها هي ببساطة أرباح الأسهم السنوية المعلن عنها مقسومة على معدل العائد المطلوب على الأسهم الممتازة (K_p) و هذا من خلال المعادلة التالية:⁵⁹

58- نفس المرجع، 207.

59- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ذكره، ص49.

$$(10-1)..... = \frac{\text{توزيعات المساهمين}}{\text{معدل العائد المطلوب}} = \text{القيمة الحالية للسهم الممتاز}$$

الفرع الثالث: تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة

يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للفرع في رأس المال، ومعيار هام لتحديد من خلاله القيمة السوقية، كما يعتبر مصدر هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

لقد تبين لنا أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل لأنه يتجاهل عدة عناصر هامة وهي توقيت العائد، والتدفقات النقدية، والمخاطرة، لذلك لا بد من الاعتماد على هدف آخر يستوعب جميع العوامل السابقة وبشكل عام فإن القرارات المالية لا بد أن يتم اتخاذها في ضوء تحقيق هدف تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقه باستمرار و هو تطوير وتوزيع الموارد المتاحة بكفاءة على مدى الطويل من أجل تعظيم قيمة الشركة و بالتالي تعظيم ثروة المالكين و لا شك بأن تطبيق هذا الهدف يكون من خلال تعظيم أسعار أسهم الشركة في السوق لأنه و في أي لحظة زمنية فإن هذه الأسعار تعكس قيمة الشركة.⁶⁰

هذا يعني بأن تعظيم القيمة السوقية للشركة هو نتاج أو محطة للقرارات المالية التي يقوم مدير المالي باتخاذها في مجال الاستثمار و التمويل آخذا مفهوم المبادلة بين العوائد و المخاطر بعين الاعتبار و كما هو معروف فإن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية، بمعنى أن المستثمرون يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية لكن

60- فايز سليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص18.

في المقابل عوائد متوقعة عالية، و يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة في المقابل عوائد متوقعة منخفضة.⁶¹

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح

الفرع الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، و تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".⁶²

كما يمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها: جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة.⁶³

الفرع الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح

61- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص39.

62- زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة. دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة البحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010، ص85.

63- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.

والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، و هناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هي: التوزيعات النقدية و التوزيعات في شكل أسهم.

1. التوزيعات النقدية: و تنقسم هذه التوزيعات إلى ثلاث أنواع:⁶⁴

توزيعات الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة، و يمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم، و يكمن إشكال هذه السياسة في أنه إذا انخفضت الأرباح فذلك سيؤدي إلى انخفاض التوزيعات أو عدم التوزيع من الشركة ونظرا لكون التوزيعات مؤشرا على أحوال الشركة فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق.

توزيع الأرباح منتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية، حيث يعتبر المساهمين هذه السياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية.

توزيعات الأرباح منخفضة و متزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ منخفضة، و تقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، و تستخدم هذه السياسة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

64- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص

2. التوزيعات في شكل أسهم: و ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى نوعين:

أ. التوزيعات على شكل أسهم مجانية: يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة و من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض للقيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.⁶⁵

ب. تخفيض القيمة الإسمية للسهم: قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الإسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه بتجزئة الأسهم و تتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية على أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم ، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين.⁶⁶

ت. إعادة شراء الأسهم العادية: قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها و مثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية و هي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، و قد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد و بصفة عامة تحدث

65- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر،

2003، ص 722.

66- نفس المرجع، ص 725.

مالية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية⁶⁷.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية و من أهم هذه العوامل ما يلي:

✓ **القوانين التنظيمية:** تخضع الشركات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون الشركات و قانون هيئة سوق الأوراق المالية أنظمتها وتعليماتها، و فيما يتعلق بتوزيع الأرباح فمعظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني و الذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية و في بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة ماليا أو مفلسة قانونيا⁶⁸.

✓ **عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة:** من الواضح أنه إذا كانت الشركة ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا و من ناحية أخرى إذ ما توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.⁶⁹

67- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص204.

68- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص310.

69- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص204.

✓ **الشروط و الاعتبارات التعاقدية:** قد تتضمن الاتفاقات و العقود المبرمة بين المنظمة و الدائنين أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف الشركة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل.⁷⁰

✓ **الضرائب الشخصية على دخل المساهم:** يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح و المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات و يعني هذا أن النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية.⁷¹

✓ **اعتبارات السوق:** إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، حيث المساهمين غالبا ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة عن أداء الشركة المستقبلي فسياسة توزيع الأرباح المستقرة و الثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للشركة، و بالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر إشارة

70- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 241.

71- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 205.

سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية و بالتالي انخفاض
سعر سهم الشركة في السوق.⁷²

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

الفرع الأول: نظرية الفائض

من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن
التصرف بالأرباح المحققة هي نظرية المتبقي أي الفائض ⁷³، حيث تقوم
هذه النظرية على عدم توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون قد
قامت بتمويل كافة المشاريع الاستثمارية المربحة، أي أن الشركة تقوم
بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت فيها بعد أخذ كل المشاريع المجدية
اقتصاديا لشركة.⁷⁴

الفرع الثاني: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية هما مودي غلياني وميلر
"M&M" سنة 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى
الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها
التعامل مع الأرباح وأكدوا أن كفاءة الاستثمار هي المحدد الرئيسي لثروة
المساهمين، و أن أسلوب تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية
أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة وللإشارة
فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الافتراضات الغير واقعية والغير
قابلة للتطبيق العملي.⁷⁵

72- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص313.

73- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص625.

74- فايز سليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص309.

75- بريش عبد القادر وب دروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة
الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، 2013، ص13.

الفرع الثالث: نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد)

تنسب هذه النظرية إلى "ميرون غوردن وجون لنتر"، وجاءت على نقد و اعتراض لفرضية "مودي غلياني وميلر" التي قامت عليها النظرية وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و القيمة السوقية، والذين اقترحوا أن هنالك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيعات الأرباح وقيمتها السوقية، وأساس هذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد والتي يرون فيها أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية.⁷⁶

الفرع الرابع: نظرية التمييز الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على المستثمر و التي تنبأها "ليزن بيرجي و راما سواني" ترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات في حين تأخذ مركزا مضادا مع النظرية السابقة وهي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة حيث تقوم على مبداء أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها بسبب التمييز الضريبي و الذي يرجح الأرباح الرأس مالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة.⁷⁷

76- لمزيد من التفصيل أنظر:

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص309.

- عدنان تاية النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص456.

77- زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص85.

الفرع الخامس: نظرية الإشارة

هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية و كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.⁷⁸

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

بعد أن تطرقنا إلى الجانب النظري لموضوع الدراسة وجب علينا تقديم أهم الدراسات السابقة والتي تم الاطلاع عليها والمتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج التي تما الوصول إليها والمناهج المستعملة و هذا بهدف مناقشتها ومقارنتها بالنتائج المتوصل إليها في دراستنا، فقد نال الموضوع قيد الدراسة قدر كبير من الاهتمام على المستوى الأكاديمي نظرا لأهميته بالنسبة للمؤسسات والمستثمرين إضافة إلى اختلاف خصائص الأسواق المالية و اختلاف أحجام الشركات.

78- بريش عبد القادر و بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص16.

فمن بين الدراسات التي تم الاطلاع عليها منها رسالات جامعية ومقالات منشورة تم اختيار أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا، ومن أهمها ما يلي:

1. دراسة:

ImadZeyad Ramadan, Dividendpolicy and pricevolatility, empircal evidence from jordan, International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات الصناعية من خلال دراسة عينة مكنة من 77 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان- الأردن- للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2011 حيث اعتمد الباحث على تحليل الارتباط بين المتغيرات و أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إضافة إلى تقديم نموذج باستخدام الانحدار المتعدد، توصل الباحث إلى أن كل من ربحية السهم و التوزيعات النقدية على علاقة عكسية مع قيمة أسهم الشركات الصناعية و أن مديري الشركات الصناعية الأردنية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح التي تتناسب المستثمرين.

من خلال هذا التقديم نقول أن الدراسة اعتمدت على المتغيرات " ربحية الأسهم و التوزيعات النقدية" كمتغيرات مستقلة لتفسير تقلبات الأسهم إلا أن هذه الدراسة أغفلت دور احتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة والذي سنعتمده في دراستنا إضافة إلى المتغيران " ربحية السهم و التوزيعات النقدية".

2. دراسة:

عبد الحق قنون، "دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية-خلال الفترة 2011-2012"، مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تباين و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -قيمة المؤسسة-، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، و هذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات، و خلُصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

أغفل الباحث في هذه الدراسة تبيان العلاقة بين ربحية السهم بالقيمة السوقية للسهم - قيمة المؤسسة- حيث تعتبر ربحية السهم مؤشراً لمقدار الثروة التي سيحصل عليها المستثمر.

3. دراسة:

ZuriawatiZakariajariah Muhammad abdulhadiZulikifli,
The Impact of dividend policy on the shar price
volatility: malaysian construction and material
companies, Internationajournal of economics and
management science, vol.2, No, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العملة مجال البناء و المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2011 و اعتمد الباحث على الانحدار المتعدد لتقديم نموذج مفسر للظاهرة ، و توصلت الدراسة إلى أن لتوزيعات النقدية وحجم المؤسسة هما المحددان الأساسيان لقيمة الأسهم حيث أنهما على علاقة إحصائية موجبة مع قيمة الأسهم و أن الرفع المالي على علاقة عكسية مع قيمة السهم ، كذلك توصل الباحث إلى أن ربحية السهم ، معدل النمو، و تقلبات الأرباح ليست لها دلالة إحصائية ولا تفسر تقلبات الأسهم. في هذه الدراسة اعتمد الباحث على المتغيرات " حجم المؤسسة، الرفع المالي، معدل النمو و تقلبات الأسهم" كمؤشرات محددة لسياسة توزيع الأرباح و مكمل للدراسة، إلا أن دراستنا ستركز فقط على المتغيرات " ربحية السهم، التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح" و علاقتها بقيمة الأسهم ضنا منا أنها كافية للدراسة.

4. دراسة:

Mohammad hashemijoo, ArefMahdaviardekani,
Najatyounesi, The impact of dividendpolicy on
sharepricevolatility in the Malaysian stock market,
Journal of business studies quarterly, vol.4, No.1, 2012

قام الباحثون في هذه الدراسة باختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و تقلبات أسهم شركات المنتجات الاستهلاكية و هذا من خلال دراسة عينة مكونة من 84 شركة مدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010 اعتمادا على الانحدار المتعدد و البسيط لتفسير العلاقة بين المتغيرات.

و توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة " ربحية السهم و التوزيعات النقدية " و قيمة الأسهم و أن التوزيعات النقدية يعتبر الأكثر تأثيرا على تقلبات الأسهم. اعتمدت هذه الدراسة على نفس المتغيرات " ربحية السهم و التوزيعات النقدية " باستثناء احتجاز الأرباح و الذي يعتبر أحد أشكال سياسة توزيع الأرباح و الذي يساعد في فهم السياسة الاستثمارية و التمويل الداخلي للمؤسسة.

5. دراسة:

عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009»، مجلة الباحث العدد 2012/10.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم «قيمة المؤسسة» - و إبراز المتغير الأكثر تأثيراً من بين مغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، إضافة إلى محاولة اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 و هذا من خلال إجراء دراسة اختباريه على 33 مؤسسة مدرجة في هذا المؤشر في الفترة ما بين 2010/2008، و دراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة هي 2009.

و كشفت الدراسة عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة و سياسة إعادة شراء الأسهم، و أن سياسة التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة) أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح من خلال ما تؤكدته دراسة الحدث على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

نقول أن هذه الدراسة ألمت بأهم أشكال سياسة توزيع الأرباح المستعملة من طرف الشركات إلا أن دراستنا لم تعتمد على المتغير " إعادة شراء الأسهم" كونه غير مستعمل خلال فترة الدراسة.

6. دراسة:

خديجة خوي، "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة -دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي-لفترة 2007/2008" «مذكرة ماستر في علوم تسبير، جامعة ورقلة 2012»

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث شملت الدراسة 36 شركة مدرجة بسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 إلى 2008 موزعة على عدة قطاعات مختلفة ما عد القطاع المالي، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، حيث توصلت الدراسة إلى أن سوق دبي للأوراق المالية يعد من بين أهم الأسواق العربية، و إلى أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم في كلتا السنتين، حيث أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إيجابية عند مستوى 0.05 على قيمة المؤسسة.

ومن خلال تقديمنا للدراسات التي تم الاطلاع عليها نلاحظ أنها تختلف في النتائج المتوصل إليها و هذا بسبب اختلاف أشكال سياسة توزيع الأرباح من طرف المؤسسات و خصائص الأسواق التي تنشط فيها و نلاحظ كذلك أن هذه الدراسات اعتمدت على عدة متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح، إلا أن الدراسة التي نحن بصدد القيام بها سنعتمد على المتغيرات "ربحية السهم، التوزيعات النقدية واحتجاز الأرباح" كون أن التوزيعات النقدية و الاحتجاز يعتبران الشكلان المعتمدان في سوق الدار البيضاء بالمغرب.