



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
المعهد العالي لإدارة الأعمال
قسم الإدارة المالية والمصرفية

أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات

(دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية)

The Effect of Dividend Policy on Market Value of Companies

(An Empirical Study on the listed companies in Abu Dhabi Securities Exchange)

رسالة ماجستير أعدت لنيل درجة الماجستير في العلوم الإدارية - اختصاص مالية ومصارف

إعداد الطالب

معاذ محمد شقير

إشراف

الدكتورة غادة عباس

2019

"لا يعبر هذا العمل إلا عن وجهة نظر صاحبه ولا يتحمل المعهد أي
مسؤولية جراء ذلك العمل"

وزارة التعليم العالي
المعهد العالي لإدارة الأعمال
قسم الإدارة المالية والمصرفية

اسم الطالب: معاذ محمد شقير

عنوان الرسالة: أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية)

اسم الدرجة: ماجستير في علوم الإدارة - اختصاص مالية ومصارف

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

عضواً ومشرفاً

1. الدكتور/ غادة عباس

عضواً

2. الدكتور/ راغب الغصين

عضواً

3. الدكتور/ منال الموصللي

ملخص البحث

هدف البحث إلى دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2007 وحتى 2016. حيث تمت عملية جمع البيانات في نهاية عام 2017، ولم تكن صدرت القوائم النهائية لعام 2017.

تضمنت الدراسة عينة مؤلفة من 14 شركة من الشركات التي تعمل في سوق أبوظبي للأوراق المالية، وذلك في 7 قطاعات مختلفة وهي قطاع العقار، الطاقة، الاتصالات، الصناعي، السلع الاستهلاكية، الاستثمار والخدمات العامة وقطاع الخدمات.

في هذه الدراسة تم اختبار مدى وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للسهم وذلك على مستوى العينة أولاً، ومن ثم على مستوى القطاعات. كما تمت دراسة أثر طبيعة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على مستوى العينة فقط.

تم التوصل إلى وجود أثر معنوي لتوزيعات الأرباح في القيمة السوقية للسهم لدى مجمل شركات عينة الدراسة، ومن خلال دراسة هذا الأثر بالنسبة لكل قطاع تنتمي إليه الشركات المدروسة تبين أن هذا الأثر معنوي في كل من قطاعات شركات الاستثمار، الاتصالات، السلع الاستهلاكية والشركات الصناعية فقط. كما تبين أن طبيعة توزيعات أرباح السهم لا تؤثر في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

وفي النهاية تم وضع مجموعة من التوصيات من أهمها ضرورة قيام الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية بشكل عام وكل من شركات قطاع الاستثمار والاتصالات والسلع الاستهلاكية والصناعة بشكل خاص بتوزيع الأرباح المحققة خلال سنوات عملها على المساهمين، نظراً لأن تلك الأرباح الموزعة لها تأثير إيجابي ودال إحصائياً في القيمة السوقية لأسهم الشركات. فكلما كانت القيمة السوقية للأسهم أكبر كلما كان ذلك دلالة على تحقيق الهدف الأساسي للشركة وهو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد. كما أن توزيع الأرباح بشكل دوري يسهم في تحفيز المستثمرين في التوجه نحو تلك الشركات التي تقوم بتوزيع أرباحها بدلاً من الشركات التي تميل لاحتجاز الأرباح بشكل أكبر.

Abstract

The researcher has studied the impact of the policy of dividends in the market value of companies to companies listed on the Abu Dhabi Securities Market (ADX) from 2007 through 2016. The data collection has done in the end of year 2017, so the final disclosures for 2017 haven't share yet to public.

The study has included a sample of 14 companies operating in the Abu Dhabi Securities Market (ADX) in seven different sectors, which are: Real Estate, Energy, Communication, Industry, Consuming, Investment and General Services, Services Sector. The impact of the dividend policy on the market value of the stock was examined at the sample level first and then at the sector level. The impact of the nature of dividends on the market value of the shares was also examined at the sample level only.

It was found that there was a significant effect on the dividends in the market value of the shares of all the companies in the sample of the study. This effect was statistically significant in the sectors of Investment companies, communications companies, consumer goods companies, and industrial companies only. Also, no statistically significant impact was found on the nature of dividends in the market value of companies.

Finally, several recommendations were made. The most important of these was the need for companies listed on the Abu Dhabi Financial Market in general and the consumer goods, communications, investment and industrial companies to make dividends realized during their years to the shareholders, Statistically in the market value of the shares of companies. The higher the market value of the shares, the more likely it will be to achieve the company's primary objective of maximizing the market value per share. dividends on a regular basis helps to motivate investors to go to those companies that distribute their profits rather than companies that tend to hold more.

الإهداء

إلى العضد والسند...

أبي الغالي

إلى جنة الدنيا وبسمة الحياة...

أمي الغالية

إلى الروح التي سكنت روحي...

زوجتي الحبيبة

إلى من اعتمد عليهم دوماً...

إخوتي الأحباء

إلى من كانوا القدوة...

أساتذتي الأعزاء

إلى من كانوا دعماً لي...

أصدقائي الأوفياء

إلى كل من علّمني وساعدني ووجهني وحقّزني...

أهديكم هذا العمل المتواضع

معاذ محمد شقير

2019/6/15

شكر وتقدير

أتوجه بجزيل الشكر والعرفان لأسرة المعهد العالي لإدارة الأعمال، وأعضاء

الهيئة التدريسية فيه، وإلى أعضاء لجنة الحكم، معبراً عن شكري لهم

لقبولهم المشاركة في تحكيم هذا البحث. وإلى كل من ساهم في إنجاز هذا

البحث وإتمامه وبالأخص الأساتذة المشرفة الدكتورة غادة عباس نظراً

لجهودها المبذولة ولما قدمته من علمها وخبرتها في توجيهي خلال فترة

إعداد هذه الرسالة فلها كامل الشكر والتقدير والاحترام.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
IV	المخلص باللغة العربية.
V	المخلص باللغة الأجنبية.
VI	الإهداء.
VII	الشكر.
VIII	فهرس المحتويات.
X	قائمة الجداول.
XI	قائمة الأشكال.
10 - 1	الفصل التمهيدي - الإطار العام للبحث
2	❖ مقدمة.
2	1. خلفية البحث.
3	2. مشكلة البحث، وتساؤلاته.
4	3. فرضيات البحث.
4	4. أهمية البحث، وأهدافه.
5	5. إجراءات البحث.
5	1-5 مجتمع وعينة البحث.
7	2-5 تعريف المتغيرات.
8	3-5 نموذج البحث.
9	4-5 منهجية البحث.
9	5-5 مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة.
46 - 11	الفصل الأول - مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية
12	❖ تمهيد.
46 - 13	المبحث الأول سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية
40 - 14	سياسة توزيع الأرباح
14	❖ مقدمة.
15	1. مفهوم وماهية سياسة توزيع الأرباح.
17	2. خصائص سياسة توزيع الأرباح.
18	3. أنواع سياسة توزيع الأرباح.

21	4. أشكال توزيعات الأرباح.
26	5. نظريات سياسة توزيع الأرباح.
36	6. محددات سياسة توزيع الأرباح.
46 – 41	القيمة السوقية للشركة
41	1. مفهوم القيمة والقيمة السوقية للشركة.
44	2. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركة.
65 – 47	المبحث الثاني مراجعة الأدبيات التطبيقية
49	أولاً – الدراسات التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية.
51	ثانياً – الدراسات التي أجريت في الدول الأوروبية.
54	ثالثاً – الدراسات التي أجريت في الدول الآسيوية.
58	رابعاً – الدراسات التي أجريت في الدول الأفريقية.
60	خامساً – الدراسات العربية.
104 – 66	الفصل الثاني – الدراسة التطبيقية أثر سياسة توزيعات الأرباح في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية
67	❖ مقدمة
68	المبحث الأول: الدراسة الوصفية وتطور متغيرات الدراسة للشركات عينة البحث.
87	المبحث الثاني: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.
97 – 95	النتائج والتوصيات
95	النتائج
96	التوصيات
98	المراجع
98	المراجع العربية
100	المراجع الأجنبية
107	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
6	عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها.	1
7	متغيرات الدراسة.	2
62	أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة.	3
68	الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المدروسة لكامل شركات عينة الدراسة.	4
85	الشركات التي تتجه طبيعة توزيعات السهم إلى الارتفاع خلال فترة الدراسة.	5
85	الشركات التي تتجه طبيعة توزيعات السهم إلى الانخفاض خلال فترة الدراسة.	6
87	اختبار التداخل الخطي.	7
88	نتائج اختبار الفرضية الأولى باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط.	8
88	تحليل التباين لاختبار الدلالة الإحصائية للنموذج.	9
89	قيمة الثابت ومعاملات الانحدار ودلالاتها الإحصائية للمتغير المستقل الأرباح الموزعة على المتغير التابع القيمة السوقية.	10
89	نتائج اختبار الفرضية الثانية باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط.	11
92	الدالات الإحصائية لتباين نموذج الدراسة بين التابع القيمة السوقية للسهم والمستقل حصة السهم من التوزيعات.	12
92	معادلات الانحدار لدراسة تأثير حصة السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم في القطاعات.	13
93	نتائج اختبار الفرضية الثالثة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط.	14
94	الدالات الإحصائية لتباين نموذج الدراسة بين طبيعة توزيعات أرباح السهم والقيمة السوقية للسهم.	15
94	دالات علاقات الارتباط والتفسير بين المتغير المستقل (طبيعة توزيعات أرباح السهم) والتابع (القيمة السوقية).	16

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
1	نموذج الدراسة الخاص بتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات.	8
2	نموذج الدراسة الخاص بتأثير طبيعة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات.	8
3	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي الوطنية للطاقة.	71
4	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء.	72
5	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة اسمنت الاتحاد.	73
6	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية.	74
7	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الخليج للصناعات الدوائية.	75
8	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي لبناء السفن.	76
9	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الفجيرة لصناعة البناء.	77
10	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة رأس الخيمة للدواجن.	78
11	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أريد للاتصالات.	79
12	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة مجموعة سوداتل المحدودة للاتصالات.	80
13	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الدار العقارية.	81
14	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة ام القيوين للاستثمارات العامة.	82
15	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم للمؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق.	83
16	حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الجرافات البحرية الوطنية.	84

الفصل التمهيدي
الإطار العام للبحث

مقدمة:

حظي موضوع سياسة توزيع الأرباح باهتمام كبير خلال العقد الماضي، فالرأي السائد على نطاقٍ واسعٍ أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على القيمة السوقية للشركات جعل الاهتمام العالمي بتلك السياسة يزداد. حيث يعتبر قرار توزيع الأرباح واحداً من القرارات الأساسية في الشركة المتمثلة بكل من القرار الاستثماري، القرار التمويلي وقرار توزيع الأرباح. وهذا يعني أن سياسة توزيع الأرباح لا تقل أهميةً عن أي قرار في الشركة، مما جعل العديد من الماليين والاقتصاديين يولون تلك السياسة أهمية كبيرة وهذا ما توضح في مختلف الدراسات العالمية.

إن البحث في سياسة توزيع الأرباح غالباً ما يكون تطبيقياً وليس نظرياً، وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال الكثير من وجهات نظر المدراء والمستثمرين إلى تلك السياسة. فسياسة توزيع الأرباح كانت محل جدل واسع بين من أفاد بآثارها الإيجابية على كل من أداء الشركات وقيمتها السوقية من جهة، وبين من أفاد بآثارها السلبية على أدائها وقيمتها السوقية من جهة أخرى. هذا الجدل جعل الباب مفتوحاً لوجود مساعٍ جديدة من أجل تفسير وشرح سلوك الشركات في توزيع أرباحها، ومن هنا فإن هذا البحث ركز على مسألة توزيع الأرباح وأهميتها تجريبياً من أجل الوصول إلى تفسير علمي وعملي لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات من خلال الاعتماد على النظريات والدراسات السابقة ذات الصلة.

1. خلفية البحث:

بدأت الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وأثرها في أسعار الأسهم منذ الخمسينيات من القرن الماضي، وذلك من خلال أعمال كل من (Lintner, 1956:1962)، (Gordon, 1959:1963)، (Friend & Puckett, 1964)، (Watts, 1973)، (Black & Scholes, 1974)، (Miller & Scholes, 1982)، (Baskin, 1989)، وغيرهم الكثير ممن قد اختلفوا في تأثير تلك السياسة على أسعار الأسهم ما بين مؤيد لتأثير إيجابي لها مثل (Lintner, 1962)، (Walter, 1963)، (Gordon, 1963)، (Bhattacharya, 1979)، (Miller and Rock, 1979).

(1985)، وغيرهم. وما بين مؤيد لتأثير سلبي لها مثل (Thomsen, 2004)، (البراجنة، 2009) وغيرهم. وآخرين لم يتوصلوا إلى وجود أي تأثير لها مثل (Modigliani and Miller, 1956)، (Miller and Scholes, 1982)، (Peter, 1996) وغيرهم. ونظراً لوجود هذه الآراء المختلفة والتعارض بين مختلف الباحثين حول أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات، كان لابد للباحث من تحري وجود هذا التأثير من خلال دراسة التطبيق على سوق أبوظبي للأوراق المالية.

2. مشكلة البحث، وتساؤلاته:

من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة يمكن أن نجد أن تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركات في السوق المالي ليس له معيار معين يمكن أن ينسحب بشكلٍ متساوٍ على كافة الشركات، وذلك لأن توجهات وطبيعة نفوس المستثمرين ليست واحدة، كذلك استراتيجيات الشركات أصحاب الأسهم مختلفة أيضاً، فتارةً نجد أن شركة ما لا تقوم بتوزيع أرباح على المساهمين تتمتع بقيمة سوقية مرتفعة. وتارةً أخرى يحدث العكس، حيث نجد شركات تقوم بتوزيع أرباح ومع ذلك نجد أن قيمتها السوقية تشهد ضعفاً كبيراً، وتارةً لا نجد تأثيراً لهذه التوزيعات على تلك القيمة السوقية.

هذا التناقض الكبير في الدراسات السابقة، واختلاف آراء الباحثين في تأثير سياسة توزيع الأرباح المعتمدة في الشركات وانعكاسها على قيمتها السوقية يعتبر النقطة الرئيسية التي تركز عليها هذه الدراسة، وانطلاقاً منها تم تحديد مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس الآتي:

"ما هو تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم؟"، ويتفرع عنه التساؤلات الفرعية الآتية:

1. ما هو أثر حصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية للأسهم في الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية؟

2. هل يختلف أثر حصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية للأسهم باختلاف القطاع التي تنتمي إليه الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية؟

3. ما هو أثر طبيعة توزيعات أرباح السهم (متزايدة - متناقصة) في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية؟

3. فرضيات البحث:

تضمنت فرضيات الدراسة ثلاث فرضيات وهي:

1-3 يوجد أثر معنوي لحصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

2-3 يوجد اختلاف معنوي في أثر حصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية للأسهم وفقاً للقطاع التي تنتمي إليه الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

3-3 يوجد أثر معنوي لطبيعة توزيعات أرباح السهم (متزايدة - متناقصة) في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

4. أهمية البحث، وأهدافه:

1-4 الأهمية النظرية:

تتبع أهمية الدراسة النظرية من كونها إضافة إلى الدراسات السابقة التي جرت فيما يتعلق بأثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، وكونها تشكل أساساً نظرياً لدراسة هذا التأثير والوصول إلى نتائج تفيد الدارسين والباحثين مستقبلاً.

2-4 الأهمية العملية:

تكمن أهمية الدراسة العملية من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات في سوق أبوظبي للأوراق المالية، فغاية أي شركة بغض النظر عن نوع نشاطها هو تحقيق قيمة سوقية مرتفعة، وبالتالي فإن الأهمية العملية بالنسبة للشركات تتجلى في إرشاد أصحاب القرار في الشركات حول سياسة توزيع الأرباح، وفيما إذا كانت عملية توزيع الأرباح تؤدي بالفعل إلى تحسين القيمة السوقية. كما أن الأهمية العملية تمتد للتعرف فيما إذا كانت الزيادة أو الانخفاض أو

استقرار توزيعات الأرباح تؤثر في القيمة السوقية لهذه الشركات، مما يوجه نحو اتخاذ سياسة معينة في توزيع الأرباح كزيادتها من عام إلى آخر أو العكس أو حتى توزيع نسبة ثابتة كل سنة.

3-4 أهداف البحث:

تتجلى أهداف البحث فيما يلي:

- التعرف على تأثير سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية على القيمة السوقية لها.
- التعرف على تأثير طبيعة توزيعات الأرباح التي تتبعها الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية على القيمة السوقية لها.
- التعرف على مدى اختلاف تأثير سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية في القيمة السوقية لها وفقاً للقطاع الذي تنتمي إليه هذه الشركات.

5. إجراءات البحث:

1-5 مجتمع وعينة البحث:

يتضمن مجتمع الدراسة كافة الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، حيث تضمن سوق أبوظبي للأوراق المالية 64 شركة تتوزع في 9 قطاعات وهي قطاع التأمين، قطاع البنوك، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، قطاع السلع الاستهلاكية، قطاع العقار، قطاع الاتصالات، قطاع الطاقة، وقطاع الاستثمار والخدمات.

ونظراً للطبيعة الخاصة التي تمتلكها الشركات التي تنتمي إلى قطاع التأمين، قطاع المصارف فقد تم استبعاد هذه الشركات التي تنتمي إلى هذه القطاعات والتي بلغ عددها 30 شركة، وبالتالي تم القيام بمحاولة الحصول على البيانات اللازمة من الشركات المتبقية والبالغة 34 وذلك من العام 2007 وحتى عام 2016 بحيث تنطبق عليها الشروط التالية:

- كانت مدرجة في سوق أبوظبي المالي خلال فترة الدراسة.
- تتوفر لها البيانات اللازمة لحساب القيمة السوقية لها (سعر السهم) المستخدمة في الدراسة.

- تنتهي سنواتها المالية في 12/31 من كل عام.

- تجدر الإشارة إلى أنه تم استثناء المؤسسات المالية من الدراسة بسبب خصوصيتها.

وبالتالي تم الاقتصار في عينة الدراسة على الشركات التي توافرت فيها البيانات اللازمة وبشكل يحقق التنوع في القطاعات وفقاً لعدد الشركات الموجود في كل قطاع. وبالتالي تم جمع البيانات اللازمة من 14 شركة تتوزع في قطاعات الطاقة، الصناعة، السلع الاستهلاكية، الاتصالات، العقار، الخدمات، والاستثمارات والخدمات. والجدول التالي يبين هذه الشركات والقطاعات التي تنتمي إليها.

الجدول (1) - عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها¹

القطاع	الرمز	الشركة	الرقم
العقار	ALDAR	الدار العقارية	1
الطاقة	TAQA	أبوظبي الوطنية للطاقة	2
الاتصالات	SUDATEL	سوداتل للاتصالات	3
	ORDS	أريد للاتصالات	4
الصناعي	BILDCO	أبوظبي لمواد البناء	5
	UCC	اسمنت الاتحاد	6
	JULPHAR	الخليج للصناعات الدوائية	7
	ADSB	أبوظبي لبناء السفن	8
	SCIDC	الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية	9
	FBI	الفجيرة لصناعة البناء	10
السلع الاستهلاكية	RAPCO	رأس الخيمة للدواجن والعلف	11
الاستثمار والخدمات العامة	QIC	إم القيوين للاستثمارات العامة	12
الخدمات	NMDC	الجرافات البحرية الوطنية	13
	NCTH	المؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق	14

¹ تم الحديث عن تاريخ كل شركة في الملاحق باعتبار أن عدد الشركات هو (14) شركة، والحديث عنها هنا يأخذ حيزاً كبيراً، لذلك فضل الباحث وضع تاريخ الشركات عينة الدراسة في ملاحق الدراسة.

2-5 تعريف المتغيرات:

تتضمن الدراسة متغير تابع وحيد وهو القيمة السوقية للشركة، ومتغيران مستقلان وهما حصة السهم من توزيعات الأرباح، وطبيعة توزيعات الأرباح. وفيما يلي الجدول رقم (2) والذي يوضح متغيرات الدراسة.

الجدول (2) - متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة	المتغيرات التابعة
سياسة توزيع الأرباح - طبيعة الأرباح الموزعة	القيمة السوقية للسهم الواحد

1) المتغيرات المستقلة:

- سياسة توزيع الأرباح: وسوف يعبر عنها من خلال حصة السهم من توزيعات الأرباح (DPS). وهو حصة السهم من توزيعات الأرباح التي تقوم بها كل شركة، وهذه الحصة تحسب من خلال قسمة الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على عدد الأسهم المصدرة.
- طبيعة التوزيعات ("DT" Dividends Trend): وهو اتجاه توزيعات الأرباح فيما إذا كانت متزايدة أو متناقصة. وتم قياس هذا المتغير من خلال إعطاء القيمة (1) فيما إذا كانت التوزيعات متزايدة، والقيمة (-1) فيما إذا كانت التوزيعات متناقصة، والقيمة (0) فيما إذا كانت التوزيعات ثابتة.

2) المتغير التابع:

- القيمة السوقية للشركة ("MV" Market Value Of Company): تعتبر القيمة السوقية للشركة أحد أهم المؤشرات التي تقوم الشركات بقياسها على الدوام، فكلما كانت القيمة السوقية أكبر كلما دل ذلك على نمو وتطور في عمل الشركة وقدرة أكبر على السيطرة على حصة أكبر من السوق المالي، حيث تقاس هذه القيمة من خلال سعر السهم في السوق المالي. مع العلم بأن سعر السهم السوقي يعتبر مؤشر على قيمة الشركات. وفي هذه الدراسة تم قياس هذا

المتغير من خلال حساب السعر الوسطي لأسعار الإغلاق اليومية للسهم وذلك على مدى كل سنة من سنوات الدراسة.

3-5 نموذج البحث:

اعتماداً على ما تم تحديده من متغيرات سابقة، وبغية توضيح كيفية إجراء الدراسة، والشكل النموذجي لها، فقد تم وضع نماذج الدراسة الآتية:

الشكل (1) - نموذج الدراسة الخاص بتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات



ووفقاً للنموذج السابق فإن معادلة الانحدار البسيط المستخدمة في الدراسة سوف تكون على الشكل الآتي:

$$MV = a + b (DPS) + \varepsilon$$

حيث:

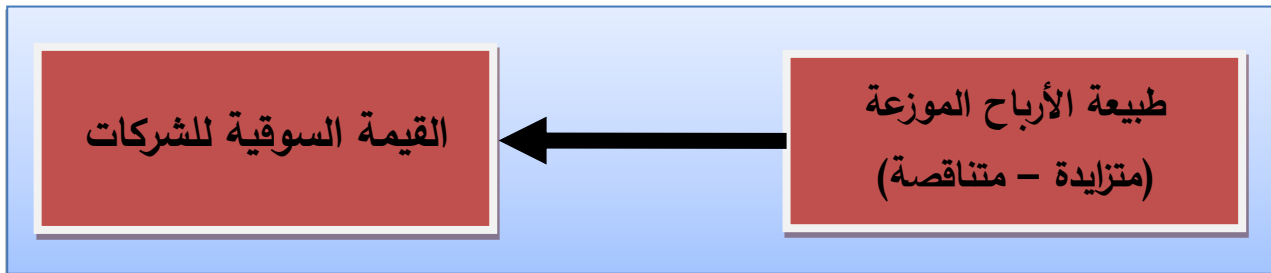
MV القيمة السوقية للسهم.

DPS حصة السهم من التوزيعات.

a و b ثابت ومعامل الانحدار.

ε الخطأ المعياري للتقدير.

الشكل (2) - نموذج الدراسة الخاص بتأثير طبيعة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات



ووفقاً للنموذج السابق فإن معادلة الانحدار البسيط المستخدمة في الدراسة سوف تكون على الشكل الآتي:

$$MV = a + b (DT) + \varepsilon$$

حيث:

MV القيمة السوقية للسهم.

DT طبيعة توزيعات السهم.

a و b ثابت ومعامل الانحدار.

ε الخطأ المعياري للتقدير.

4-5 منهجية البحث:

سوف يتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال توصيف وتحليل بيانات الشركات عينة الدراسة، بحيث يتم الحصول على المعلومات اللازمة من مختلف القوائم المالية السنوية والافصاحات التي تنشرها سوق أبوظبي للأوراق المالية للشركات عينة الدراسة، كما سوف يتم الحصول على التداولات التاريخية للشركات ذاتها من خلال موقع سوق أبوظبي للأوراق المالية. وبالتالي يتم حساب المتغيرات خلال فترة الدراسة بناءً على تلك المعلومات الموجودة في القوائم المالية وموقع سوق أبوظبي للأوراق المالية.

5-5 مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة:

انطلاقاً من تصميم هذه الدراسة وأقسامها وفروعها ونوع البيانات المطلوبة لتحقيق أهدافها، فقد تطلب إنجاز هذه الدراسة الاستناد في معلوماتها وبياناتها على المصادر الثانوية، حيث تم الاعتماد على القوائم المالية السنوية المنشورة وأسعار الإغلاق للأسهم في سوق أبوظبي للأوراق المالية، وذلك من أجل الوصول إلى المؤشرات المتعلقة بالقيمة السوقية والأرباح الموزعة لدى عينة من الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية في عدة قطاعات.

وفيما يتعلق بفترة الدراسة فهي امتدت على مدار عشر سنوات من عام 2007 وحتى عام 2016، والسبب في البدء بالعام 2007 لأن عدد كبير من الشركات تعتبر حديثة وأدرجت بعد عام

2007، كما أن هنالك شركات توقفت عن العمل قبل عام 2007. في حين تنتهي الدراسة عام 2016، والسبب بذلك هو أن عملية جمع البيانات تمت في نهاية عام 2017، ولم تكن صدرت القوائم النهائية لعام 2017، علاوةً على أن هنالك عدة شركات تأخرت في إصدار قوائمها النهائية لعام 2017 لغاية الربع الثاني من عام 2018، كما أن هنالك شركات من ضمن الشركات المدروسة قد خرجت من السوق بعد عام 2017 أيضاً مثل شركة اسمنت الاتحاد.

الفصل الأول

مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية

تمهيد:

سوف يتم في هذا الفصل القيام بالدراسة النظرية لكل من سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وذلك من خلال التعرف على ماهية ومفهوم سياسة توزيع الأرباح، خصائص وأنواع وأشكال هذه السياسة، وأبرز النظريات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح. كما سيتم التعرض لمفهوم القيمة السوقية والعوامل المؤثرة فيها. وفيما بعد سوف يتم التعرف على أبرز الدراسات والأدبيات التطبيقية ذات الصلة والتي أُجريت في مختلف الدول للتعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات.

المبحث الأول

سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية

إن علاقة توزيعات الأرباح بالقيمة السوقية للمؤسسات يعتبر أمراً بالغ الأهمية وموضوعاً قد حظي ولا يزال باهتمام الكثيرين، فسياسة التوزيع المناسبة التي يمكن أن تتعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة تعتبر أمراً لا يزال عرضةً للعديد من الدراسات والأبحاث. وفي هذا المبحث قام الباحث بمراجعة نظرية لأبرز الأدبيات الخاصة بكل من سياسة توزيع الأرباح من جهة، والقيمة السوقية للمؤسسات من جهة أخرى بغية التعرف على التطور النظري لتلك المفاهيم.

سياسة توزيع الأرباح

مقدمة:

تعد التوزيعات النقدية المرتفعة إحدى الأدوات المشجعة على الاستثمار وتدفع إلى احتفاظ المستثمرين بأسهمهم، وهي أحد الأسباب الرئيسية لإقبال المساهمين على الاستثمار بأسهم هذه المؤسسة ذات التوزيعات المرتفعة، مما ينعكس إيجاباً على القيمة الاسمية لأسهم هذه المؤسسة، مما يميزها عن باقي المؤسسات المنافسة في نفس المجال. حيث تعطي مجالاً للقادرين على الاستثمار لزيادة رصيدهم من الأسهم وذلك من خلال استثمار تلك التوزيعات في شراء أسهم جديدة. كما تمثل أسهم المؤسسات الموزعة استثماراً طويلاً الأجل، لأنها أكثر جدوى من بقاء أموالهم كودائع نقدية بالبنوك. وبلا أدنى شك فإن التوزيعات النقدية المرتفعة تعزز من الاحتفاظ بأسهم المؤسسة وترفع من مستوى الثقة في مجلس إدارتها حيث تثمن صبر المساهمين وتقتنع بوجود مكافأته على هذا الصبر. ولقد تعددت النظريات والآراء الخاصة بسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة المؤسسة، فالمؤسسة تختار السياسة التي تعكس معتقدات الإدارة حول نظرية التوزيعات، وتتوقف سياسة التوزيعات التي تقررها المؤسسة على مجموعة من العوامل، بعض تلك العوامل يتعلق بالإدارة، وبعضها الآخر يعود إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون (حنفي وقرياقص، 2002، ص 240).

تتم التوزيعات عادةً من الأرباح المتجمعة (بمعنى الأرباح المحتجزة) أو من بند آخر لرأس المال مثل رأس المال المدفوع بالزيادة، والتوقع الطبيعي لأي مساهم يتلقى توزيعات هو أن المؤسسة قد مارست أعمالها بصورة ناجحة وأنه يحصل على حصة في أرباحها، كما أن أية توزيعات لا تستند للأرباح المحتجزة (توزيعات تصفية) يجب وصفها بصورة واضحة في الخطاب المرفق للمساهمين حتى لا يساء فهم مصدرها فالتوزيعات تسدد عادةً في صورة نقدية، ولكن في بعض الأحيان قد تسدد في شكل أسهم أو شهادات مؤجلة أو أحد أنواع الأصول، وتؤدي كل أنواع التوزيعات - باستثناء التوزيعات في شكل أسهم - إلى تخفيض حقوق المساهمين بالمؤسسة، لأن حق الملكية ينخفض سواء عن طريق توزيع أصول (سواءً في الوقت الحالي أو المستقبل) أو عند الإعلان عن توزيعات أسهم، فإن المؤسسة تسدد أصول أو تتحمل بالتزامات،

ولكن تكتفي بمجرد إصدار أسهم إضافية لكل مساهم. أما في حالة التوزيعات النقدية في هذه الحالة يقترح مجلس الإدارة الإعلان عن توزيعات، وإذا حصل الاقتراح على أغلبية يعلن عن التوزيع وقبل سداد التوزيعات، يجب إعداد قائمة بالمساهمين ولهذا السبب، فإن هناك دائماً (فجوة زمنية بين الإعلان عن التوزيعات وسدادها الفعلي) (Okpara, 2010, P. 212).

لا تزال سياسة توزيع الأرباح مسألة مثيرة للجدل منذ أعمال جون لينتتر (1956)، ومن ثم أعمال كل من ميلر وموديكلياني (1961)، حيث لا تزال بعض من الأسئلة دون إجابة، مثل: ما هي العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح؟ وما هو تأثير تلك السياسة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات.

سوف يتم في هذا المبحث التعرف على ماهية ومفهوم سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات، وما هي أنواعها، ومن ثم سوف يتم الاطلاع على أهم العوامل التي تؤثر عليها، وفي النهاية سوف يتم الحديث عن نظريات توزيع الأرباح التي تطورت عبر الزمن.

1. مفهوم وماهية سياسة توزيع الأرباح:

تسعى المؤسسات من خلال العمليات المحققة أثناء الدورة السنوية إلى تحقيق أهدافها، إذ يكون تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها ومؤشر من مؤشرات نجاحها. وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها خلال دوراتها المتعاقبة، وهذا يرجع أساساً إلى اختلاف سياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبلها.

فسياسة توزيع الأرباح يمكن أن تعرّف على أنها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (عبد الرحيم، 2008، ص. 390)، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.... الخ، وتقضي بدفع الزائد من الأموال وتحويله من أنشطة المؤسسة إلى المساهمين. ومن الضروري لإتمام هذه العملية توفر السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات (Pettit, 2007, P. 161).

ومن جهةٍ أخرى فإن التوزيعات هي تلك التدفقات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها وبمصادقة مجلس إدارة المؤسسة (بن الضب، 2009، ص 122).

إن توزيعات الأرباح تعتبر من العوامل الرئيسية التي يعتمد عليها المساهمين والمستثمرين من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق، هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزويدهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي، ولأن الأرباح المحتجزة هي أحد أشكال مصادر التمويل الداخلي فإن توزيع الأرباح يؤثر بشكل كبير على حاجات المؤسسة من التمويل الخارجي (Ehrhardt and Brigham, 2011, P. 560).

كذلك الأمر فإن الأرباح المحتجزة تعرف بأنها الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية، ومعدل نمو مستقبلي. وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم القيمة السوقية للسهم.

من الجدير بالذكر أن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي تلك التي تضع توازناً بين التوزيعات الحالية والتوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق، وبالتالي قيمة المؤسسة في السوق (النعيمي والساقي، 2008، ص 437).

لذا يمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم السياسات في المؤسسات نظراً لارتباطها المباشر مع المساهمين من جهة ولتأثيرها على سعر سهم المؤسسة من جهة أخرى.

علاوةً على ذلك تلعب سياسة التوزيعات دوراً بارزاً في التأثير على اتجاهات المستثمرين، وهذا من خلال خلق فرص استثمارية ذات عوائد مغرية وانتهاج سياسة التوزيعات الملائمة لرغباتهم، مما يؤثر على ميولهم الاستثمارية ويزيد في رغبتهم في اقتناء أسهم المؤسسة المواتية لرغباتهم، كما قد تؤثر هذه السياسة على الهيكل المالي للمؤسسة وذلك من خلال التأثير في

تكلفة التمويل كما سبق الإشارة إليه، إضافة إلى درجة توفير كل من عنصري السيولة والتدفقات النقدية (Alzomaia and Al-Khadhiri, 2013).

2. خصائص سياسة توزيع الأرباح:

لتوزيعات الأرباح خصائص معينة، يمكن تلخيصها فيما يلي (Damodaran, 2006, P. 900 – 905):

- التوزيعات لها نفس ميل الأرباح: يتم صرف التوزيعات اعتماداً على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هنالك علاقة تربط بين هذين المتغيرين، وقد قام جون لينتير (Lintner, 1962) بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح.

- أما فاما وبابياك (Fama et Babiak, 1968) فقد لاحظوا تأخراً بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثباتاً لما توصل إليه لينتير أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

- التوزيعات مستقرة: لا تفضل المؤسسات غالباً فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل، منها خوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

- التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة: تتبع عموماً سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية.

- تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة: وهذا نظراً لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دائماً على مستوياتها، وقد أظهرت العديد من

الأبحاث أن التوزيعات أقل تغييراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

- اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول: باعتبار أن التوزيعات تتبع في الغالب التغيير في الأرباح المحققة، فهي تختلف كذلك من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدد من العوامل، كالتغير في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى التغيير في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول.

3. أنواع سياسة توزيع الأرباح:

يوجد العديد من سياسات توزيع الأرباح يمكن للمؤسسة أن تتبعها والتي أتى على ذكرها الكثيرون مثل (Ross et al., 1999)، (Moyer et al., 1995) وغيرهم. ويمكن أن نذكر من تلك السياسات ما يلي:

3-1 سياسة الفائض:

تشير سياسة الفائض إلى أن قرار التوزيع لا يخرج عن كونه توزيع للأرباح التي حققتها المؤسسة بين حملة الأسهم وبين الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، فإذا كان العائد المتوقع من تلك الاستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم فلن يعترض حملة الأسهم على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات، وبعد استيفاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات (الحناوي وآخرون، 2002، ص 406).

على أية حال تتأثر سياسة التوزيعات في الواقع العملي بشكل كبير بفرص الاستثمار ومقدار الأموال المتاحة لتمويل الفرص الاستثمارية وهذه السياسات أدت إلى تطوير ما يسمى بسياسة فائض التوزيعات والتي تعني أنه ينبغي على المؤسسة اتباع خطوات محددة عندما تكون بصدد قرار إجراء توزيعات على المساهمين وتتمثل هذه الخطوات والتي ذكرها (الحناوي والعبد، 2002، ص 397):

- تحديد هيكل رأس المال المثالي.
- تحديد مقدار الأموال المطلوبة في ظل هيكل رأس المال المثالي.
- استخدام الأرباح المحجوزة في تمويل الجزء الخاص بحقوق الملاك في هيكل رأس المال المثالي.

2-3 سياسة استقرار مقدار التوزيعات:

تبين من مناقشة سياسة الفائض أن التوزيعات النقدية التي تجريها المؤسسات تختلف من فترة زمنية لأخرى، إلا أن كلاً من الإدارة وحملة الأسهم يفضلون الاستقرار في التوزيعات وهناك العديد من الأسباب التي تدفع حملة الأسهم والإدارة إلى تفضيل سياسة استقرار التوزيعات منها على سبيل المثال: المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، حيث إن عدم استقرار التوزيعات يعد مؤشراً غير جيد عن أداء المؤسسة، فعدم استقرار التوزيعات يرتبط لدى المساهمين بربحية المؤسسة فانخفاض التوزيعات يشير إلى انخفاض في الأرباح المتوقعة للمؤسسة، أما ارتفاع التوزيعات فقد يفسر على أن الإدارة تتوقع زيادة الأرباح مستقبلاً (الظاهر، 2011).

لقد تبنت المؤسسات في الماضي سياسة التوزيعات السنوية الثابتة أو المستقرة في شكل وحدات نقدية عن كل سهم ومن ثم تحافظ على هذا المستوى وقد تزداد هذه التوزيعات إذا ما كانت التوقعات تدل على زيادة الأرباح وأنه يمكن المحافظة على هذا المستوى الجديد أي أن القاعدة التي تسيّر عليها السياسة أنه لا يمكن تخفيض التوزيعات السنوية. على أية حال يوجد نوعان من الأسباب تؤدي إلى الأخذ بسياسة التوزيعات المستقرة وتفضيلها على سياسة توزيع الأرباح المتبقية وهي (حنفي، 2002، ص 238):

- أن التقلب في سياسة التوزيعات يمكن أن يُستدل منه حالة عدم تأكد عالية لدى المؤسسة التي تنوي التوزيع ومن ثم تنعكس على معدل العائد المطلوب ومن ثم انخفاض سعر السهم وهي حالة تختلف عن سياسة التوزيعات المستقرة.
- أن الكثير من حملة الأسهم يستخدمون التوزيعات لمواجهة الإنفاق الاستهلاكي الحالي وبالتالي يفضلون التوزيعات التي تتصف بالاستقرار.

3-3 سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات:

يؤدي إعادة استثمار الأرباح المحتجزة إلى زيادة مقدار الأرباح، كما يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون ومن ثم يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات مما يؤدي ذلك إلى تحويل المؤسسات من سياسة استقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو سنوي ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد المؤسسة معدل نمو مستهدف للتوزيعات وليكن 6% على سبيل المثال وتتم زيادة التوزيعات بتلك النسبة (الحناوي وآخرون، 2002، ص 408).

تجدر الإشارة إلى أن احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها يؤدي إلى ارتفاع أرباح المؤسسات لذلك لجأت العديد من المؤسسات إلى استبدال سياسة التوزيعات المستقرة بسياسة معدل النمو المستقر وذلك بتحديد معدل نمو مستهدف للتوزيعات، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة التوزيعات بمعدل ثابت وهو ما يتضمن دخلاً مستقراً للمستثمرين (الحناوي والعبد، 2002، ص 405).

3-4 سياسة استقرار نسبة الأرباح الموزعة:

تشير تلك السياسة إلى استقرار نمط التوزيعات التي تجريها المؤسسة، ومن ثم فإن زيادة التوزيعات من سنة لأخرى أو انخفاضها لكن بصورة منتظمة تعد توزيعات مستقرة. وقد قام لينتر في منتصف الخمسينات بناءً على مقابلات شخصية مع مدراء المؤسسات العاملة في ذلك الوقت، بتقديم إطار عملي لما تقوم به المؤسسات عند تحديد سياسة التوزيعات يمكن تلخيصه في النقاط التالية (الحناوي وآخرون، 2002، ص 409):

- تقوم الإدارة بتحديد نسب مستهدفة للأرباح الموزعة.
 - لا تهتم الإدارة بمقدار التوزيعات، وإنما بالتغيرات التي تحدث في التوزيعات من سنة لأخرى.
 - تفضل الإدارة إجراء تغييرات في التوزيعات يمكن الحفاظ عليها مستقبلاً.
 - يرتبط التغير في التوزيعات بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس بالتغيرات الطارئة.
- ومن الممكن أن تلجأ المؤسسة إلى إجراء التوزيعات بنسبة ثابتة من الربح، ولكن نظراً لأن الربح غير مستقر من فترة لأخرى فإن مبلغ التوزيعات سيتقلب من فترة لأخرى وفقاً للتقلب في

تلك الأرباح. ويلاحظ بأن سياسة التوزيعات النقدية المستقرة للسهم أفضل للسهم من سياسة التوزيعات بمعدل ثابت من الربح (حنفي، 2002، ص 24).

3-5 سياسة التوزيعات الإضافية:

في محاولة لبعض المؤسسات لتحقيق قدر من المرونة فقد قامت بالجمع بين سياستي استقرار التوزيعات واستقرار معدل النمو، وذلك من خلال إجراء توزيعات مستمرة ومنتظمة منخفضة للسهم، بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية وذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح. وتناسب تلك السياسة المؤسسات التي تتصف بأرباحها وتدفعها النقدي بالتقلب الشديد، حيث يمكن للمؤسسة توزيع الحد الأدنى من التوزيعات في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو تظهر فيها الحاجة إلى احتجاز الأرباح لمواجهة الاستثمارات التي تحتاجها المؤسسة أما في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ولا توجد حاجة لاحتجازها فيمكن للمؤسسة إجراء توزيعات إضافية (الحنوي وآخرون، 2002، ص 411).

وقد حاولت بعض المؤسسات الجمع بين سياسة استقرار التوزيعات واستقرار معدل النمو وذلك عن طريق إجراء توزيعات منخفضة للسهم ولكن بصورة مستمرة ومنتظمة وإجراء توزيعات إضافية للأسهم وذلك في الفترات الجيدة التي تحقق فيها المؤسسة أرباح، ومثل هذه السياسة تحقق للمؤسسة قدرًا من المرونة. فالمستثمر بإمكانه الحصول على دخل مستقر يتمثل في الحد الأدنى من التوزيعات، فإذا كانت أرباح المؤسسة وتدفعاتها متغيرة فهذه السياسة تمثل اختياراً جيداً (الحنوي والعبد، 2002، ص 406).

4. أشكال توزيعات الأرباح:

تختلف أشكال التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة وذلك حسب ما تمليه ظروف المؤسسة، وتتمثل أهمها في:

4-1 التوزيعات النقدية (Cash Dividends):

تشير التوزيعات عادةً إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، وبالتالي فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحملة الأسهم، إذ يمكن اعتبارها كتوزيعات أو كجزء من سياسة التوزيعات.

تعتبر التوزيعات النقدية أكثر الأشكال شيوعاً، وغالباً ما تقوم مؤسسات المساهمة بدفعها بشكل مباشر ومنتظم للمساهمين، وفق مراحل منتظمة من الأعمال، وتتم هذه التوزيعات في الغالب أربع مرات في السنة لدى المؤسسات المساهمة (العامري، 2010، ص 436 - 437).

2-4 التوزيعات في صورة أسهم (Stock Dividends):

يعتمد هذا الشكل غير النقدي للتوزيعات على دفع أسهم للمساهمين وذلك بدلاً من التوزيعات النقدية، إذ لا يكون لهذا الشكل من التوزيعات قيمة حقيقية، ولعل من بين أهم النتائج المرجوة من انتهاج هذه السياسة هو إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك عبر إحداث تغيير في حجم ونوع الأدوات المالية المتداولة المصدرة من قبل المؤسسة، إضافة إلى أثر جوهري يتمثل في انخفاض القيمة السوقية لأسهمها (النعيمي والتميمي، 2008، ص 487).

ولعل من أبرز ما يلاحظ على هذه العملية كونها تمثل تحويل الأموال بين الحسابات المكونة لحقوق حملة الأسهم العادية، وذلك بدلاً من استخدام هذه الأموال من الناحية المحاسبية، مما يعني أن المساهم باستلامه لهذه التوزيعات لم يستلم شيء من القيمة، فبعد دفع التوزيعات ينعكس ذلك على قيمة السهم بالانخفاض بنفس نسبة التوزيعات، مع عدم تغيير قيمة الأسهم التي يمتلكها، إضافة إلى نسبة ملكيته في المؤسسة، وبالضرورة الأرباح التي يتحصل عليها في حال ثبات الأرباح المحصلة من المؤسسة (النعيمي والتميمي، 2008، ص 488).

تحقق المؤسسة عدة منافع من جراء إتباع هذا الشكل في توزيع الأرباح، يمكن إيجازها في منفعتين أساسيتين، أولها هي محافظة المؤسسة على النقد، وبالتالي فإن عملية توزيعات الأسهم على المساهمين بدلاً من التوزيع النقدي يمكّن المؤسسة من توفير الأموال لاستخدامها في تمويل استثماراتها من خلال الأرباح المحتجزة من أجل تعظيم الأرباح المستقبلية، وهذا مع اجتناب الأثر النفسي السلبي الممكن حدوثه على المستثمرين في حال عدم إجراء توزيعات، ففي ظل هذه السياسة قد توجي للمستثمرين بتحسين الآفاق المستقبلية للمؤسسة، وتوسع إمكانية المشاركة في الأرباح المستقبلية من خلال زيادة عدد الأسهم التي يمتلكوها (العامري، 2010، ص 442 - 443). أما المنفعة الثانية فتكمن في زيادة رأس المال المدفوع دون مساهمات جديدة من المساهمين، كما أن الانخفاض في سعر السهم يساهم في تنشيط عملية التداول في السوق.

وقد أوضح (Damodaran, 2006, P. 993) أن هذا الشكل من التوزيعات إنما تستعمله المؤسسة لثلاث أسباب رئيسية: فهي تمثل أداة لتضليل المساهمين خاصة في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات مالية، والتي تحول دون قدرتها على إجراء توزيعات نقدية في ظل تميز توزيعاتها الماضية بالاستقرار، مما يحتم عليها الإعلان عن إجراء توزيعات على شكل أسهم لتغطية عجزها عن إجراء توزيعات نقدية، كما قد تتخذ منه بعض المؤسسات كتوزيعات إضافية إضافة إلى التوزيعات المستقرة، خاصة في الفترات التي تحقق فيها المؤسسة أرباحاً مهمة، إذ تلتزم المؤسسة بمواصلة إجراء هذه التوزيعات، مما يعني نيتها في رفع قيمتها المتوقعة مستقبلاً، وبالتالي فإن المؤسسة بإجراء هذه التوزيعات إنما ترسل إشارات إيجابية حول وضعيتها إلى السوق المالي، والسبب الأخير هو عندما يكون للمؤسسات صنفين من الأسهم، الصنف الأول والذي ستلتزم بدفع توزيعات مستقرة إليه، أما الثاني فيكون عن طريق توزيعات أسهم. مما ينعكس على كونها أكثر مرونة لتلبية رغبات المساهمين بالتوزيع.

3-4 تجزئة السهم (Stock Split):

يتشابه هذا الشكل مع سابقه في قيامهما على مبدأ تقسيم الفطيرة إلى أجزاء صغيرة دون المساس بالمركز الأساسي للمساهمين (Ehrhardt and Brigham, 2011, P. 570)، وتتم هذه العملية في حال تسعير أسهم المؤسسة في السوق بأسعار عالية جداً، مما يفرض ضرورة العمل على تخفيض الأسعار السوقية لهذه الأسهم، ويتم هذا من خلال اللجوء إلى تجزئة الأسهم، وكون هذه العملية لا تؤثر على قيمة المؤسسة من الناحية النظرية، فهي بذلك تتشابه وتوزيع الأسهم المجانية.

تتم عملية تجزئة الأسهم من خلال زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم، وتتم هذه العملية بأن يكون مثلاً سهم واحد من الأسهم القديمة يساوي إلى ثلاث أو يستبدل بثلاث أسهم جديدة، مما يسمح بتعزيز القابلية التسويقية وتحفيز نشاط السهم في السوق. ومن أهم المبررات لإتباع المؤسسات للشكلين السابقين في التوزيعات ما يلي (هندي، 1998، ص 386 - 389):

- التأثير على القيمة السوقية للسهم: قد ينظر المتعاملون في السوق المالي إلى هذه القرارات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة على أنها إشارة مالية لمستقبل مبشر للمؤسسة، باعتبار أنها تنطوي على محتوى معلوماتي على مستقبلها ترغب في إبلاغه للمستثمرين، وهذا سيؤثر حتماً على القيمة السوقية لأسهمها بالإيجاب.
- التأثير على مقدار التوزيعات: قد ينتج على القرار المتخذ من قبل المؤسسة، زيادة في التوزيعات النقدية الكلية التي يحصل عليها المستثمر، لكن من النادر أن تبقى المؤسسة على القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات قبل اتخاذ القرار.
- إزالة الحاجز النفسي: يتمكن المستثمر في ظل زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها جراء السياسة المتبعة، وفي ظروف نفسية أقل ضغطاً من بيع كمية من الأسهم التي يمتلكها، وبالتالي فإن هذه السياسة تخفف من الحاجز النفسي الذي ينتاب المستثمر سواءً لبيع أسهمه أو شراء أسهم جديدة.

4-4 تجزئة السهم المعكوسة (Reverse Stock Split):

تعتبر عن عملية تخفيض في عدد أسهم المؤسسة، بحيث يتم على سبيل المثال استبدال سهمين قديمين بسهم واحد جديد، إذ تتضاعف القيمة الإسمية للسهم، فعلى مستوى الهيكل المالي للمؤسسة لا يحدث أي تغيير عدا نقصان عدد الأسهم فقط، ناهيك عن تضاعف القيمة السوقية للسهم.

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع بدافع مجموعة من المبررات والدوافع، ويمكن إيجازها فيما يلي (Baker, 2009, P. 442):

- يفرض التعامل في سوق الأوراق المالية في كثير من الأحيان سعر أدنى للسهم، فعكس تجزئة الأسهم قد تمكن المؤسسة من رفع قيمة أسهمها عن الحد الأدنى.
- محاولة المؤسسة تقليص تكاليف المعاملات إضافة إلى العمل على توفير السيولة، وهو ما ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

- إزاحة صغار الملاك، حيث تعمل المؤسسة على إخراج المساهمين أصحاب الحصص الصغيرة بالقوة عن طريق عكس تجزئة الأسهم، إذ تقول حصصهم إلى دون المستوى المحدد.

4-5 إعادة شراء الأسهم (Stock Repurchase):

تعد عملية شراء الأسهم البديل الثاني للتوزيعات النقدية، حيث شاع في السنوات الأخيرة استخدام هذا الأسلوب بشكل كبير، فمعظم المؤسسات تتجه إلى شراء جزء من أسهمها التي سبق وأصدرتها، وهذا من أجل تحويل جزء أو كل التدفقات النقدية المتاحة إلى المساهمين، على أن يتم الاحتفاظ بهذه الأسهم على مستوى المؤسسة على شكل أسهم الخزينة (Treasury stocks) بغية إعادة بيعها في حال حاجة المؤسسة إلى تمويل إضافي (Brealey et al., 2006, P. 442)، مع إمكانية حذفها نهائياً، فيكون الأمر هنا متعلق بتخفيض رأس المال.

فالمؤسسة عند قيامها بشراء أسهمها إنما تقوم بتحويل السيولة إلى المساهمين، وهو ما يحمل نفس معنى التوزيعات النقدية، حيث في حال اعتماد المؤسسة على هذا الشكل من التوزيعات فإنه سينتج عنها انخفاض في قيمة السهم بمقدار حصته من التوزيعات، ولكن في حال تخصيص السيولة لشراء الأسهم بدلاً من التوزيعات النقدية، فإن الأسهم تبقى بنفس قيمتها وفي كلتا الحالتين لا تتأثر ثروة الملاك بسياسة التوزيع.

وقد تكون من بين أهم الدوافع وراء شراء المؤسسة لأسهمها هو محاولة مواجهة عمليات الاستحواذ على المؤسسة من قبل أطراف خارجية، إضافة إلى عمل المؤسسة على تعديل هيكلها المالي والعمل على الاستفادة قدر المستطاع من مزايا الرفع المالي بمحاولة رفع نسبة المديونية إلى الأموال الخاصة وذلك في الحدود المعقولة، وكل هذا من أجل محاولة رفع قيمة أسهم المؤسسة، والذي يكون عن طريق سحب جزء من أسهمها من التداول الأمر الذي يحد من المعروض منها، كما قد تكون عبارة عن إشارات مالية أو محتوى معلوماتي على أن السهم مسعر بأقل من قيمته الحقيقية، فهذا الأمر يترك أثراً إيجابياً على ربحية السهم وبالتبعية على قيمته (هندي، 1998، ص 391 - 394).

5. نظريات سياسة توزيع الأرباح:

هنالك عدد كبير من نظريات سياسة توزيع الأرباح، وذلك انطلاقاً من العمل الذي قام به كل من موديكلياني وميلر عام 1961 وحتى الآن. لذلك قام الباحثون بالحديث عن تلك النظريات بطرق مختلفة، فمنهم من ربط تلك النظريات بالمخاطرة مقسمين تلك النظريات إلى نظريات في حالة التأكد التام، ونظريات في حالة عدم التأكد التام مثل (هندي، 1999)، (Ndirangu،)، (2014). ومنهم من ذكرها بحسب تسلسلها الزمني مثل (عبد القادر، 2013)، (Alzomaia)، (2013 and Al-Khadhiri) ومنهم من ربط تلك النظريات بالعوائد المتوقعة للسهم مثل (نور والفضل، 2003). ونظراً لكثرة تلك النظريات وتعددتها فسوف يقوم الباحث بذكر أبرز تلك النظريات وفقاً لتطورها التاريخي كما يلي:

1-5 نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (M&M Theory, 1961):

يعد كلاً من موديكلياني وميلر رواد هذه النظرية والتي تم وضعها عام 1961، حيث أوضح كلٌ منهما أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة، وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، وأكدوا على أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة) (هندي، 2003، ص 700 - 704).

لقد جادل موديكلياني وميلر في أن قيمة المؤسسة تتحدد بقوة ربحها ومخاطرة أعمالها فقط، وبموجب هذه فإن المستثمرين يساؤون بين الحصول على توزيعات الأرباح وبين إعادة استثمار المؤسسة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، بمعنى أن قيمة المؤسسة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة، وقد بُنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية (البراجنة، 2009، ص 30):

- لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار الأسهم في أسواق رأس المال العامة، وأن الجميع لديهم المعلومات حول الأسعار ولا توجد تكاليف تمويل أو ضرائب (أي أن السوق المالي يتميز بالكفاءة التامة).

- التأكد التام حول مستقبل البرامج الاستثمارية وخاصة فيما يتعلق بالفوائد.

- الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين.
 - سياسة توزيعات الأرباح لا ترتبط مع سياسة الاستثمار، وسياسة الاستثمار ثابتة لا تتغير.
 - عدم تأثر كلفة رأس المال بسياسة توزيعات الأرباح.
 - عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو ضرائب شخصية على الدخل.
 - عدم وجود نفقات للتعامل مع الأسهم مثل عمولات الوسطاء.
 - لا يوجد للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.
 - غياب عامل المخاطرة وهذا يعني وجود معدل خصم واحد لكافة المؤسسات في السوق.
- إذاً يمكن القول وفقاً لنظرية موديكلياني وميلر أنه لا توجد علاقة بين سياسة التوزيعات وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة ووفقاً لهذا فإن قيمة المؤسسة تتوقف بصفة أساسية على القوة الإيرادية لها وكفاءتها في اختيار الاستثمارات المربحة والمثلى، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تعتمد على القوة الإيرادية للأصول أكثر من الطريقة التي تم بها تمويل تلك الأصول أو بالطريقة التي تم بها تجزئة أو تقسيم الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز (حنفي، 2002، ص 212).

2-5 نظرية العصفور في اليد (Gardon Theory, 1962):

لقد تعرضت نظرية (Modigliani and Miller) السابقة الذكر للعديد من الانتقادات التي كان من أهمها الانتقاد الذي وجه للافتراض الذي قامت عليه النظرية، ويفيد بأن المؤسسة تعمل في ظل المنافسة التامة مما يسمح باستنتاج مفاده استقلال سياسة الاستثمار عن سياسة توزيعات الأرباح، والذي تم اعتباره افتراضاً غير واقعي، ذلك بسبب عدم مرونة عرض الأموال بالإضافة إلى عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية وبما يحد من رشد القرارات الاستثمارية، فضلاً عن عدم موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف تمويل أو ضرائب (نور والفضل، 2003، ص 185).

نتيجة لهذه الانتقادات صاغ (Gardon, 1962) أفكاراً بديلة للأفكار التي جاءت بها نظرية موديكلياني وميلر، عرفت بنظرية عصفور في اليد، وتشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية، إذ ترى الأفكار أن توزيعات الأرباح

تؤثر في نسبة العائد المتوقع من قبل المستثمرين. وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية (نور، 2003، ص 45):

- لا تخضع مردودات المستثمرين في أسهم المؤسسة للضريبة سواء كانت هذه المردودات متمثلة بالمكاسب الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم أو بتوزيعات الأرباح.
- معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل كلفة التمويل الممتلك أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق الملاك.
- اعتماد إدارة المؤسسة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل مقترض خارجي.
- معدل نمو المؤسسة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروباً بمعدل العائد المتوقع على الاستثمار.
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار عادةً ما يكون أكبر من معدل النمو.
- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

إذاً وفق هذه النظرية هناك أثر لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان معدل المردودية المتوقع أقل من المفروض، فإن القيمة سوف تتخفف مع الزيادة في الأرباح المحتجزة، وفي الحالة العكسية ترتفع القيمة مع الارتفاع في التوزيعات، ومنه يصبح لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة أما في حالة ما إذا تساوى معدل المردودية المطلوب مع المتوقع فإن نتائج هذه النظرية لن تختلف عن سابقتها التي تثبت حياد التوزيعات (هندي، 2003، ص 700 - 704).

لقد أثبت غوردون أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة حتى عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة نظراً لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، حيث عبر غوردون عن ذلك بالعبارة "التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ أن المستقبل غير مؤكد" (الحناوي والعبد، 2002، ص 376).

3-5 نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory):

ليس لتأثير الضريبة على أرباح المؤسسة تأثير على سياسة التوزيعات وهذا منطقي، فصافي الربح المتولد يخضع لتلك الضريبة، سواء قررت المؤسسة توزيع الأرباح أو احتجازها، أما بالنسبة للضريبة على دخل المستثمر أي ما يحصل عليه من توزيعات فالأمر يختلف، وهنا نميز بين نظامين ضريبيين أحدهما تكون فيه الضريبة على التوزيعات أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، والأخرى يتساوى فيها معدل الضريبة في الحالتين (هندي، 2003، ص 358):

أولاً - في حالة وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم:
تقضي هذه النظرية بأنه لو كان معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح غير عادية فإنه من صالح المستثمر أن يحصل على نصيبه من أرباح المؤسسة في صورة أرباح رأسمالية. وترى نظرية التمييز الضريبي أن احتجاز الأرباح وليس توزيعها الذي يساهم في تعظيم ثروة المساهمين. وتبعاً لهذه النظرية، يترتب على الاختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية، ظاهرة يطلق عليها ظلة التوزيعات Dividend Tilt والتي تعني أن سهم المؤسسة التي تجري توزيعات، يجب أن يحقق عائداً قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يحققه سهم مؤسسة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح، وهذه الزيادة تعوض الفرق بين المعدل الفعلي للضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية. وفي هذا الصدد نميز مقاربتين اثنتين كالآتي:

- مقاربة (Farrar et Seluym, 1967):

يترتب على تباين المعدلين بطبيعة الحال تباين في ثروة المساهمين للمؤسستين بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، وبالتالي للمساواة بين القيمتين على المؤسسة الدافعة للتوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة المحتجزة للأرباح بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة.

- مقاربة (Bernnan, 1970):

تعتبر دراسة برنان امتداداً للدراسة السابقة، حيث حاول برنان عرض الكيفية التي تؤثر بها سياسة التوزيعات على القيمة في ظل الاختلاف بين المعدلين، ويرى أنه إذا كانت هناك

مؤسستان متماثلتان ولهما نفس الدرجة من المخاطرة ومختلفتان فقط في سياسة التوزيعات فإن معدل المردودية لا بد أن يكون متساوٍ في النهاية.

فلو كانت السياسة المنتهجة تفرض دفع توزيعات عالية بالرغم من وجود أعباء مالية ناجمة عن التوزيعات المدفوعة أكبر مقارنة بمؤسسة أخرى، لكنها دفعت توزيعات أقل فإن القيمة في الأخير سوف تنخفض.

وخلصت هذه المقاربة إلى أنه في ظل اختلاف المعدلين لسياسة التوزيعات أثر على قيمة المؤسسة، وهذا الأثر يتمثل في الفرق بين القيمة الحالية للضريبة على التوزيعات والقيمة الحالية للضريبة على فائض القيمة.

ثانياً - في حال عدم وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم:

حتى في ظل تساوي معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية (فوائض القيم)، يظل هدف المؤسسة على ما هو عليه، ويظل لاحتجاز الأرباح أثره المرغوب على القيمة السوقية للمؤسسة، فاحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها يعطي مرونة للمستثمر، إذ يمكن تأجيل دفع الضريبة على فائض القيمة، في حالة احتفاظ المستثمر بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع، فكلما زادت فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة وانخفضت القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم وزادت جاذبيته بالنسبة للمستثمر. هذا يعني أن النظريات السابقة تظل سارية المفعول حتى في حالة تساوي معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية. مع فرق قد يكون غير جوهري هو أن مزايا احتجاز الأرباح أصبحت أقل مما كانت عليه (هندي، 2003، ص 369).

إذاً يمكن القول بأن المستثمرين - طبقاً لنظرية التقضيل الضريبي - يفضلون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنةً بالأرباح الرأسمالية. والعكس صحيح في حال كانت نسبة الضرائب على الأرباح الموزعة أقل، وبالتالي فإن المساهمين يختارون المؤسسات التي تتوافق وتفضيلاتهم (Ronny, 2001, P. 22).

4-5 نظرية الوكالة (Agency Theory):

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة من جهة وبين إدارتها وتسيير أعمالها من جهة أخرى، فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن الإدارة (Jensen and Meckling, 1976). ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المديرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة. فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو آخرين في القيام بإدارة وتسيير المؤسسة نيابة عنهم. وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته. وبطبيعة الحال فإن المدراء يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، فيمكن للمدراء أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان المراقبة على المدراء وبما يسمح بتحقيق أهدافهم.

تلجأ المؤسسات إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي والمرتبطة خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل، وبالخصوص فإن المؤسسات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة. وبتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح، فالمؤسسة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر خارجية للتمويل المتعلقة بالبحث وإصدار أسهم و/أو سندات لتوفير السيولة، ومن ناحية أخرى من الممكن أن تتولد تكاليف أخرى مثلًا تكلفة الوكالة جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات توفير جديدة. في المتوسط فتكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1 و 3 %، أما تكلفة إصدار الأسهم هي بين 3,5 و 7 % (Jensen and Meckling, 1976).

يبين نموذج الوكالة أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر حيث تفترض نظرية

الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً خلال عدد من السنين، ويشمل ذلك كل من الشرق الأوسط، آسيا، أوروبا الغربية، أمريكا الجنوبية، أفريقيا، روسيا وغيرها، ذات الحماية الأضعف للمستثمر. وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين.

أثبتت الدراسات أن المدراء لا يكرهون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح السهم عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة، كما يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى الاقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع أرباح السهم وفقاً لما توصل إليه كل (Malitz et al., 1994, P. 141).

فكلما انخفضت درجة حماية المساهمين (انعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل)، يسمح هذا للمدراء باستعمال مهاراتهم في السيطرة على المؤسسة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المدراء كسب الشهرة عن طريق توزيع أرباح السهم على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي لهؤلاء المدراء (Shleifer et al., 2000).

كما أن توزيع أرباح السهم يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لدى المدراء، أو بالتأثير على القيمة السوقية للمؤسسة (رفعها) مما يكسب تفاؤلاً للمساهمين (عبد القادر، 2013، ص 15).

تجدر الإشارة إلى أن المدراء يلجؤون من أجل تخفيض تكاليف الوكالة والصفقات إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف، وبالفعل فقد تم اختبار هذا النموذج من طرف (Rozeff, 1982) باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فإنه كلما زادت نسبة امتلاك المدراء للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المدير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المدير لأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم.

5-5 نظرية تكاليف الصفقات (Transaction cost Theory):

تتحمل المؤسسات عادةً تكاليف مختلفة عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي يتحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات تلجأ إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها.

تعد تكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة. لقد توصل (Miller and Rock's, 1985) إلى أن سياسة توزيع الأرباح وفقاً لنظرية الصفقات تستطيع أن تؤثر في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة، فعلى سبيل المثال يمكن للمدراء أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة عالية موجبة لاستثمار ما نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي يترتب عليه بطبيعة الحال تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق احتجاز الأرباح.

لقد أثبت (Miller and Rock's, 1985) أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية التي تتخذها المؤسسة، نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع أرباح السهم تستيق الاستثمارات وتبحث في التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة التمويل الخارجي في حال ما إذا قامت المؤسسة بزيادة نسبة توزيع أرباح السهم، فتكاليف الصفقات تشمل كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الاكتتاب، تكاليف الإدارة، والنفقات القانونية كالضرائب وغيرها. وأبعد من ذلك فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي إلى وجود صعوبات في مراقبة نشاطات المؤسسة أو حتى الحفاظ على ولاء المساهمين السابق، مثلاً دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض وتظهر هذه النتائج في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

تقترح نظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح، أن بإمكان المؤسسة الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها وتلجأ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية

مواتية، فالمؤسسات التي تلجأ أكثر إلى التمويل الخارجي تسعى لتعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة وحسب (Rozeff, 1982) فإن الرافعة المالية ودرجة النمو هما العاملان اللذان يفسران لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي. والعامل الآخر الذي يمكن أن يفسر لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي هو الحجم، فبطبيعة الحال المؤسسات الأقل حجماً يكون مساهموها غير راضين على لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، وضياح إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكلة يواجهها مساهمو المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، والذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغير يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة وهذا ما أكدته كل من (Redding, 1997) و (Fama and French, 2002).

5-6 نظرية المحتوى المعلوماتي أو نظرية الإشارة (Signaling Theory):

تؤدي المعلومة دوراً هاماً في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها مثل الجهات الحكومية ورجال التمويل والمستثمرين والعملاء والموردين والمحللين الماليين بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية. وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى مع مراعاة العديد من الأسئلة والإجابات، على سبيل المثال من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات، ما هو الغرض من هذه المعلومات وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها (عبد القادر، 2013، ص 16).

طبقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة التوزيع عن طريق المؤسسة كإشارة لتوقع الربح بوساطة إدارة المؤسسة، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً. بمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من مؤسسة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح - بينما قامت بالفعل بدفع نسبة

أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت المؤسسة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المال، ومع ذلك فإنهم يؤكدون أن زيادة توزيع الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة المؤسسة على أنها تتوقع نمواً كبيراً في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضاً، أي أن المعلومات هذه عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو تؤثر في سعر السهم (نور والفضل، 2003، ص 184 - 185).

عندما وضع موديكلياني وميلر نظريتهما حول عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيعات وقيمة السهم وتكلفة الأموال افتراضاً أن كلاً من المدراء والمستثمرين متماثلين من حيث المعلومات الخاصة بسلسلة الأرباح والتوزيعات المستقبلية. ووفقاً لوجهة نظر موديكلياني وميلر فإن رد فعل المستثمرين إزاء التغيير في سياسة التوزيعات ليس بالضرورة مؤشر على تفضيل المستثمرين للتوزيعات على احتجاز الربح ورغم الحقيقة المعروفة بأن التغيير في أسعار الأسهم ما هو إلا نتيجة لقرارات التوزيع للأرباح إلا أنها من وجهة نظر موديكلياني وميلر ما هو إلا نتيجة لمعلومات هامة يستدل منها على الإعلان عن توزيعات ملائمة (حنفي، 2002، ص 228 - 229).

وبالفعل توصل عدد كبير من الباحثين مثل (Lintner, 1962)، (Jensen and Johnson, 1995)، (DeAngelo et al., 1996)، (Howe and Shen, 1998) في دراساتهم المختلفة إلى أن التغيير في أرباح السهم يعطي معلومات عن المؤسسة والتي تؤخذ بعين الاعتبار في السوق المالية، وأن نظرية الإشارة تلعب دوراً هاماً في تفسير قيمة السهم بالنسبة للمؤسسة، فالتغيير في أرباح السهم يعطي معلومات مختلفة وتختلف باختلاف المؤسسات المعنية. فردة الفعل نتيجة التغيير في أرباح السهم متعلقة بخصائص هذا التغيير وكذلك خصائص المؤسسة المعنية، ومن دراسة التأثير المشترك بين هذه المتغيرات يمكن تحديد المعلومة المراد توصيلها من خلال تغيير أرباح السهم.

6. محددات سياسة توزيع الأرباح:

هنالك عدد كبير جداً من الدراسات الواسعة الانتشار في الأدب المالي والتي بحثت في العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات. فسياسة توزيع الأرباح تتأثر بالكثير من المتغيرات والتي تختلف باختلاف نوع المؤسسة والقطاع الذي تنتمي إليه وغيرها من المحددات الأخرى. ونظراً لتعدد وتنوع الدراسات واختلافها في تحديد العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، فسوف يقوم الباحث بذكر أهم العوامل التي أجمعت عليها الكثير من الدراسات السابقة مثل (Rozeff, 1982)، (Pruitt and Gitman, 1991)، (HO, 2003)، (Kumar,)، (2003)، (Kania and Bacon, 2005)، (Etemadi and Chalalki, 2005)، (Amidu)، (and Abor, 2006)، (Malkawi, 2007)، (Al-Twajry, 2007)، (Ranti, 2013)، (Ajanthan, 2013)، (Adediran and Alade, 2013)، (حمدان، 2014)، (Kajola,)، (et al, 2015) وغيرها وذلك من خلال عرضها في ثلاثة أبواب رئيسية وهي:

6-1 العوامل الخارجية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح:

أولاً - متغيرات ذات طبيعة قانونية:

تختلف القواعد القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلدٍ إلى آخر، ومن زمنٍ لآخر، فبعض القوانين تنص على عدم توزيع أرباح ناتجة عن أصول، لأن التوزيع بهذا الشكل هو عبارة عن توزيع للأموال المستثمرة في المؤسسة، وتآكل الأصول، وتركز القوانين في هذا الخصوص على ثلاث قواعد رئيسية وهي (هندي، 2003، ص 349):

1. قاعدة صافي الأرباح: توضح أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية، والماضية الصافية.

2. قاعدة إضعاف قيمة رأس المال: فقد يشترط لحماية ودائع العملاء ألا تتجاوز التوزيعات رصيد الأرباح المحتجزة، بغية تدعيم صافي المركز المالي للمؤسسة. لذلك تمنع توزيع الأرباح من رأس المال حمايةً للمقرضين.

3. قاعدة الإعسار المالي: تعني عدم توافر نقد يمكّن المؤسسة من دفع ديونها (التزاماتها) في مواعيدها، والعسر المالي يمكن أن يكون على نوعين: الأول فني ويعني أن أصولها تكفي

لسداد التزاماتها لكن تركيبها غير منسجمة مع مواعيد استحقاق ديونها، في حين أن العسر الحقيقي يعني أن المؤسسة لن تستطيع أن تقي بالتزاماتها حتى لو أخذت وقتاً كافياً فأصولها لن تكفي لسداد تلك الالتزامات وبالتالي يمكن أن تشهر إفلاسها فيما بعد.

ثانياً – متغيرات ذات طبيعة تعاقدية:

تتضمن عادةً عقود السندات أو اتفاقيات القروض التي تحصل عليها المؤسسات قيوداً على توزيع الأرباح، ويستخدم الدائنون هذه القيود للمحافظة على قابلية المؤسسة على تسديد الدين، فمثل تلك القيود التي توضع لحماية الدائنين غالباً ما تنص على أن الأرباح الموزعة تتم من خلال الأرباح التي تحققت بعد توقيع عقد الدين، أي أن الأرباح التي توزعها المؤسسة تتأثر بشكل كبير عندما تكون مثل هذه القيود موضع التنفيذ لأنها تحد من حرية الإدارة في اتباع سياسة توزيع قد تتعارض مع هذه القيود المفروضة التي تحد من التوزيعات النقدية للأرباح بعد منح القرض، أو قد تنص كذلك بنود العقد على شروط معينة مثل نسبة تغطية الأرباح للفوائد المستحقة أو مؤشرات أمان أخرى (حنفي، 2002، ص 223).

ثالثاً – متغيرات ذات طبيعة اقتصادية:

تتضمن هذه المتغيرات جملة من العوامل من أهمها (هندي، 2003، ص 350)، (عبد القادر، 2013، ص 124 – 125):

1. النمو:

تستلزم متطلبات التوسع بمختلف أنواعها قيام المؤسسات بحشد إمكانياتها المالية، وهذا بدوره يتطلب قيام المؤسسة بتوفير الأموال اللازمة لذلك التوسع، حيث الاعتماد على مصادر تمويل ذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية في بعض الحالات، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى قيامها باحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، ولجئها إلى احتجاز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من اللجوء إلى الاقتراض، وفوائده، وآجال تسديده، ومخاطره لاسيما إذا ما كانت تلك الأرباح المحتجزة كافية لهذه العمليات.

تجدر الإشارة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي تتأثر بشكل كبير بمدى توفر فرصة للنمو، والتوسع، وبإمكانية توفير الأموال لذلك، وهذا ما أدى إلى تطوير سياسة توزيع

الأرباح المتبقية والتي تنص على أن المؤسسة ينبغي أن تتبع الخطوات الآتية عندما تقرر توزيع أرباحها، وهذه الخطوات هي:

- تحديد موازنة رأس المال السنوي المثلّي.
- تحديد رأس المال المطلوب لتمويل تلك الموازنة.
- توزيع الأرباح فقط في حالة توافر أرباح أكثر من المطلوب من أجل دعم موازنة رأس المال المثلّي.

2. توافر السيولة النقدية:

تعد السيولة أمراً أساسياً في الكثير من قرارات توزيع الأرباح، ولاسيما أن التوزيعات تمثل تدفق خارج فإنه كلما كان النقد متوفراً والسيولة الكلية للمؤسسة أكبر، كانت قابليتها على دفع التوزيعات أكبر. فالأرباح التي تحتفظ بها المؤسسات كأرباح محتجزة عادةً ما تستثمر في أصول مطلوبة لإدارة المؤسسة، وأن الأرباح التي تحققها قد لا تحتفظ بها بشكل نقدي سائل، فقد تقوم باستخدامها لأغراض إنشاء مبنى للمؤسسة، أو لشراء الآلات أو أية أصول أخرى، وبالتالي قد لا تستطيع توزيع أرباح بسبب انخفاض حجم السيولة لديها، فالسيولة تحدّ إذاً من التوزيعات النقدية، والبدل قد يكون هو التوزيع بشكل عيني، أو في الاقتراض.

3. سقف الأرباح المحتجزة:

قد يفرض قانون الضرائب سقف محدد للأرباح المحجوزة، أو نسبة محددة كإجراء للحد من المبالغة في الأرباح المحتجزة التي قد تأخذ منحى التهرب الضريبي من الضرائب على التوزيعات.

4. الهيكل المالي للمؤسسة:

إذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكن تجاوز هذا الهدف، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو ناحية القدرة على الاستدانة، فالمؤسسة ذات نسبة الرفع المالي المنخفض يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي ويفرض عليها الاعتماد على الموارد الداخلية في حين بلوغها النسبة الحرجة من الاستدانة، وهو ما يؤثر على التوزيعات المدفوعة.

5. تكلفة الصفقات:

توجد تكلفة للصفقات في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية، منها تكلفة إصدار أسهم جديدة، فعندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة، فهي تفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، هذه الأخيرة تكون ذات تكلفة أكبر في حالة وجود تكلفة للصفقات، مما يفرض على المؤسسة تخفيض معدلات التوزيع.

6. درجة الرغبة في السيطرة والرقابة على المؤسسة:

تؤدي التوزيعات المدفوعة على شكل أسهم جديدة إلى تشتت الملكية لاسيما عند دخول مساهمين جدد من جهة، ومن جهة أخرى فإذا كانت الإدارة مسيطرة على المؤسسة، فإنها تستخدم التوزيعات كأداة للحفاظ على هذه الميزة، عن طريق دفع توزيعات في شكل أسهم لحصتها، وفي شكل نقدي لبقية المساهمين مما يؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة حصة مجلس الإدارة ومنه دوام السيطرة.

7. مردودية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة:

إذا كانت المؤسسة مقبلة على الاستثمار في مشاريع معينة وتريد تمويل جزء من هذه المشاريع عن طريق الأرباح المحتجزة فلا بد من أن يكون معدل المردودية لهذه المشاريع أكبر من تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة، وإذا تم الاحتجاز في حالة العكس قد يكون ذلك تدمير للقيمة.

8. الضرائب الشخصية:

تخضع مردودية المساهم إلى ضريبة تختلف باختلاف مكونات المردودية، ففي بعض الدول تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أكبر من الضريبة على فوائض القيم، مما يجعل المساهمين يفضلون حجز الأرباح بدلاً من توزيعها ومن ثمة بطبيعة الحال يستجيب المدير المالي لرغبات المساهمين في ظل فرضية عدم تعارض المصالح.

9. الضرائب على أرباح المؤسسات:

تعتبر تكاليف القروض من بين المصاريف القابلة للخصم من قبل الإدارة الجبائية على عكس التوزيعات التي لا يمكن خصمها كتكاليف ومن ثمة في ظل وجود ضرائب تلجأ الإدارة إلى

الرفع المالي بدلاً من الرفع في رأس المال وفي عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات تفقد القروض الميزة الضريبية لها.

10. السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة:

تلجأ بعض المؤسسات إلى معرفة معدل توزيع القطاع التي تنتمي إليه أو معدل نمو هذه المعدلات، لأن إتباع سياسة مماثلة للقطاع يحمل في طياته مبرر الاختيار، هذا من جهة، ومن جهة أخرى معدل توزيع السوق المالي، فإذا نظرنا مثلاً إلى الأسواق الأوروبية والأمريكية نجد أن هنالك ارتباط كبير في المعدلات بين الأعوام 1973 - 2005.

11. الوضع الاستراتيجي للمؤسسة:

تعد المؤسسة أداة صناعية، لها دورة حياة تبدأ بالانطلاق، وتنتهي بالزوال مروراً بمرحلتي النمو والنضج. وفي كل مرحلة هنالك خصائص محددة للسيولة والربحية وغيرها مما يؤثر بالتالي على إمكانية المؤسسة في توزيع أرباح في كل فترة من دورة حياتها.

القيمة السوقية للشركة

مقدمة:

تعتبر مسألة تعظيم القيمة السوقية للأسهم الشغل الشاغل لجميع المؤسسات وعلى جميع المستويات سواءً أكان المهتم بذلك المدراء أو الموظفين أو المستثمرين على حدٍ سواء. فالغاية الأساسية لكل مؤسسة هو رفع قيمة أسهمها في السوق. فالهدف العام لأي مؤسسة وهو تحقيق الربح أصبح هدفاً تقليدياً ولم يعد الهدف الأساسي الذي يعتبر محور تركيز جميع الأطراف في المؤسسة. بل أصبح تعظيم القيمة السوقية هو الهدف الأسمى للإدارة المالية في جميع المؤسسات.

1. مفهوم القيمة والقيمة السوقية للشركة:

تعتبر القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة كون كل شخص يحدد المفهوم من الزاوية التي ينظر إليها، مما يكسب التقييم مزيد من التعقيد. وبالتالي تختلف التعاريف باختلاف وجهة نظر الأشخاص. على أية حال سوف يقوم الباحث بالاطلاع على تعاريف القيمة بشكل عام ومن ثم سوف يركز على مفهوم القيمة السوقية للمؤسسات.

فالقيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية. من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر. وهي من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل، فهي تركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة به مع مختلف السلع المتاحة وتحويل القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين (بكارى، 2009، ص 13).

تجدر الإشارة إلى أن القيمة قد تكون استعمالية أو تبادلية وأول من فرق بين القيمتين السابقتين هو أرسطو، ومن ثم تطورت نظريات القيمة عبر الزمن مروراً بكينز وأدم سميت

وريكاردو وصولاً إلى نظريات القيمة في الطلب والعرض والمنفعة الحدية (فضلية وآخرون، 2010، ص 4 - 10).

على أية حال للقيمة عدة أنواع، يمكن أن نذكر منها (حماد، 2008، ص 15):

1) قيمة التبادل: وهي القيمة التي يستعد المستهلك لدفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما مقدمة، وهو ما يستدعي نقطة التعادل من طرف البائع والمشتري.

2) قيمة الاستعمال: وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج، ولو كان المنتج قديماً وعديم التبادل، وهو النموذج الأكثر شيوعاً، ويتضمن:

- قيمة السوق: وتتمثل في سعر البيع لسلعة (أصل) أو مؤسسة في السوق طبقاً لقانون العرض والطلب.

- القيمة الجديدة: وتعتمد على معرفة جميع التكاليف الضرورية الواجب إنفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد مماثل للأصل محل التقييم.

- قيمة الحيازة: وتسمى أيضاً بالقيمة الدفترية وهي تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي.

- قيمة الاستثمار: يتم من خلال تحديد تكاليف اقتناء استثمار يضاهاي الاستثمار محل التقييم، من حيث الخصائص التقنية.

3) القيمة المقدرة: وتخص نظرة البائع للقيمة التي يجنيها من بيع منتج ما أو تقديم خدمة ما، بعد توقعه للمنفعة التي يبحث عنها المستهلك. وتتضمن (حماد، 2008، ص 12):

- قيمة التصفية: هي نتاج التقييم المتدني لأصول المؤسسة، وترتكز على معيارين: أحدهما تفاؤلي والذي يعني الانخفاض التدريجي لأصول المؤسسة مع استمرار عملية التصفية، أما المعيار الثاني فهو تشاؤمي، ويتميز بتوقف النشاط، ويقيم الأصل في هذه الحالة بثمن منخفض.

- القيمة المصفاة: نظراً للصعوبات المالية التي قد تواجهها المؤسسة في نشاطاتها المختلفة، فقد تتبنى خيار التنازل عن أصل معين، كقرار استراتيجي لمجابهة الصعاب، وفي هذه الحالة تتنازل المؤسسة عن الأصل بأقل خسارة ممكنة فيما إذا حققت إيراد إيجابي، مقارنة مع قيمة

الاهتلاكات المتبقية، فالصفة تكون مريحة للمؤسسة ويخرج الفارق في إيرادات خارج النشاط. ويكمن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المصفاة في: أن الأسلوب الأول تكون المؤسسة فيه بحالة تصفية أو إفلاس أو ما شابه ذلك، غير أن الوضع في الثانية يختلف، نظراً لاستمرار النشاط بشكل عادي لكن يتخلله بعض الصعاب.

نلاحظ مما سبق وجود مفاهيم مختلفة للقيمة تختلف باختلاف وجهة النظر إليها، وانطلاقاً من ذلك وبغية إعطاء تعريف دقيق، سيقوم الباحث بتعريف القيمة السوقية بالشكل الآتي:

المبلغ 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 عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه.

تجدر الإشارة إلى أن أكثر قيمة معروفة لدى الناس هي القيمة السوقية وهي قيمة السهم في السوق وهي تتأثر بالعرض (عدد الأسهم المتوفرة للمستثمرين) والطلب (عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها) ويستطيع المستثمر معرفة قيمة السهم السوقية عن طريق الجرائد اليومية أو الإنترنت. وعادةً ليس هناك علاقة مباشرة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم وإن ثبت في بعض الدراسات بوجود تلك العلاقة ولكن تلك الدراسة تعد شاذة عن القاعدة القائلة بعدم وجود علاقة.

يمكن القول أن القيمة السوقية عبارة عن السعر الذي تتداول به أسهم رأس المال في سوق الأوراق المالية، ويتأثر سعر السهم في السوق بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في تحديد السعر مثل ظروف العرض والطلب في سوق السلع وفي سوق النقود، وربحية المؤسسة بالمقارنة بالمؤسسات الأخرى، والقيمة الدفترية للسهم. وتعتبر القيمة السوقية للسهم أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، كما أنها تعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية (صافي الأصول) كما تتحدد بالعوامل الاقتصادية المحيطة. هذا وتتأثر القيمة السوقية تأثراً كبيراً بمعدلات الأرباح التي تقوم المؤسسة بتوزيعها على أسهم رأس المال وبمدى دوريتها وانتظامها وكلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم (مرعي، 1993، ص 345).

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن تعريف القيمة السوقية للشركة بأنها: "هي القيمة النظرية للأسهم المصدرة في السوق للتداول، أي بمعنى أوضح المبلغ الذي على المستثمر دفعه إذا أراد شراء كامل الأسهم في صفقة واحدة. وفي هذا الصدد لا بد من التفريق بين قيمة رأس المال وحقوق المساهمين في القوائم المالية المصدرة من الشركة وبين قيمة الأسهم المصدرة وبالتالي عدم المزج بين القيمة السوقية وقيمة الشركة.

2. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركة:

توجد مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق وهذه العوامل تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أولاً – القيمة الدفترية:

يهتم معظم المحللين بالسعر الذي يتداول به السهم خاصة إذا كان أقل من القيمة الدفترية للسهم، وهذا يفسر على أنه إشارة للشراء (حنفي، 2003، ص 238). هذا الرأي يتناقض مع آراء بعض الباحثين الآخرين، وهذا بسبب اعتماد بعض المحللين استراتيجية القيمة كمفتاح للنجاح في شراء الأسهم وتقول هذه الفرضية أن الأسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) متدنية تحقق معدلات أعلى من تلك الاسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) مرتفعة (الذهبي، 1997، ص 64).

ثانياً – الأرباح المحققة:

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع أن يكون اتجاه أرباحها إلى الانخفاض. ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة مع نسبة الزيادة في الربح. ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن السعر (حنفي، 2003، ص 234).

ثالثاً - توزيعات الأرباح:

إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والاستهلاكات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة (نمر، 1997، ص 7).

رابعاً - الموقف المالي للشركة ومدى قوته:

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل في القوائم المالية المقارنة، وقائمة الموارد والاستخدامات، والنسب المالية، والنموذج التشخيصي لتحليل الربحية، ثم تحليل المخاطر. ويجب الانتباه إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالي ينبغي أن تتم بحذر، لأسباب كثيرة من أهمها: تباين الإجراءات المحاسبية التي يمكن إتباعها عند إعداد القوائم المالية التي تمثل الأساس لهذا التحليل، كما أن البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه (هندي، 1999) ولكن يختلف معه (الدبي وأبو نصار، 2001، ص 54) حيث اعتقدوا أن أهمية القوائم المالية تنبع من أنها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية أفضل، فلقد أثبت الباحثون أن الأرقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي، سواء كانت أرقام أرباح (الربح قبل الضرائب، والربح بعد الضرائب، والربح الموزع، والربح المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا أرقام الأرباح (مثلاً: هيكل التمويل، ونسب السيولة، معدلات دوران البضاعة، والمدينون، وأوراق القبض).

خامساً - توقعات المستثمرين والمحليلين الماليين حول مستقبل المؤسسة:

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحليلين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بأن يمهد لذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل

الربحية الحالية للسهم تمهيداً لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل. وبلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وهي أيضاً حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري (هندي، 1997، ص 214).

سادساً - الأوضاع الاقتصادية:

إن الحالة الاقتصادية للدولة تتأثر بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، ومستوى التضخم، واتجاه سعر الفائدة، والدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة، وغير ذلك من الأحداث (هندي، 1997، ص 215).

سابعاً - الاستقرار السياسي:

والمقصود في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية واجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، والتي عادة ما تترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق المال بها (هندي، 1997، ص 215).

خاتمة:

تعد سياسة توزيع الأرباح أحد أهم القرارات المالية الثلاثة إضافةً إلى القرار التمويلي والقرار الاستثماري، ونظراً لأهمية تلك السياسة فقد تم في هذا المبحث الحديث عن سياسة توزيع الأرباح ومفهومها وماهية هذه السياسة، وما هي طرق وأنواع سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم تم استعراض أبرز نظريات سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم أو القيمة السوقية للشركة. وفيما بعد تم التعرف على أهم المحددات التي تؤثر في اختيار المؤسسة لسياسة توزيع أرباح دون أخرى. كما تعد القيمة السوقية للشركات من أهم الأمور التي تدل على وضع الشركة وقدرتها على النمو، فتعظيم القيمة السوقية لأي شركة يعتبر الهدف الأسمى والأشمل في الإدارة المالية والتي تسعى إليه مختلف الجهات من مساهمين ومدراء وغيرهم. وبالتالي لا بد من البحث في مختلف العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية بشكل إيجابي وتطبيقها، ومحاولة العمل على تحديد العوامل التي تؤثر عليها بشكل سلبي.

وفي نهاية هذا المبحث، تم التعرّف على سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وبات من الضروري البحث في مختلف الأدبيات والدراسات السابقة ذات الصلة والتي بحثت في العلاقة بينهما، وكيف يمكن لسياسة توزيع الأرباح أن تؤثر في القيمة السوقية للشركات.

المبحث الثاني

مراجعة الأدبيات التطبيقية

إن دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم أو القيمة السوقية للشركة لا يزال يعاني من اختلافات في الآراء حول وجود هذا التأثير أو عدم وجوده من جهة، أو تأثيره الإيجابي أو السلبي في حال وجوده من جهةٍ أخرى. فقد تنوعت الدراسات التي بحثت بتأثير سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات في العديد من الدول متوصلةً إلى نتائج متباينة. وسوف يتم استعراض الدراسات السابقة وفقاً للبلدان التي تمت فيها، وعلى أساس البدء بالدراسات التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم الدراسات التي أجريت في المملكة المتحدة، الدراسات التي أجرت في أوروبا، الدراسات التي أجريت في آسيا، الدراسات التي أجريت في أفريقيا، وأخيراً الدراسات التي أجريت في الأسواق العربية. مع الإشارة إلى أنه سوف يتم التركيز على الدراسات الأكثر حداثة - والتي استطاع الباحث الوصول إليها - باعتبار أن سياسة توزيع الأرباح وتأثيراتها المختلفة كانت موضع بحث ونقاش دائمين بين الباحثين منذ عام 1950 ولغاية الآن.

أولاً - الدراسات التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية:

من أبرز الدراسات الحديثة التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية نجد دراسة (Douglas & Frank, 2013) التي هدفت إلى اختبار تأثير الإعلان عن مزيد من الأرباح الموزعة على أسعار الأسهم في 15 شركة من الشركات التي يتم تداول أسهمها في كل من سوقي نيويورك (NYSE) وناسداك (NASDAQ) للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2008 وحتى 2012. وبغية الوصول إلى هذا الهدف فقد استخدمت الدراسة تحليل الانحدار بين عوائد الأسهم قبل وبعد الإعلان عن توزيع الأرباح بحوالي ثلاثين يوماً. وتم التوصل إلى أن الإعلان عن زيادة في نسبة توزيع الأرباح يحمل في طياته أنباء سارة للمستثمرين، وأن التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للشركة سوف تكون كافية لذلك، وأن الإدارة ليس لديها إلا خوف ضئيل من زيادة توزيعات الأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع في أسعار تلك الأسهم. أي أن توزيع الأرباح سوف يؤدي فعلاً إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي قيمة الشركة. وأن إعلان الشركة عن توزيعات أرباح سوف ينعكس بشكل فوري وسريع على أسعار الأسهم مما جعل الباحثين يدعمون فرضية السوق الكفوءة، حيث تبين أن معاملات الانحدار كانت تتراوح ما بين 0.6 إلى 1.4 وجميعها كانت دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 5%. وأن الأسواق المالية عينة الدراسة يتسمان بالكفاءة.

وأيدت دراسة (Zhou and Ruland, 2006) النتائج السابقة وذلك في دراستهما التي أجريها على عينة كبيرة من الشركات المدرجة في سوق نيويورك المالي (NYSE) وسوق ناسداك الأمريكي (NASDAQ) وسوق أمريكا المالي (AMEX) وذلك في الفترة الممتدة بين الأعوام (1950 - 2003). وتضمنت الدراسة متغير تابع وحيد وهو معدل نمو العائد والذي تم قياسه من خلال تطبيق معادلة التغير النسبي في أسعار الأسهم من فترة إلى أخرى. في حين كانت المتغيرات المستقلة متعددة وتشمل كلاً من نسبة توزيع الأرباح، حجم الشركة، العائد على الأصول، الرافعة المالية، ونسبة الربحية إلى سعر السهم. مستخدماً نوع الصناعة كمتغير وسيط. ومن خلال استخدام الارتباط تبين وجود ارتباط طردي وقوي ودال إحصائياً عند مستوى دلالة 1% بين نسبة توزيعات الأرباح وبين نمو الأرباح المستقبلية للأسهم (تغيرات أسعار الأسهم

النسبية) في حال نموها لسنة واحدة، ثلاث سنوات، خمس سنوات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما (0.248)، (0.214)، (0.162) على الترتيب. ومن خلال معادلة الانحدار المتعدد فقد تبين أن هنالك تأثيراً إيجابياً وطردياً قوياً لنسبة توزيعات الأرباح في نمو العوائد المستقبلية للأسهم، حيث بلغت قيمة معامل معادلة الانحدار بالنسبة لمتغير نسبة توزيعات الأرباح 0.537 في حال نمو الأرباح لسنة واحدة، وبلغت قيمته 0.167 في حال نمو الأرباح لفترة ثلاث سنوات، وحوالي 0.083 في حال نمو الأرباح لفترة خمس سنوات، وجميع القيم السابقة كانت دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. مما يعني أن هنالك تأثير واضح وإيجابي ينخفض مع مرور الزمن. كما تبين أن التأثير الإيجابي بين نسبة توزيعات الأسهم ونمو العوائد المستقبلية هي أكثر وضوحاً للشركات ذات فرص النمو المحدودة، أو التي تتجه للاستثمار بشكل مفرط.

وفي إطار متصل هدفت دراسة (Profflet and Bacon, 2013) إلى التعرف على تأثير بعض العوامل والمتغيرات المالية - ومنها سياسة توزيع الأرباح - على تقلب سعر السهم من خلال تحليل البيانات المالية لحوالي 599 شركة من الشركات المدرجة في سوق الولايات المتحدة للأوراق المالية. حيث تضمنت الدراسة متغيراً تابعاً وحيداً وهو تقلبات سعر السهم، وعدة متغيرات مستقلة وهي عائد توزيعات الأسهم والتي حسبت من خلال قسمة توزيعات السهم على قيمة السهم الوسيطة خلال كل ربع، نسبة توزيعات الأرباح والتي حسبت من خلال قسمة الأرباح الموزعة على إجمالي الأرباح في كل ربع، حجم الشركة، الرافعة المالية ومعدل النمو.

توصلت الدراسة إلى أن كلاً من عائد التوزيعات، حجم الشركة، الرافعة المالية ومعدلات النمو ترتبط عكسياً مع تقلبات أسعار الأسهم. وكان تأثير تلك المتغيرات عكسياً في تقلبات أسعار الأسهم وذلك بناءً على نموذج الانحدار المتعدد الذي كانت قيمة معاملاته ذات دلالة إحصائية أيضاً. في حين تم اكتشاف تأثير إيجابي لنسبة التوزيعات في تقلب أسعار الأسهم، وكان التأثير ضعيف جداً وقدره (0.020516%) ولم يكن أيضاً دالاً إحصائياً عند مستوى دلالة 5%. وبالتالي لم تتوصل الدراسة إلى وجود تأثير فعلي بين نسبة توزيعات الأرباح وبين القيمة السوقية للأسهم.

ثانياً - الدراسات التي أجريت في الدول الأوروبية:

هنالك مجموعة من الدراسات التي ركزت على دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح في أسعار الأسهم، والتعرف على تأثير تلك السياسة في القيمة السوقية للأسهم. ومن أبرز تلك الدراسات نذكر دراسة (Hussainey et al, 2011) والتي أجريت على عينة مؤلفة من 123 شركة من الشركات الإنكليزية خلال الفترة الممتدة من عام 1998 وحتى عام 2007. والتي هدفت إلى التعرف على تأثير سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للأسهم وذلك في سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة. وتم التوصل من خلال دراسة الانحدار المتعدد تبين أن توزيعات الأرباح (Dividend Payout) تؤثر بشكل سلبي ودال إحصائياً في قيمة الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار بينهما (-0.5529). في حين كان معامل الانحدار المتعلق بدراسة تأثير عوائد التوزيعات (Dividend Yield) وتقلبات قيمة الأسهم يبلغ (0.0103)، وهذا ما يدل على وجود تأثير إيجابي ضعيف لعوائد التوزيعات في القيمة السوقية للأسهم. مع الأخذ بعين الاعتبار وجود دور لعدة متغيرات ضابطة مثل حجم الشركة وحجم ديونها اللذين كان تأثيرهما سلبياً وإيجابياً على الترتيب في تغيرات قيمة أسهم تلك الشركات.

كما أن (Alaa, 2010) قد توصل إلى نتائج مشابهة في دراسته التي أجراها على الشركات المدرجة في سوق المملكة المتحدة للأوراق المالية (UK). حيث هدفت دراسته إلى تحري تأثير سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات في المملكة المتحدة، محاولاً اختبار نظرية (MM) ومدى صلاحيتها في ذلك السوق. من خلال الاستعانة بعينة مؤلفة من حوالي 362 شركة مدرجة في سوق بريطانيا المالي من عام 1998 - 2007.

توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج الهامة التي يمكن تلخيصها بأن هنالك أثر دال معنوياً لسياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركة حيث تبين من خلال استخدام تحليل T أحادي العينة، وتحليل F أن سياسة توزيع الأرباح تفسر جزءاً مقداره 27.6% من تغيرات القيمة السوقية للأسهم. كما توصلت الدراسة إلى أن شركات المملكة المتحدة، عموماً لا تعتمد سياسة توزيعات الأرباح المتبقية، باستثناء قطاعين هما قطاع البنوك وشركات التأمين، كما أظهرت

النتائج أن معظم الشركات البريطانية تفضّل التوزيعات النقدية على الأشكال الأخرى من التوزيعات وهذا بسبب سهولتها.

وفي إطار الحديث عن الدراسات التي أجريت على الشركات الأوروبية، والتعرف على نتائجها التي كانت أيضاً متعارضة فيما بينها، بين مؤيد لوجود تأثير إيجابي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم وبالتالي قيمة الشركات، وبين مؤيد لوجود أثر سلبي لها في قيمة تلك الأسهم وبالتالي قيمة تلك الشركات. فإن هذه الاختلافات في النتائج عزاها البعض إلى وجود اختلاف في الأصل في سياسة توزيع الأرباح بين كل من الدول الأوروبية من جهة ومع الدول الأخرى من جهة ثانية مثل دراسة (Goergen et al., 2004) و (Anders et al., 2012) وغيرهم. فقد توصل (Goergen et al., 2004) وآخرون إلى أن سياسة توزيع الأرباح تتفاعل مع آلية إدارة الشركة، وأن توزيعات الأرباح في المملكة المتحدة أو الولايات المتحدة الأمريكية أعلى بشكلٍ دال من توزيعات الأرباح في ألمانيا، وأن تلك التوزيعات تتصف بالاستمرارية وصغر حجم التغيرات بها كل فترة، في حين أن التغيرات بتوزيعات الأرباح في ألمانيا تكون أكبر لكن تكرار عملية توزيع الأرباح يكون أقل.

وفي ذات الصدد توصلت دراسة (Anders et al., 2012) التي هدفت إلى تحري تأثير الإعلان عن توزيعات أرباح على قيمة الأسهم، والتي أجريت على عينة من الشركات الألمانية والتي بلغ عددها 220 شركة خلال الأعوام 1984 - 2005 إلى أن أسعار الأسهم تتأثر بشكل إيجابي ودال معنوياً عند الإعلان عن توزيع أرباح في فترة معينة. ليس هذا فحسب، بل توصلت الدراسة إلى أن الزيادة في تلك الأرباح الموزعة لها دور إيجابي ودال أيضاً في قيمة الأسهم. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات العائلية تمتلك توزيعات أرباح أكبر مقارنةً بالشركات التي تتبع بملكيتها إلى البنوك والتي تمتلك توزيعات أرباح أقل.

في حين أن (Yilmaz & Selcuk, 2010) قد توصلوا في دراستهم حول ردة فعل السوق المالي للتغيرات في سياسة توزيع الأرباح والإعلان عن تلك الأرباح وذلك في عينة مؤلفة من 46 شركة من الشركات المدرجة في سوق اسطنبول للأوراق المالية وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 وحتى 2008، وتم التوصل من خلال استخدام طريقة (Window Event) إلى أن

العوائد التراكمية غير الطبيعية (Cumulative Abnormal Returns) كانت موجبة عند زيادة الأرباح الموزعة، وكانت سالبةً عند انخفاض الأرباح الموزعة، وهذا يعني أن السوق تتفاعل بشكل إيجابي لزيادة توزيعات الأرباح، وتتفاعل بشكل سلبي مع انخفاض توزيعات الأرباح، أي أن السوق يتأثر بشكل إيجابي بتوزيعات الأرباح مما ينعكس إيجاباً على عوائد تلك الشركات وأسعار أسهمها في السوق أيضاً، وبالتالي كانت نتائج هذه الدراسة متفقة مع نظرية الإشارة.

وفي ذات السوق قام (Budagaga, 2017) بإجراء دراسته حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في سوق اسطنبول للأوراق المالية، مستخدماً عينة مؤلفة من 44 شركة من الشركات المدرجة فيها وخلال فترة زمنية تمتد لحوالي 9 سنوات من عام 2007 وحتى غاية عام 2015. وأخذت فيها بعين الاعتبار عدة متغيرات مستقلة وهي: توزيع الأرباح، القيمة الدفترية للسهم الواحد والأرباح غير العادية أو الإضافية. ومتغير واحد تابع وهو القيمة السوقية للشركة.

توصلت الدراسة إلى أن معامل انحدار توزيعات الأرباح مع القيمة السوقية بلغت قيمته حوالي 0.721 ودال إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. في حين لم تكن باقي المتغيرات الأخرى دالة إحصائياً أثناء دراسة معادلة الانحدار للتعرف على مقدار تأثيرها في القيمة السوقية. وهذا يعني أن أي تغير مقداره درجة واحدة في توزيعات الأرباح سوف يؤدي إلى تغيرات بذات الاتجاه وبما يساوي 0.72 جزء من الدرجة في القيمة السوقية للشركة.

وفي ذات الصدد فقد توصل (Slonski & Zawadzki, 2012) في دراستهما على عينة مؤلفة من 206 شركات من الشركات المدرجة في سوق وارسو للأوراق المالية في بولندا وعلى امتداد خمس سنوات من بداية 2006 وحتى نهاية عام 2010 إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي في أسعار الأسهم حيث أن هنالك زيادة قدرها 2.24% في قيمة الأسهم نتيجة زيادة توزيع الأرباح، وهذا ما يضمن تحقيق حوالي 3.2% ربح بشكل وسطي. وكلما كانت التوزيعات أكبر كلما انعكس ذلك الأمر بشكل إيجابي أكبر على أسعار الأسهم. وأوصت الدراسة بضرورة مراجعة نماذج تقييم الأسهم ومراعاة التأثير المحتمل لتغير سياسة توزيع الأرباح على المساهمين.

أما دراسة (Dasilas et al., 2008) والتي هدفت إلى اختبار أثر توزيع الأرباح الدورية والإعلان عن الأرباح على سعر السهم وحجم التداول في سوق الأسهم اليوناني، وقد كانت عينة الدراسة مكونة من الشركات التي حققت أرباح أو التي قامت بتوزيع أرباح وكان حجم العينة 24 شركة خلال الفترة من عام 1999 إلى 2004، وقد تم التوصل إلى أن هناك أثر إيجابي في سعر السهم وحجم التداول يعزى إلى الإعلان عن الأرباح وتوزيع الأرباح، أي أن كلاً من الإعلان عن توزيع أرباح وتوزيعات الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على أسعار الأسهم. وهذه النتائج تعتبر مفيدة للمساهمين والمستثمرين في سوق الأسهم اليوناني وتخدم قراراتهم الاستثمارية والإستراتيجية.

ثالثاً - الدراسات التي أجريت في الدول الآسيوية:

وبالنظر إلى بعض الدراسات التي أجريت في آسيا فيمكننا أن نذكر دراسة (Kandpal and Kavidayal, 2015). هذه الدراسة هدفت لتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين المتمثلة بقيمة أسهمهم وذلك من خلال دراسة لثلاثين بنك من البنوك الهندية المدرجة والمتداولة في سوق بومباي للأوراق المالية (BSE) في الهند وذلك على مدار 10 سنوات ابتداءً من عام 2003 وانتهاءً بعام 2013. حيث كان نصف هذه البنوك حكومياً والنصف الآخر عبارة عن بنوك خاصة.

تضمنت الدراسة عدة متغيرات مستقلة مثل نسبة توزيعات الأرباح، العائد على صافي رأس المال، نسبة الديون إلى إجمالي حقوق الملكية، وأخيراً حجم أصول الشركة. في حين كان المتغير التابع الوحيد هو سعر السهم. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقات ارتباط إيجابية في بعض البنوك، وعلاقات ارتباط سلبية في بعضها الآخر، إلا أن الملاحظ أن العلاقات الارتباطية الإيجابية أو السلبية بين نسبة توزيع الأرباح وبين سعر السهم كانت دالة إحصائياً بشكل واضح في البنوك الخاصة مقارنةً بالبنوك الحكومية التي كانت تلك العلاقات بمجملها غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 5%. ولدى اختبار الانحدار المتعدد فقد تبين أن قيم معاملات التحديد (R^2) كانت دالة إحصائياً في البنوك الخاصة بشكل واضح مقارنةً بالبنوك الحكومية، وأن المتغيرات المستقلة ومنها نسبة توزيع الأرباح تلعب دوراً مهماً في التأثير على سعر السهم حيث كانت

أغلب قيم معاملات التحديد بين 80% إلى 90%، وهذا يعني أن نموذج الانحدار المتعدد الخاص بتأثير المتغيرات المستقلة المأخوذة في هذه الدراسة يفسر جزءاً كبيراً من تغيرات المتغير التابع وهو سعر السهم.

وفي إطار متصل قام (Om and Goel, 2017) بإجراء دراسة للتعرف على العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في ذات السوق، سوق بومباي للأوراق المالية (BSE). حيث تم الاعتماد على عينة مؤلفة من 31 شركة وعلى مدار خمسة سنوات من عام 2011 وحتى عام 2016. وتوصلت الدراسة إلى ذات النتائج حيث تبين أن توزيعات الأرباح تؤثر بشكل إيجابي في القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

في حين قامت دراسة (Sharif et al., 2015) بتحليل العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم وذلك في سوق البحرين للأوراق المالية، حيث تضمنت الدراسة عينة مؤلفة من 41 شركة مدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية (BSE) وذلك على مدار خمسة سنوات من عام 2006 وحتى نهاية عام 2010.

استخدمت الدراسة القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع، في حين استخدمت مجموعة من المتغيرات المستقلة مثل العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية للسهم، عائد السهم، توزيعات السهم، نسبة عائد توزيعات السهم ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

ومن خلال تطبيق معادلة الانحدار المتعدد فقد تم التوصل إلى أن المتغيرات المستقلة المأخوذة في هذه الدراسة تفسر حوالي 80% من تغيرات المتغير التابع وهو القيمة السوقية للأسهم. في حين كانت نسبة التوزيعات ونسبة عائد التوزيعات تؤثران بشكل دال إحصائياً في قيمة السهم السوقية وذلك عند مستوى دلالة 1%. مع الإشارة إلى أن تأثير الأولى كان موجباً وتأثير الثانية كان سالباً.

ومن جهة أخرى قامت دراسة (Shah and Noreen, 2016) بالتعرف على تأثير تقلبات أسعار الأسهم على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الباكستانية، حيث تضمنت الدراسة مجموعة من الشركات - غير المالية - العاملة في سوق كراتشي للأوراق المالية (KSE) والبالغ عددها 50 شركة، وعلى مدار سبع سنوات من عام 2005 وحتى عام 2012.

تضمنت الدراسة عدة متغيرات ضابطة من أهمها عمر الشركة، حجم الشركة، نمو الأصول، الديون طويلة الأجل، تقلب الأرباح. بالإضافة إلى المتغير المستقل الأساسي وهو نسبة عائد التوزيعات ونسبة توزيع الأرباح، والمتغير التابع الأساسي وهو التغيرات في سعر السهم. وبتطبيق اختبار الانحدار المتعدد الخاص بالمتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقط، تم التوصل إلى أن قيمة معامل الانحدار بين نسبة عائد التوزيعات وتقلبات سعر السهم كانت دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. وكانت حوالي (0.9323 -) مما يعني أنه إذا تغيرت نسبة عوائد التوزيعات بنسبة 1% فإن تقلبات أسعار الأسهم سوف تتغير بشكل معاكس وبنسبة 0.9323%. في حين كان أيضاً معامل الانحدار بين نسبة توزيع الأرباح وتقلبات سعر السهم سالباً وبقية (0.0047 -) إلا أنه لم يكن دال إحصائياً عند مستوى دلالة 10%. وبأخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار في نموذج الانحدار المتعدد فنلاحظ أن قيمة معامل الانحدار بين نسبة عائد التوزيعات وتقلبات سعر السهم قد ارتفعت إلى (0.9769 -) وكانت دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 1%. وبالتالي استنتجت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دوراً عكسياً في التأثير على تقلبات سعر الأسهم في السوق، أي كلما انخفضت توزيعات الأرباح كلما انعكس هذا الأمر باستقرار أكبر لأسعار الأسهم، والعكس بالعكس أيضاً.

وعلى العكس من ذلك فقد توصلت دراسة (Saeidi & Khandoozi, 2011) في سوق طهران للأوراق المالية إلى نتائج معاكسة. حيث هدفت دراستهم إلى اختبار التأثير بين نسب السوق (ومنها نسبة توزيع الأرباح) وسعر السهم السوقي في سوق طهران للأوراق المالية. وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لإيجاد التأثير بين المتغيرات المستقلة والتابعة. حيث شملت الدراسة حوالي 159 شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية من عام 2003 وحتى العام 2009. وتم التوصل إلى أن نسب السوق ومنها نسبة توزيع الأرباح تؤثر بشكل جوهري ودال معنوياً في سعر السهم. وأن نسبة توزيع الأرباح كانت تؤثر بشكل طردي وجوهري في أسعار الأسهم. في حين قام كل من (Chen et al., 2009) بتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على سعر السهم وذلك خلال الفترة ما بين عام 2000 ولغاية عام 2004 على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق الصين للأوراق المالية. وتم التوصل إلى أن

سياسة توزيع الأرباح النقدية تؤثر بشكل كبير ودال معنوياً على أسعار الأسهم. فعندما تزيد الأرباح الموزعة على المساهمين ترتفع أسعار الأسهم في السوق، وعندما تنخفض تلك التوزيعات تنخفض أسعار الأسهم في السوق. وهذا ما أكدته (Khen et al., 2011) في دراستهم التي تضمنت عينة مؤلفة من خمسة وخمسون شركة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية. والتي أظهرت من خلال دراسة الانحدار إلى وجود تأثير إيجابي لعوائد توزيعات الأرباح في حركة أسعار الأسهم. في حين كان التأثير سلبياً لنسبة احتجاز الأرباح في حركة أسعار الأسهم. وهذا ما يؤيد توزيع الأرباح بنسبة أكبر.

بينما توصلت دراسة (Hashemijoo et al., 2012) إلى نتائج مختلفة بعض الشيء، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تحري تأثير سياسة توزيع الأرباح على التغير في سعر السهم، وتأثير تلك السياسة في أسعار الأسهم من خلال التركيز على الشركات التجارية المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية. حيث تكونت عينة الدراسة من 84 شركة من أصل 142 شركة مدرجة في سوق الأسهم الماليزي. وتم اعتبار سعر السهم هو المتغير التابع، ومدفوعات توزيع الأرباح وحصصة السهم من توزيعات الأرباح متغيرات مستقلة. ومن خلال الارتباط، والانحدار المتعدد لتلك البيانات الممتدة من عام 2005 وحتى عام 2010 تم التوصل إلى وجود تأثير سلبي معنوي لسياسة توزيع الأرباح المتمثلة بالمتغيرين: مدفوعات توزيع الأرباح وحصصة السهم من توزيعات الأرباح على تغير القيمة السوقية للسهم.

أما دراسة (Altroudi and Milhem, 2013) والتي جرت في سوق عمان للأوراق المالية قد توصلت إلى نتائج متناقضة بعض الشيء، حيث أنها توصلت في دراستها التي شملت كافة الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية من عام 2005 وحتى عام 2010 إلى أن كلاً من توزيعات الأرباح النقدية، والأرباح المحتجزة يرتبطان بشكل طردي مع القيمة السوقية للأسهم، وأن المتغيران السابقان يؤثران بشكل طردي ودال إحصائياً في القيمة السوقية للأسهم. مع الانتباه إلى أن تأثير توزيعات الأرباح النقدية أكبر بشكل واضح في القيمة السوقية للأسهم مقارنة بتأثير الأرباح المحتجزة. حيث بلغت قيمة معامل الانحدار المتعدد لتأثير الأرباح النقدية الموزعة على القيمة السوقية للأسهم (15.575)، بينما كانت (7.111) بالنسبة لتأثير الأرباح المحتجزة في

القيمة السوقية للأسهم. علماً أن نتائج الانحدار كانت دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 5%. وهذا التناقض ربما يعود إلى أن السوق الأردني يعتبر من الأسواق المالية الضعيفة التداول أو نظراً لأن البيانات التي تمت درستها قليلة نسبياً. ليعود (Al-Shawawreh, 2014) ليختبر أثر توزيعات الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم في ذات السوق مجدداً، من خلال أخذ بيانات خاصة بـ 53 شركة من الشركات المدرجة فيه، وعلى امتداد 13 سنة، من عام 2001 وحتى عام 2013. حيث توصل الباحث إلى وجود تأثير سلبي دال إحصائياً لتوزيعات الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم، كما تبين أن توزيعات الأرباح النقدية أو بشكل أسهم تلعب الدور الأكبر في التأثير على تقلبات أسعار الأسهم مقارنةً بالمتغيرات الأخرى التي تمت دراستها مثل حجم الشركة، وإعادة شراء الأسهم من قبلها.

رابعاً - الدراسات التي أجريت في الدول الأفريقية:

وبالانتقال إلى الدراسات التي أجريت في السوق الإفريقية، فكذلك الأمر كانت نتائجها متعارضة فيما بينها، فمثلاً بحثت دراسة (Yiadom & Agyei, 2011) في العلاقة بين أداء البنوك وقيمتها السوقية من جهة وبين وسياسة توزيع الأرباح في غانا، وتم التوصل إلى ثلاثة نتائج، الأولى أن حوالي 24.65% من البنوك لا تقوم بتوزيع أرباح. وأن البنوك التي تقوم بتوزيع أرباح أفضل من ناحية الأداء والقيمة السوقية من البنوك التي لا تدفع أرباح. وهذا يعني وجود تأثير إيجابي ودال معنوياً لسياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية لتلك البنوك. وأخيراً فقد توصلت الدراسة إلى أن البنوك تقوم بدفع توزيعات أرباح للحد من مشكلة الوكالة. في حين هدفت دراسة (Majanga, 2015) إلى تحديد فيما إذا كان هنالك علاقة مباشرة بين توزيعات أرباح الشركة وسعر أسهمها اعتماداً على عينة مؤلفة من 13 شركة من الشركات المحلية المدرجة في سوق مالوي للأوراق المالية وذلك في الفترة الممتدة من عام 2008 وحتى عام 2014. وتم التوصل إلى وجود علاقة إيجابية قوية قيمتها (0.799) ومعنوية بين توزيعات الأرباح التي تقوم بها الشركات وبين أسعار أسهمها في السوق المالي. علاوةً على ذلك فقد تم التوصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات تلعب دوراً هاماً في تحديد أسعار أسهم تلك الشركات في السوق المالي.

كما أجرى (Michael and Benson, 2014) دراستهما حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في السوق المالي النيجيري، حيث شملت الدراسة 22 شركة مدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية، وعلى مدار أربع أعوام تبدأ في 2009 وحتى بداية 2013. حيث توصلت الدراسة من خلال إجراء الانحدار المتعدد إلى أن كلا المتغيرات السابقان يؤثران في القيمة السوقية للسهم بشكل دال إحصائياً، حيث بلغ معامل انحدار الأرباح الموزعة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم حوالي (26.28). في حين بلغ معامل انحدار الأرباح المحتجزة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم حوالي (14.96). وهذا ما يتفق كنتائج مع دراسة (Altroudi and Milhem, 2013) السابقة الذكر في السوق الأردني.

وفي ذات الصدد أجرى (Erasmus, 2012) دراسة كمية على عينة مؤلفة من 291 شركة من الشركات المدرجة في سوق جوهانسبرغ المالي في جنوب أفريقيا في الفترة ما بين عام 1990 وحتى عام 2010. حيث تم اختبار تأثير عوائد توزيعات الأرباح واستقرار تلك التوزيعات في عوائد الأسهم. ومن أجل الوصول إلى نتائج دقيقة، تم تقسيم عينة الدراسة إلى أربع محافظ مالية على أساس مستويات عوائد توزيعات الأرباح لكل شهر خلال فترة الدراسة، وعلى أساس استقرار توزيعات أرباح تلك الشركات. وتضمنت تلك المحافظ الشركات التي لديها عوائد توزيعات مرتفعة، متوسطة، ومنخفضة وأخيراً تلك التي لا تدفع توزيعات أرباح. وتوصلت الدراسة في النهاية إلى أن عوائد توزيعات الأرباح تؤثر على عوائد الأسهم بشكل إيجابي ومعنوي. حيث بلغت قيم معاملات نموذج الانحدار بالنسبة لكل محفظة مالية (0.978 - 1.029 - 1.022 - 0.983) على الترتيب. وكلما كانت عوائد تلك الأرباح أكبر كلما كان تأثيرها في عوائد السهم أعلى. في حين تحرى (Okafor et al., 2011) في دراستهم أثر سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم في السوق المالي النيجيري. وذلك من خلال تطبيق نموذج انحدار المربعات الصغرى على مجموعة من البيانات المالية لفترة تمتد لثمان سنوات من عام 1998 وحتى عام 2005. حيث تم التوصل إلى أن هنالك تأثير سلبي لعوائد توزيعات الأرباح في أسعار أسهم تلك الشركات، وأنه يمكن لسياسة توزيع الأرباح أن تؤثر على تقلبات أسعار الأسهم بشكل دال معنوياً.

خامساً - الدراسات العربية:

وبالانتقال إلى بعض الدراسات العربية التي تناولت هذا الموضوع، يمكن أن نذكر منها دراسة (عايش، 2016) والتي هدفت إلى قياس أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الخدمية والمالية وشركات التأمين المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، والتعرف ما إذا كان هناك أثر للأداء المالي المتمثل بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات على مقدار الأرباح الموزعة. وذلك في الفترة من عام 2008 وحتى عام 2014. ولتحقيق ذلك فقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي البسيط ونموذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS.

حيث توصلت الدراسة إلى أن هنالك أثر إيجابي لتوزيعات الأرباح في القيمة السوقية لمؤسسات الخدمات والمال والتأمين في سوق فلسطين المالي، حيث أشار نموذج الانحدار البسيط إلى أن معامل التحديد يبلغ (0.902) وهذا يعني أن 90.2% من تغيرات القيمة السوقية يمكن أن تفسر من خلال سياسة توزيع الأرباح. وكانت قيمة معامل التحديد دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 5%. كما تبين أن هنالك اختلاف في سياسة توزيع الأرباح بين القطاعات الاقتصادية المال والبنوك، التأمين، الخدمات، وكانت هذه الفروق دالة جوهرياً ولصالح قطاع الخدمات.

وفي ذات الصدد فقد هدفت دراسة (قنون، 2013) إلى تبيان وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم - قيمة المؤسسة - حيث 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 السوقية للمؤسسة، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لإجراء هذه الاختبارات.

وخلصت هذه الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة السوقية.

أما دراسة (الظاهر، 2003) والتي هدفت إلى تحديد أهمية الدور الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية الأردنية في تقرير القيمة السوقية لهذه البنوك. فقد تبين أن الأرباح الموزعة لها أثر أكبر على سعر السهم من أثر الأرباح المحتجزة، أي أن زيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة يضيف إلى سعر السهم مقدار أكبر مما تضيفه زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة. وأوصت الدراسة بضرورة قيام كل بنك بدراسات لمعرفة العوامل التي تؤثر على سعر سهمه السوقية. كما يتوجب على تلك البنوك أن تأخذ بعين الاعتبار الوفاء بمتطلبات متانة رأس المال، واتباع السياسة التي تراها ملائمة لها من حيث الكلفة لغايات المشاريع المقترحة للاستثمار.

بينما تناولت دراسة (مختار، 2006) قضية تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركات وقد تناول البحث الشركة السودانية للاتصالات المحدودة (سوداتل) كدراسة حالة خلال الفترة من 2002 إلى 2005. حيث حاول الباحث تحري هدف آخر للتوزيعات غير كونها وسيلة لتوزيع الأرباح الفائضة. أو بعبارة أكثر تحديداً هل تؤثر الأرباح الموزعة بذاتها على القيمة السوقية للشركة. وتوصل الباحث إلي مجموعة من النتائج من أهمها أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح. كذلك الأمر فقد توصل إلى أن الشركات تحافظ على توزيعات الأرباح بمعدلات ثابتة وذلك لطمأنة المساهمين وعليه تحافظ على أسعار أسهمها في السوق. وهذا ما توصل إليه (الضب، 2009) في دراسته على عينة مؤلفة من 60 شركة مدرجة في السوق المالي الكويتي، حين أكد أن سياسة توزيع الأرباح تقسر بشكل كبير التغيرات في القيمة السوقية للشركات. وهذا أيضاً ما تناولته دراسة (جبار، 2011) بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركة من خلال مقارنة السوق المالي السعودي والمغربي، وبينت الدراسة أن الأرباح الموزعة والأرباح غير الموزعة لها تأثير ضعيف جداً على القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، وأن تأثير الأرباح الموزعة كان أكبر من تأثير

الأرباح المحتجزة من حيث التأثير في القيمة السوقية للأسهم المصدره. كما توصل إلى أن الأرباح الموزعة تؤثر على القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي المغربي. في حين هدفت دراسة (أبو الرب والظاهر، 2006) إلى التعرف على أثر توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم السوقية وأحجام التداول لأسهم الشركات المدرجة و المتداولة في سوق فلسطين المالي خلال الفترة من عام 1997 إلى عام 2004، واشتملت الدراسة على عينة مكونة من 11 شركة تمثل جميع القطاعات، و قد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات و قد تم رصد التغيرات في أسعار الأسهم وأحجام التداول قبل شهر وبعده شهر من قرار التوزيع، وقد تم التوصل إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لقرار التوزيع في حجم التداول، أي أنه حدث انخفاض جوهري في حجم التداول بعد قرار التوزيع، وقد تم التوصل إلى عدم وجود ذات الأثر مع أسعار الأسهم السوقية، ولكن حدث انخفاض طفيف لسعر السهم السوقي بعد قرار التوزيع. وهذا ما أكدته دراسة (Elkouri & Almwalla, 1997) والتي هدفت إلى دراسة تأثير التغير في سياسة توزيع أرباح الشركات المساهمة الأردنية على أسعار أسهم تلك الشركات، وكانت عينة الدراسة تتمثل في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وأظهرت نتائج التحليل أنه لا توجد تأثيرات ذات دلالة إحصائية ما بين التغير الإيجابي أو السلبي في توزيع أرباح الشركات على أسعار أسهمها. وفيما يلي جدول يبين أهم الدراسات السابقة ذات الصلة.

الجدول (3) - أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة²

نتيجة الدراسة	المتغيرات		أسلوب الدراسة	مكان تطبيق الدراسة والعينة المستخدمة	هدف الدراسة	اسم الدراسة	المؤلف / المؤلفين والتاريخ
	المتغيرات المستقلة	المتغير التابع					
إن توزيع الأرباح ستؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي قيمة الشركة. وأن إعلان الشركة عن توزيعات أرباح سوف ينعكس بشكل فوري وسريع على أسعار الأسهم وهذا ما يدعم فرضية كفاءة السوق.	الإعلان عن توزيع الأرباح.	عوائد أسعار الأسهم (نسبة التغير في أسعار الأسهم).	أسلوب الانحدار البسيط.	15 شركة من الشركات المدرجة في سوق نيويورك وناسداك للأوراق المالية وعلى امتداد خمس سنوات متتالية.	اختبار تأثير الإعلان عن مزيد من الأرباح الموزعة على أسعار الأسهم.	The impact of increased dividend Announcements on stock price: a test Of market efficiency.	Douglas, L., & Frank, B . (2013)

² من إعداد الباحث.

إن عائد التوزيعات، حجم الشركة، الرافعة المالية ومعدلات النمو ترتبط عكسياً مع تقلبات أسعار الأسهم. كما لم تتوصل الدراسة إلى وجود تأثير فعلي دال إحصائياً في نسبة توزيعات الأرباح وبين القيمة السوقية للأسهم.	عائد توزيعات الأسهم، نسبة توزيعات الأرباح، حجم الشركة، الرافعة المالية ومعدل النمو.	تقلبات سعر السهم.	أسلوب الانحدار المتعدد.	599 شركة من الشركات المدرجة في سوق الولايات المتحدة للأوراق المالية والمتضمنة ضمن مؤشر S&P 500. وذلك خلال ثلاث سنوات متتالية من 2010 - 2012.	التعرف على تأثير بعض العوامل والمتغيرات المالية - ومنها سياسة توزيع الأرباح - على تقلب سعر السهم.	Dividend policy and stock price Volatility in the U.S. Equity Capital market	Proffilet, Kyle A. & Bacon, Frank W ., (2013)
إن توزيعات الأرباح (Dividend Payout) تؤثر بشكل سلبي ودال إحصائياً في التوزيعات (Dividend Yield) تؤثر في تقلبات قيمة الأسهم بشكل إيجابي وإن كان ذلك بشكل ضعيف.	عائد التوزيعات، نسبة التوزيعات، حجم الشركة، تقلب الأرباح، الديون طويلة الأجل ونمو الأصول.	تقلبات سعر السهم.	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	123 شركة من الشركات المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من العام 1998 وحتى العام 2007.	التعرف على تأثير سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للأسهم وذلك في سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة.	Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence.	Hussainey & Mgbame and Chijoke, (2011)
هنالك أثر دال معنوياً لكل من سياسة توزيع الأرباح وسياسة الاستثمار من جهة في القيمة السوقية للشركة من جهة أخرى. إن شركات المملكة المتحدة، عموماً تميل لتفضيل سياسة توزيع الأرباح، باستثناء قطاعين هما قطاع البنوك وشركات التأمين.	توزيع الأرباح نوع القطاع عمر الشركة عائد السهم الواحد إجمالي الأصول نسبة الديون إلى حقوق الملكية.	القيمة السوقية للأسهم.	استخدام تحليل T أحادي العينة وتحليل F.	362 شركة من الشركات المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من العام 1998 وحتى العام 2007.	تحري تأثير سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات في المملكة المتحدة من جهة، محاولاً اختبار نظرية (MM) ومدى صلاحيتها في ذلك السوق.	The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study.	Alaa, Salih , (2010)
إن توزيع الأرباح هو المتغير الوحيد - من المتغيرات المدروسة - الذي يؤثر في القيمة السوقية للشركات.	توزيع الأرباح، القيمة الدفترية للسهم الواحد والأرباح الغير طبيعية أو الإضافية.	القيمة السوقية للشركات.	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	44 شركة من الشركات المدرجة في سوق اسطنبول للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من العام 2007 وحتى العام 2015.	التحري عن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في سوق اسطنبول للأوراق المالية،	Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach	Budagaga, Akram, (2017)
إن المتغيرات المستقلة تفسر جزءاً كبيراً من تغيرات سعر السهم وذلك بشكل واضح في البنوك الخاصة مقارنةً بالبنوك العامة.	نسبة توزيعات الأرباح، العائد على صافي رأس المال، نسبة الديون إلى	سعر السهم.	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	30 بنك من البنوك المدرجة في سوق بومباي للأوراق المالية (وذلك خلال فترة عشرة سنوات من	تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين المتمثلة بقيمة	A Study Of Dividend Policy And Its Effect On Market Value Of	Kandpal & Kavidayal, (2015)

	إجمالي حقوق الملكية، وأخيراً حجم أصول الشركة.			عام 2003 وحتى عام 2013.	أسهمهم في البنوك عينة الدراسة.	Shares Of Selected Banks In India	
إن نسبة عائد التوزيعات تؤثر سلباً في تقلبات سعر السهم، وكان هذا التأثير دال إحصائياً. وبأخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار في نموذج الانحدار المتعدد فنلاحظ أن قيمة معامل الانحدار قد زادت وبقيت دالة إحصائياً أيضاً.	عمر الشركة، حجم الشركة، نمو الأصول، الديون طويلة الأجل، تقلب الأرباح. نسبة عائد التوزيعات ونسبة توزيع الأرباح.	سعر السهم	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	50 شركة من الشركات المدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية وعلى مدار سبع سنوات من عام 2005 إلى عام 2012.	التعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح في تقلبات أسعار الأسهم للشركات الباكستانية.	Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan	Shah & Noreen, (2016)
إن نسبة التوزيعات ونسبة عائد التوزيعات تؤثران بشكل دال إحصائياً في قيمة السهم السوقية وبشكل متعاكس مع بعضهما البعض. كما تبين أن المتغيرات المستقلة المأخوذة في هذه الدراسة تفسر بشكل مجتمع حوالي 80% من تغيرات القيمة السوقية للأسهم.	العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية للسهم، عائد السهم، نسبة عائد توزيعات السهم ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول.	القيمة السوقية للسهم.	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	41 شركة مدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية (BSE) وذلك على مدار خمسة سنوات من العام 2006 وحتى نهاية العام 2010.	تحليل العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.	Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange	Sharif et al., 2015
إن توزيعات الأرباح النقدية، والأرباح المحتجزة يؤثران بشكل طردي ودال إحصائياً في القيمة السوقية للأسهم. مع الانتباه إلى أن تأثير توزيعات الأرباح النقدية أكبر بشكل واضح في القيمة السوقية للأسهم مقارنة بتأثير الأرباح المحتجزة.	الأرباح الموزعة. الأرباح المحتجزة. عائد السهم الواحد. الرافعة المالية.	القيمة السوقية للسهم.	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	كافة الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (ASE) وذلك على مدار خمسة سنوات من العام 2006 وحتى نهاية العام 2010.	تحري تأثير توزيعات الأرباح النقدية، والأرباح المحتجزة على قيمة السهم السوقية.	Cash dividends retained earnings and stock prices: Evidence from Jordan	Al Troudi and Milhem, 2013
إن توزيعات الأرباح النقدية، والأرباح المحتجزة يؤثران بشكل طردي ودال إحصائياً في القيمة السوقية للأسهم. مع الانتباه إلى أن تأثير توزيعات الأرباح النقدية أكبر بشكل واضح في القيمة السوقية للأسهم مقارنة بتأثير الأرباح المحتجزة.	الأرباح الموزعة. الأرباح المحتجزة.	القيمة السوقية للسهم.	أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد.	22 شركة مدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية، وعلى مدار أربع أعوام تبدأ في 2009 وحتى بداية 2013.	أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في السوق المالي النيجيري.	The impact of dividend policy on stock prices of quoted firms in. Nigeria	Michael and Benson, 2014.

عوائد توزيعات الأرباح تؤثر على عوائد الأسهم بشكل إيجابي ومعنوي. حيث بلغت قيم معاملات نموذج الانحدار بالنسبة لكل محفظة مالية (0.978 - 1.022 - 1.029) على الترتيب. وكلما كان عوائد تلك الأرباح أكبر كلما كان تأثيرها في عوائد السهم أعلى.	عوائد توزيعات الأرباح	القيمة السوقية للسهم.	أسلوب نموذج Capm في حساب معاملات المحافظ المالية.	291 شركة من الشركات المدرجة في سوق جوهانسبرغ للأوراق المالية وذلك في الفترة ما بين عام 1990 وحتى عام 2010	اختبار تأثير عوائد توزيعات الأرباح واستقرار تلك التوزيعات في عوائد الأسهم وذلك من خلال عدة محافظ مالية.	The Influence of Dividend Yield and Dividend Stability on Share Return: Implications for Dividend Policy Formulation	Erasmus, 2012
هنالك أثر طردي لتوزيعات الأرباح في القيمة السوقية لمؤسسات الخدمات والمال والتأمين في سوق فلسطين المالي. هنالك اختلاف في سياسة توزيع الأرباح بين القطاعات الاقتصادية المال والبنوك، التأمين، الخدمات، وكانت هذه الفروق دالة جوهرياً ولصالح قطاع الخدمات.	العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات والأرباح الموزعة.	القيمة السوقية للسهم.	أسلوب الانحدار البسيط والانحدار المتعدد.	20 شركة من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.	قياس أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، وذلك في الفترة من عام 2008 وحتى عام 2014.	أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال.	عايش، أيمن أحمد محمود، 2016

تختلف هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة في أنها تناولت تأثير سياسة توزيع الأرباح

وبين القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية وهذه أول دراسة - على حد علم الباحث - تجرى للتعرف على أثر هذه السياسة على القيمة السوقية في سوق أبوظبي المالي. علاوةً على ذلك فإن هذه الدراسة تحرّرت فيما إذا كان هذا التأثير بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة السوقية يختلف باختلاف القطاع التي تنتمي إليه الشركات المدروسة.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية

أثر سياسة توزيعات الأرباح في القيمة السوقية
لأسهم الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق
المالية

مقدمة:

سوف يتم في هذا القسم القيام بإجراءات التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة وتطورها عبر الزمن وذلك وفقاً للشركات المدروسة، ومن ثم سوف يتم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج، أي يتضمن هذا الفصل النقاط الآتية:

- الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة.
- تطور متغيرات الدراسة للشركات المدروسة.
- اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

المبحث الأول

الدراسة الوصفية وتطور متغيرات الدراسة للشركات عينة البحث

1) الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة:

تم التوصل من خلال التحليل الوصفي لكل من متغيرات الدراسة (حصة السهم من توزيعات الأرباح، سعر السهم، طبيعة توزيعات الأرباح) في كامل شركات عينة الدراسة إلى الجدول رقم (4). والذي يبين أهم تلك الإحصاءات الوصفية.

الجدول (4) - الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المدروسة لكامل شركات عينة الدراسة

طبيعة توزيعات الأرباح	حصة السهم من توزيعات الأرباح (درهم إماراتي)	سعر السهم (درهم إماراتي)	
(0.087)	0.388	12.347	المتوسط الحسابي
0.938	1.038	37.394	الانحراف المعياري
1.000	7.750	233.194	أعلى قيمة
-1.000	0.000	0.489	أدنى قيمة
0.176	4.452	4.0596	الالتواء
(1.885)	22.527	16.304	التفرطح

نلاحظ من الجدول السابق أن المتغيرات المدروسة كانت وفق الشكل الآتي:

أولاً - سعر السهم:

بلغ أعلى سعر للسهم 233.194 درهم إماراتي، ونلاحظ أن هذا السعر كان لسهم شركة أريد للاتصالات وكان ذلك في عام 2007، في حين نلاحظ أن أدنى سعر للسهم بلغ 0.489 درهم إماراتي، ونلاحظ أن هذا السعر كان لسهم شركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء، وكان ذلك في عام 2016. في حين بلغ سعر السهم الوسطي لشركات عينة الدراسة 12.347 درهم إماراتي مع انحراف معياري يبلغ 37.394 درهم إماراتي، وبحساب الانحراف المعياري النسبي (معامل الاختلاف) يتبين أنه يبلغ حوالي 3 وهو قيمة كبيرة، وهذا الأمر يعني أن هنالك تشتت كبير لقيم أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة، وأن أسعار الأسهم تتذبذب من عام إلى آخر. كما أن هنالك بعض الشركات كانت

أسعار أسهمها مختلفة بشكل كبير عن باقي الشركات مثل شركة أريد للاتصالات. في حين كان الالتواء موجباً وهذا يعني أن قيم هذا المتغير تتمركز باتجاه القيم الصغيرة أكثر من تمركزها باتجاه القيم الكبيرة، وهذا واضح لنا باعتبار أن أغلب أسعار الأسهم كانت متقاربة مع وجود قيم متطرفة قليلة لبعض الشركات. وبالتالي كان منحى توزيع قيم أسعار الأسهم ملتوٍ نحو اليمين. في حين كان التفرطح أكبر من 3 وهذا يعني أن قيم هذا المتغير تتمركز بشكل كبير حول وسطها الحسابي مما جعل منحى التوزيع لها مدبباً.

ثانياً - حصة السهم من توزيعات الأرباح:

كانت أعلى توزيعات للسهم الواحد 7.75 درهم إماراتي وكان لسهم شركة أريد للاتصالات في عام 2007. في حين كانت أدنى توزيعات أرباح للسهم الواحد 0، وهذا وجدناه في عدة شركات لم تقم بتوزيعات أرباح طيلة فترة الدراسة. بينما نجد أن متوسط حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح لأسهم الشركات عينة الدراسة 0.388 درهم إماراتي للسهم الواحد، مع انحراف معياري يبلغ 1.038 درهم إماراتي، وبحساب الانحراف المعياري النسبي (معامل الاختلاف) يتبين أنه يبلغ حوالي 2.68 وهو قيمة كبيرة أيضاً، وهذا الأمر يعني أن هنالك تشتت كبير لقيم حصص أسهم الشركات عينة الدراسة من توزيعات الأرباح. في حين كان الالتواء موجباً وهذا يعني أن قيم هذا المتغير تتمركز باتجاه القيم الصغيرة أكثر من تمركزها باتجاه القيم الكبيرة، وهذا واضح لنا باعتبار أن أغلب حصص الأسهم من الأرباح الموزعة كانت متقاربة مع وجود قيم متطرفة قليلة لبعض الشركات. وبالتالي كان منحى توزيع قيم حصة السهم من التوزيعات ملتوٍ نحو اليمين. في حين كان التفرطح أكبر من 3 وهذا يعني أن قيم هذا المتغير تتمركز بشكل كبير حول وسطها الحسابي مما جعل منحى التوزيع لها مدبباً.

ثالثاً - طبيعة توزيعات الأرباح:

نظراً لوجود تقلبات كبيرة في الأرباح الموزعة بين عام وآخر بالنسبة لكافة الشركات، فقد كانت هذه التوزيعات ذات طبيعة متزايدة في بعض السنوات، وذات طبيعة متناقصة في بعضها الآخر،

وثابتة في سنوات أخرى أيضاً. وبأخذ المتوسط الحسابي كانت طبيعة توزيعات الأرباح بالمجمل تتجه نحو الانخفاض، حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (-0.087). وبحساب الانحراف المعياري نجد بأنه 0.938، وهي قيمة كبيرة وتكاد تساوي أعلى قيمة وهي (1). في حين كان الالتواء موجباً (بدرجة بسيطة) وهذا يعني أن قيم هذا المتغير تتمركز باتجاه القيم الصغيرة أكثر من تمركزها باتجاه القيم الكبيرة، وبالتالي كان منحنى توزيع قيم طبيعة توزيعات الأرباح ملتوياً نحو اليمين. في حين كان التفرطح أقل من 3 وهذا يعني أن قيم هذا المتغير تتباعد بشكل كبير عن وسطها الحسابي وتميل للقيم السابقة بشكل أكثر.

على أية حال يمكن تفسير التقلبات الكبيرة في متغيرات الدراسة السابقة الذكر إلى كون فترة الدراسة تتضمن فترة الأزمة المالية العالمية التي حدثت بحدود العام 2008 والتي كان لها تأثير كبير على مختلف الشركات وفي مختلف الدول ومنها دولة الإمارات العربية المتحدة، كما أن التغيرات الكبيرة التي شهدتها المنطقة (الخليج العربي) على الصعيد الاقتصادي والأمني مؤخراً في فترة الدراسة كان لها تأثيرات اقتصادية جعلت الشركات تقوم بزيادة عدد الأسهم وتخفيض قيمة السهم الواحد، وجعل من الأرباح الموزعة تتذبذب من عام إلى آخر، وبالتالي انخفضت توزيعات السهم الواحد إجمالاً.

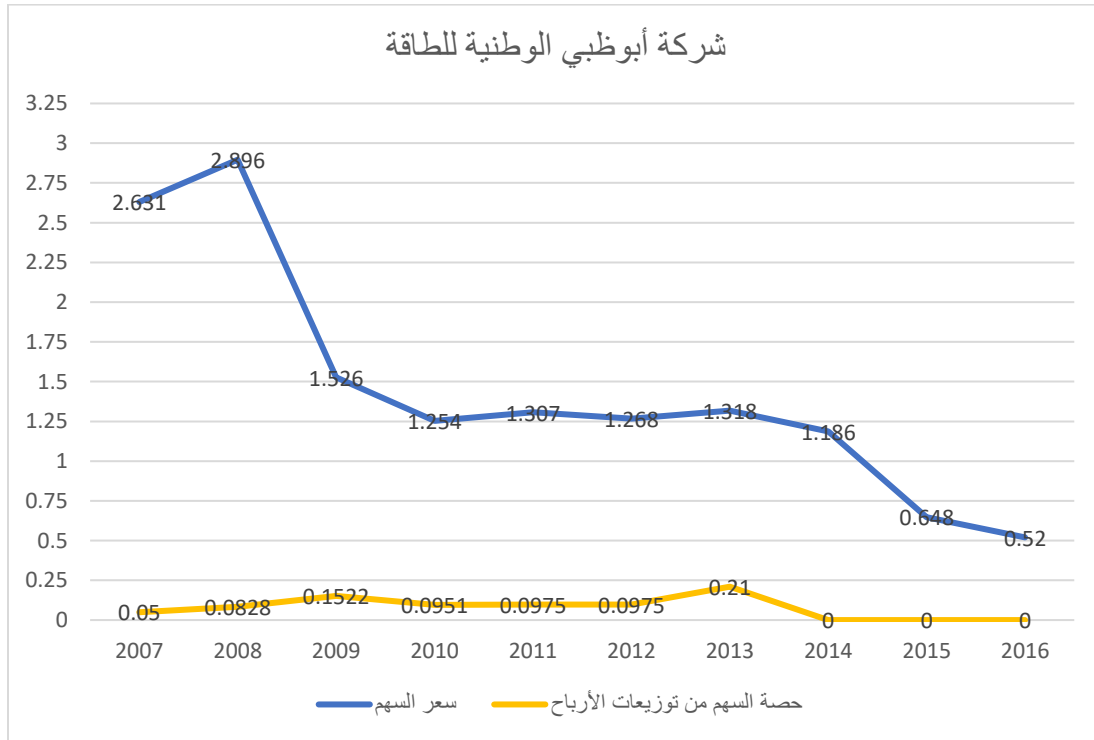
2) تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم للشركات عينة الدراسة:

- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي الوطنية للطاقة:

نلاحظ وجود انخفاض مستمر في سعر السهم من عام 2007 وحتى عام 2016 باستثناء العام 2008 الذي شهد ارتفاعاً طفيفاً في سعر السهم، حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 2.896 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 بقيمة 0.52 درهم إماراتي. والسبب الرئيسي في هذا الانخفاض يعود إلى زيادة عدد الأسهم المصدرة من 4,150,000 سهم في عام 2007 إلى 6,066,000 سهم في عام 2016. حيث تم تحويل سندات أصدرتها الشركة لاكتتاب المساهمين بقيمة 4,150 مليون درهم. كما أن الأرباح الموزعة كانت تأخذ اتجاه التزايد

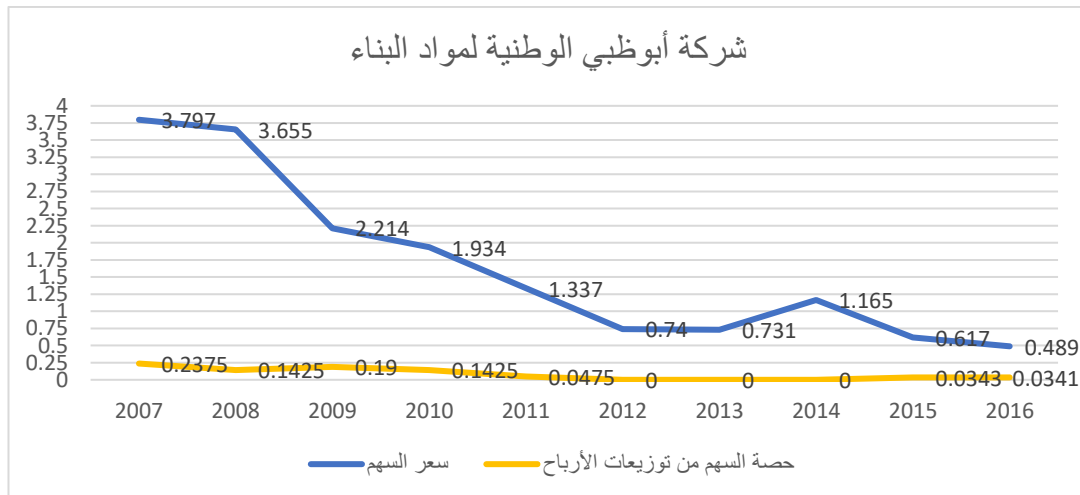
إجمالاً لغاية العام 2013 مع عدم توزيع أي أرباح خلال الأعوام التالية، باستثناء العام 2010 الذي شهد انخفاضاً في حجم تلك التوزيعات. والسبب في هذا الأمر يعود إلى تحقيق الشركة لخسائر متتالية خلال الأعوام 2013 ولغاية عام 2016. حيث أدى انخفاض أسعار النفط عالمياً أولاً، وانخفاض القيمة الدفترية لأصول النفط والغاز استجابةً لانخفاض أسعار السلع الأساسية ثانياً إلى تحقيق هذه الخسائر، مما حد من قدرة الشركة على توزيع أرباح خلال الأعوام 2013 ولغاية 2016. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي زادت خلال أول عامين واستقرت خلال باقي أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت متزايدة إجمالاً خلال أعوام الدراسة ولغاية العام 2013. باستثناء العام 2010 الذي شهد انخفاضاً في حصة السهم من توزيعات الأرباح. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

الشكل (3) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي الوطنية للطاقة



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء :
نلاحظ وجود انخفاض مستمر في سعر السهم من العام 2007 وحتى العام 2016 باستثناء
العام 2014 الذي شهد ارتفاعاً في سعر السهم، حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 3.797 درهم
إماراتي في العام 2007، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 وبقيمة 0.489 درهم إماراتي.
كما أن الأرباح الموزعة كانت تتقلب من عام إلى آخر مع عدم توزيع أي أرباح خلال الأعوام
2012، 2013، 2014. والسبب في هذا الأمر يعود إلى الخسائر الكبيرة التي لحقت بالشركة خلال
العامين 2012 و 2013. حيث كانت هذه الخسائر بسبب ارتفاع أسعار العقارات في بداية فترة
الدراسة، ومن ثم الركود الكبير في سوق العقارات نتيجة الأزمة المالية والأوضاع الاقتصادية
والسياسية المحيطة. هذا ما أدى إلى انخفاض مبيعات الشركة من مواد البناء، كما أن انخفاض
أسعار الحديد والخشب قلص من أرباح الشركات العاملة في مجال مواد البناء. كل ما سبق أدى إلى
انعكاس على أسعار الأسهم وانخفاضها بشكل مستمر من العام 2010 ولغاية العام 2016 باستثناء
العام 2014 الذي شهد تحسن في الأرباح المحققة. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد
الأسهم الذي كان ثابتاً خلال جميع أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح
كانت متقلبة إجمالاً خلال أعوام الدراسة. باستثناء الأعوام 2012، 2013، 2014 التي لم يكن فيها
توزيع أرباح. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

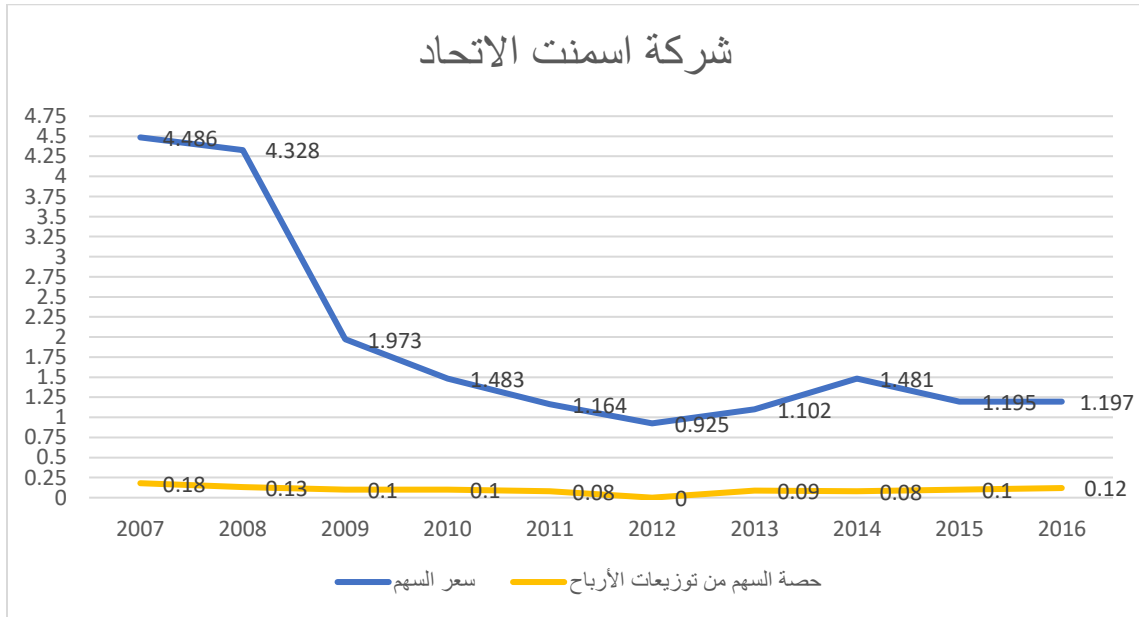
الشكل (4) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة اسمنت الاتحاد:

نلاحظ وجود انخفاض مستمر في سعر السهم من العام 2007 وحتى العام 2012، ليعاود الصعود خلال العامين التاليين، ومن ثم ينخفض بعدها، حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 4.486 درهم إماراتي في العام 2007، في حين كان أدنى سعر له في العام 2012 وبقيمة 0.925 درهم إماراتي. والسبب في هذا الانخفاض يعود إلى زيادة عدد الأسهم خلال الأعوام 2008 و 2009، وركود سوق العقارات الذي أدى إلى انخفاض الطلب على مبيعات الاسمنت. كما أن الأرباح الموزعة كانت تتقلب من عام إلى آخر مع ملاحظة أنها متناقصة في معظم أعوام الدراسة. ورغم انخفاض هذه الأرباح إلا أنها لم تتحول إلى خسائر. ورغم انخفاض مبيعات الاسمنت ورغم الركود الاقتصادي والأوضاع الاقتصادية المحيطة فقد ارتفع سعر الاسمنت بحوالي 5% خلال الأعوام 2013 - 2016 مما حافظ على أرباح الشركة وزاد من قيمة أسهمها. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كان ثابتاً خلال معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت متناقصة إجمالاً خلال أعوام الدراسة باستثناء الأعوام 2013، 2015، 2016. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

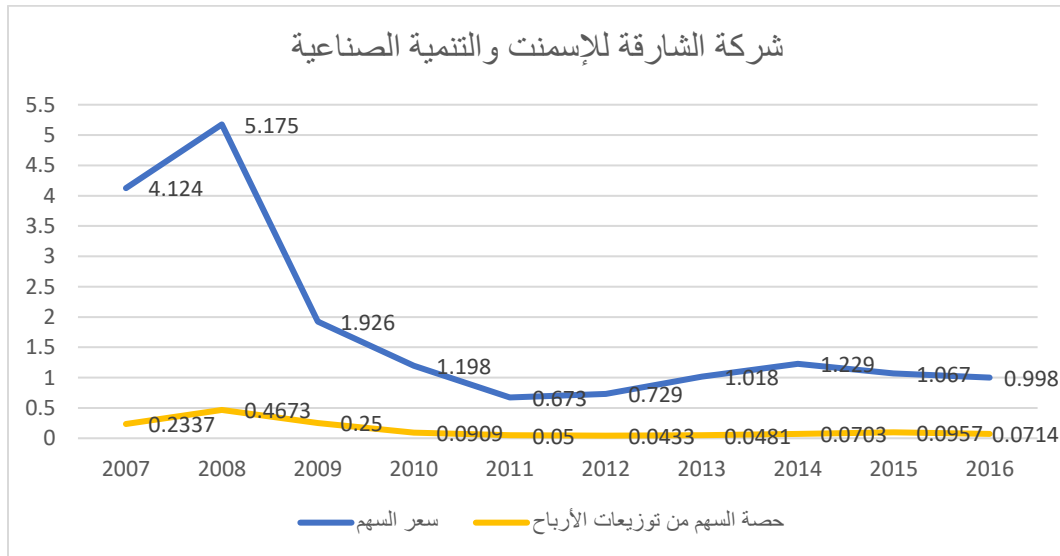
الشكل (5) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة اسمنت الاتحاد



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية:

نلاحظ وجود انخفاض مستمر في سعر السهم من العام 2008 وحتى العام 2011، ليعاود الصعود فيما بعد خلال الأعوام التالية ومن ثم يعود للانخفاض تدريجياً في العام 2016، حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 5.175 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2011 وبقيمة 0.673 درهم إماراتي. والسبب في هذا الانخفاض يعود إلى زيادة عدد الأسهم خلال الأعوام 2008 و 2010، وركود سوق العقارات الذي أدى إلى انخفاض الطلب على مبيعات الاسمنت. ورغم أن الأرباح الموزعة كانت تتقلب من عام إلى آخر، إلا أن الشركة كانت توزع أرباحاً بشكل مستمر كل عام. ورغم انخفاض مبيعات الاسمنت ورغم الركود الاقتصادي والأوضاع الاقتصادية المحيطة فقد ارتفع سعر الاسمنت بحوالي 5% خلال الأعوام 2013 - 2016 مما أدى إلى زيادة أرباح الشركة وزيادة قيمة أسهمها نسبياً في الأعوام 2013 - 2014 - 2015. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كان ثابتاً خلال معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تتقلب بين التناقص والتزايد من عام إلى آخر خلال فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

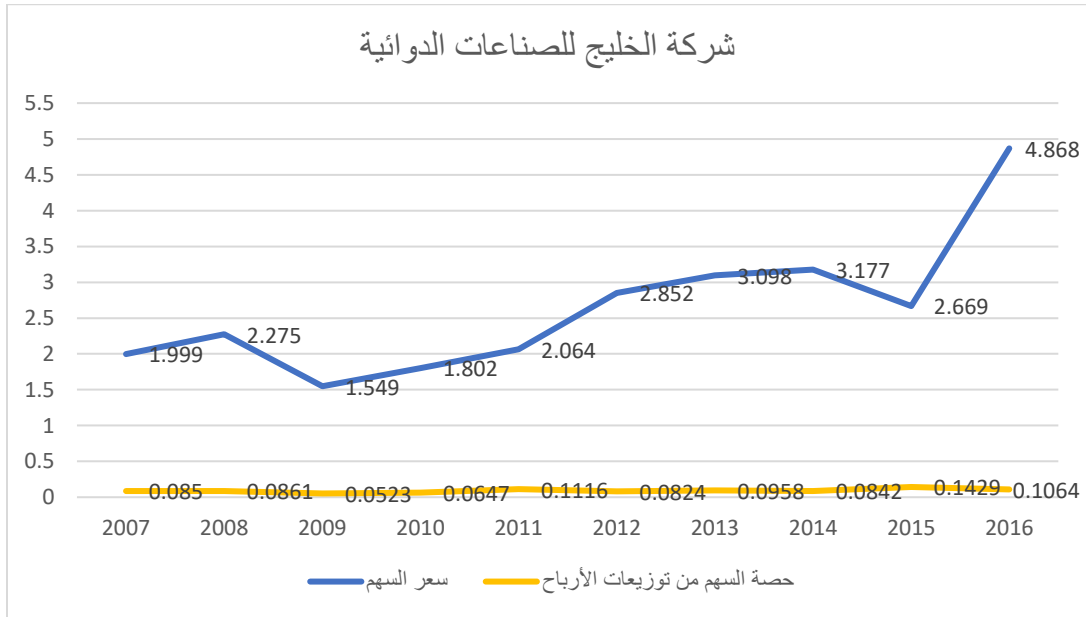
الشكل (6) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الخليج للصناعات الدوائية:

نلاحظ وجود ارتفاع في سعر السهم في معظم أعوام الدراسة، حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 4.868 درهم إماراتي في العام 2016، في حين كان أدنى سعر له في العام 2009 وبقيمة 1.549 درهم إماراتي. كما أن الأرباح الموزعة كانت متزايدة أيضاً في معظم أعوام الدراسة. ورغم ذلك التزايد فإنه من الملاحظ أن الشركة كانت توزع أرباحاً للأسهم بشكل مستمر طيلة فترة الدراسة. ويمكن أن يعزى الارتفاع في سعر السهم والأرباح الموزعة إلى أن الشركة حققت أداءً جيداً مستقراً خلال فترة الدراسة، مع وجود نمو في مبيعاتها خلال عدة أعوام. لاسيما أن هذا الأمر مرتبط بطبيعة عمل الشركة وهو تصنيع الأدوية والعقاقير والمستحضرات الطبية والصيدلانية بمختلف أنواعها، والتي يكون الطلب عليها غير مرتبط بدرجة كبيرة بالأوضاع الاقتصادية أو التغيرات المحيطة. كما أن زيادة الإنتاج والاندماجات التي قامت بها الشركة في أسواق إفريقيا وآسيا وتحسين طرق النقل للعملاء أدى إلى زيادة ونمو هذه الأرباح. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كان متزايداً خلال جميع أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تتقلب بين التناقص والتزايد من عام إلى آخر خلال فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

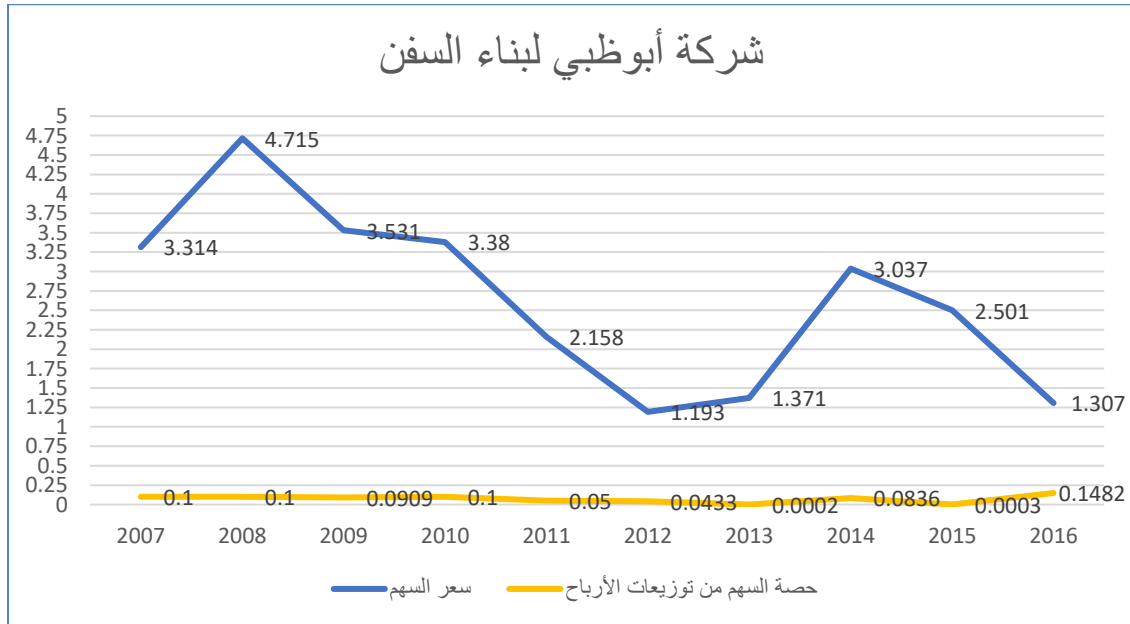
الشكل (7) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الخليج للصناعات الدوائية



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي لبناء السفن:

نلاحظ وجود ارتفاع في سعر السهم في عام 2008 ومن ثم عاود الانخفاض مجدداً في الأعوام التالية باستثناء عام 2014. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 4.715 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 بقيمة 1.307 درهم إماراتي. كما أن الأرباح الموزعة كانت متقلبة بشكل كبير بين ارتفاع وانخفاض وخصوصاً بعد العام 2012. هذا الأمر يمكن أن يفسر بتغيرات الأوضاع الاقتصادية التي تمر بها المنطقة المحيطة خلال فترة الدراسة، كما أن التقلبات في الأرباح من عام إلى آخر أثر على كل من الأرباح الموزعة وعلى قيمة الأسهم، كما أن زيادة عدد الأسهم في عام 2009 قد أثر على قيمة الأسهم في ذلك العام. علاوة على أن نشاط الشركة المتمثل في بناء السفن الجديدة والإصلاح والترميم للسفن بجميع أنواعها المبنية من الحديد والألمنيوم واللدائن الزجاجية مرتبط بشكل كبير بالأوضاع الاقتصادية والسياسية المحيطة مما جعل تلك التقلبات تبدو واضحة خلال فترة الدراسة. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كان مستقرّاً بعد العام 2009. فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تتقلب بين التناقص والتزايد من عام إلى آخر خلال فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

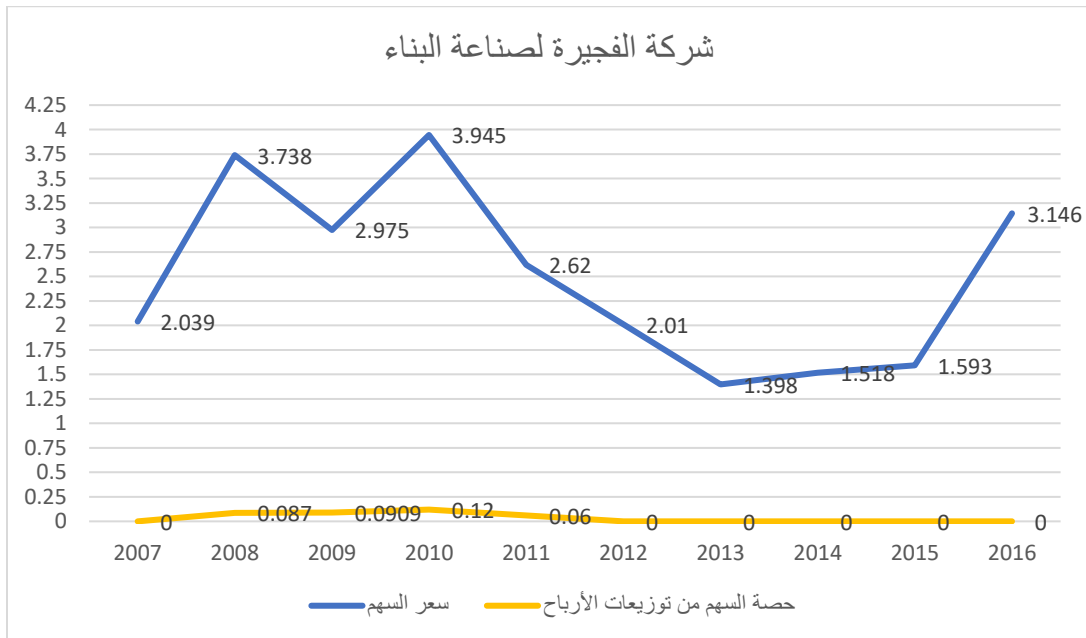
الشكل (8) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أبوظبي لبناء السفن



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الفجيرة لصناعة البناء:

نلاحظ وجود تقلبات في سعر السهم بين الارتفاع والانخفاض طيلة أعوام الدراسة. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 3.945 درهم إماراتي في العام 2010، في حين كان أدنى سعر له في العام 2013 بقيمة 1.398 درهم إماراتي. والسبب في انخفاض قيمة السهم يعود نسبياً إلى زيادة عدد الأسهم في الأعوام 2008 و 2009 و 2014. كما أن الشركة لم تقم بتوزيع أرباح نقدية إلا في أربعة أعوام من العام 2008 ولغاية العام 2011. والسبب في ذلك يعود إلى رغبة الشركة بالحفاظ على الأرباح المحققة خلال فترة الدراسة والاستفادة منها في تمويل عمليات التوسع والنمو التي قامت بها الشركة في عام 2015 وما بعد، كما أنها قامت بتوزيع أسهم منحة بدلاً من توزيع أرباح نقدية على المساهمين. علاوة على أن تنوع أنشطتها المتمثلة في صناعة وتسويق الطابوق الإسمنتي، والإنترلوك، والكريستون، والأحجار المكسرة جعل بعض الأنشطة تعاني من خسائر وبعضها الآخر يحقق أرباح، مما أدى إلى تلك التقلبات أيضاً. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تتزايد في معظم الفترة التي وزعت فيها الشركة أرباح. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

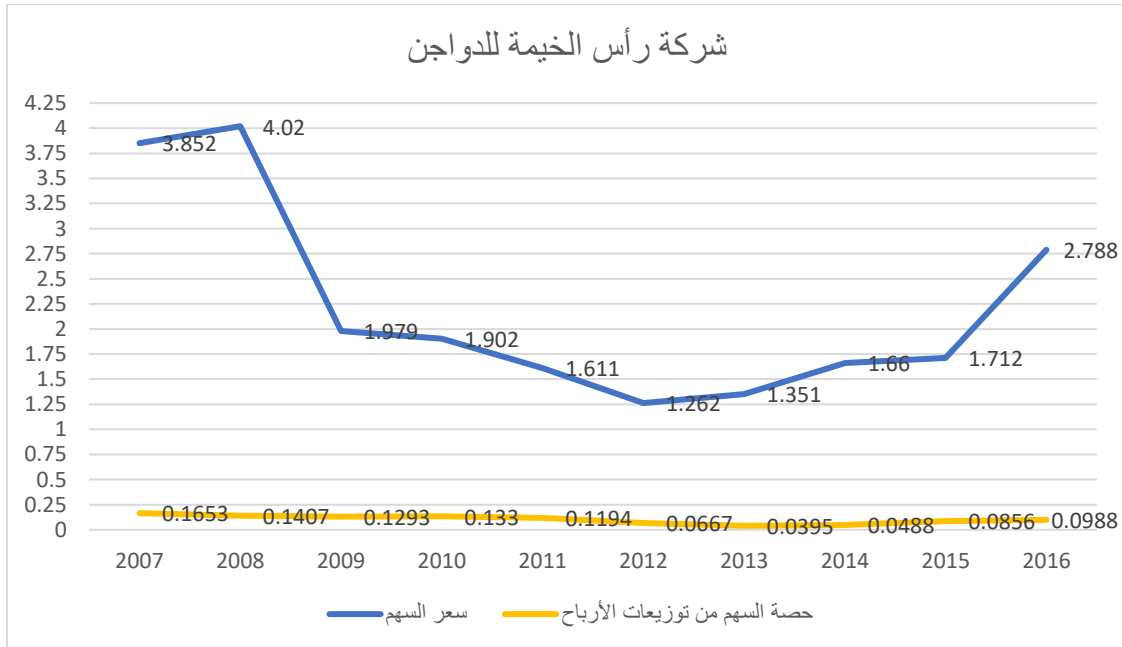
الشكل (9) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الفجيرة لصناعة البناء



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة رأس الخيمة للدواجن:

نلاحظ وجود تقلبات في سعر السهم بين الارتفاع والانخفاض طيلة أعوام الدراسة. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 4.02 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2012 وبقيمة 1.262 درهم إماراتي. هذا الأمر يُعزى إلى الانخفاض الكبير في الأرباح التي حققتها الشركة خلال الأعوام من 2007 ولغاية 2012، نتيجة عوامل إنتاجية مرتبطة بنشاط الشركة المتمثل في تربية الدواجن، والبيض، واستيراد وتصنيع أعلاف الدجاج. حيث ارتفعت تكاليف المبيعات، علاوةً على زيادة المصروفات الإدارية بنسبة لا تقل عن 30%. والمنافسة القوية لها من قبل 4 شركات أخرى تعمل في ذلت المجال وتحديداً شركة أغذية. ولكن تحققها لأرباح في مطلع عام 2013 و عام 2015 و 2016 حسّن من قيمة السهم. كذلك فإننا نلاحظ ذات الشيء بالنسبة للأرباح الموزعة التي تقلبات بين الارتفاع والانخفاض وفقاً للعوامل المذكورة أعلاه. ومن الملاحظ توزيع الشركة لأرباح نقدية في كل عام من أعوام الدراسة. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كان ثابتاً خلال معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تتناقص في معظم فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

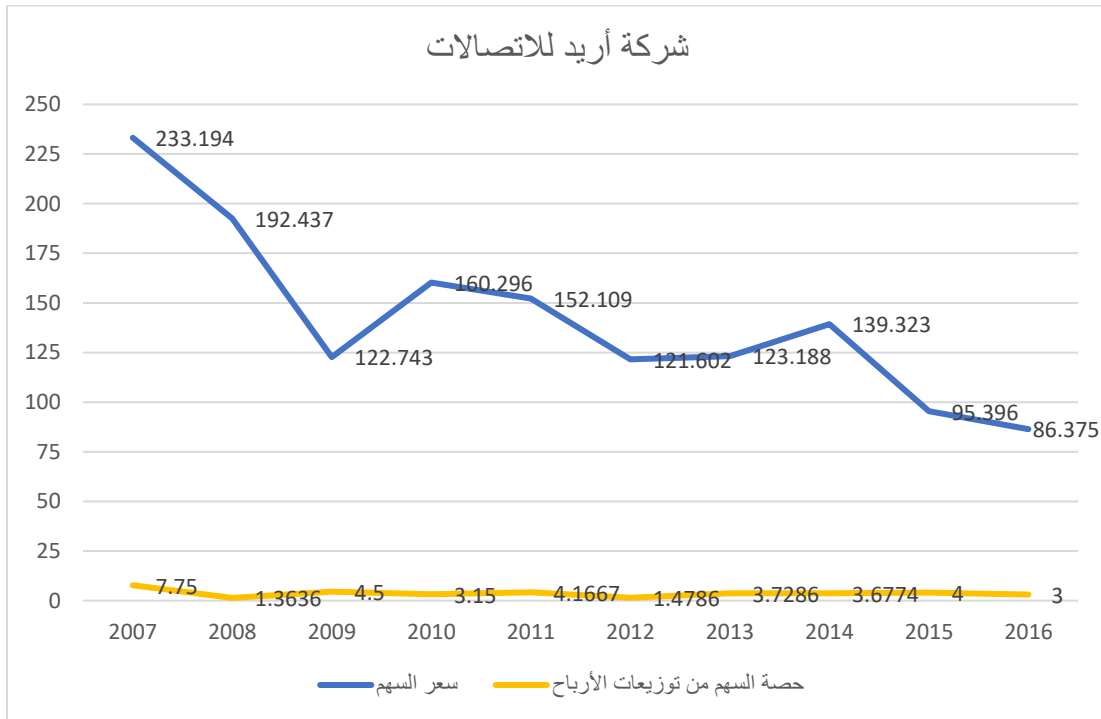
الشكل (10) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة رأس الخيمة للدواجن



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أريد:

نلاحظ وجود انخفاض مستمر في سعر السهم بين معظم أعوام الدراسة عدا العام 2010. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 233.194 درهم إماراتي في العام 2007، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 بقيمة 86.38 درهم إماراتي. والسبب في ذلك يعود بشكل رئيسي إلى زيادة عدد الأسهم المصدرة في مختلف أعوام الدراسة باستثناء عامي 2015 و 2016. كما أن تقلب الأرباح المحققة من عام إلى آخر كان سبباً في تراجع القيمة السوقية. علاوةً على تراجع تصنيف الشركة لدى وكالة تصنيف موديز إلى سلبي. ذات الشيء بالنسبة للأرباح الموزعة، حيث أنها أخذت اتجاهاً متقلباً بشكل كبير بين الانخفاض والارتفاع من عام إلى آخر. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي تغيرت بالزيادة والتناقص معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت متقلبة أيضاً وتتأوب كل عام بين الانخفاض وبين الارتفاع. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

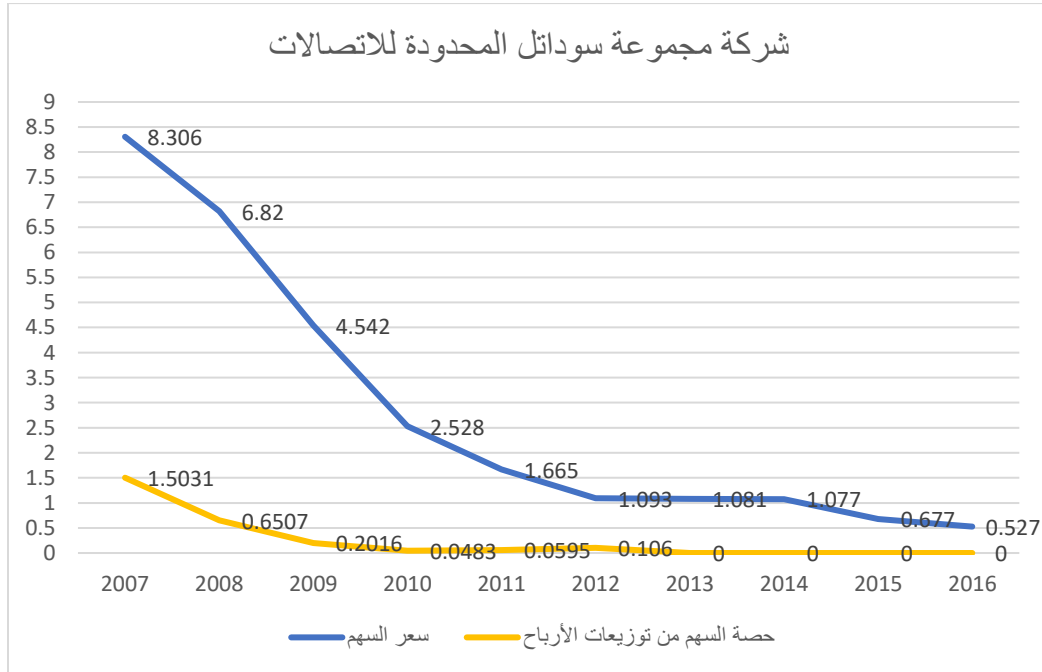
الشكل (11) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة أريد للاتصالات



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة مجموعة سوداتل للاتصالات
المحدودة:

نلاحظ وجود انخفاض مستمر في سعر السهم كافة أعوام الدراسة. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 8.306 درهم إماراتي في العام 2007، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 وبقيمة 0.527 درهم إماراتي. والسبب في ذلك يعود إلى زيادة عدد الأسهم في الأعوام 2008، 2010 و2011. كما أن التراجع الكبير في الأرباح والذي عانت منها الشركة في بعض السنوات وتحديداً في العام 2012 و 2015 قد ساهم في هذا الانخفاض. حين كانت الأرباح الموزعة تنخفض بشكل كبير في الأعوام الثلاثة الأولى من الدراسة، لتعاود الارتفاع مجدداً ولغاية العام 2012، وفيما بعد لم تقم الشركة بأية توزيعات. والسبب في ذلك أن مجلس إدارة الشركة وافق على احتجاز الأرباح ليتم توزيعها لاحقاً. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي تغيرت بالزيادة معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تنخفض باستمرار ومن ثم عاودت الزيادة في العامين 2011 و 2012. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

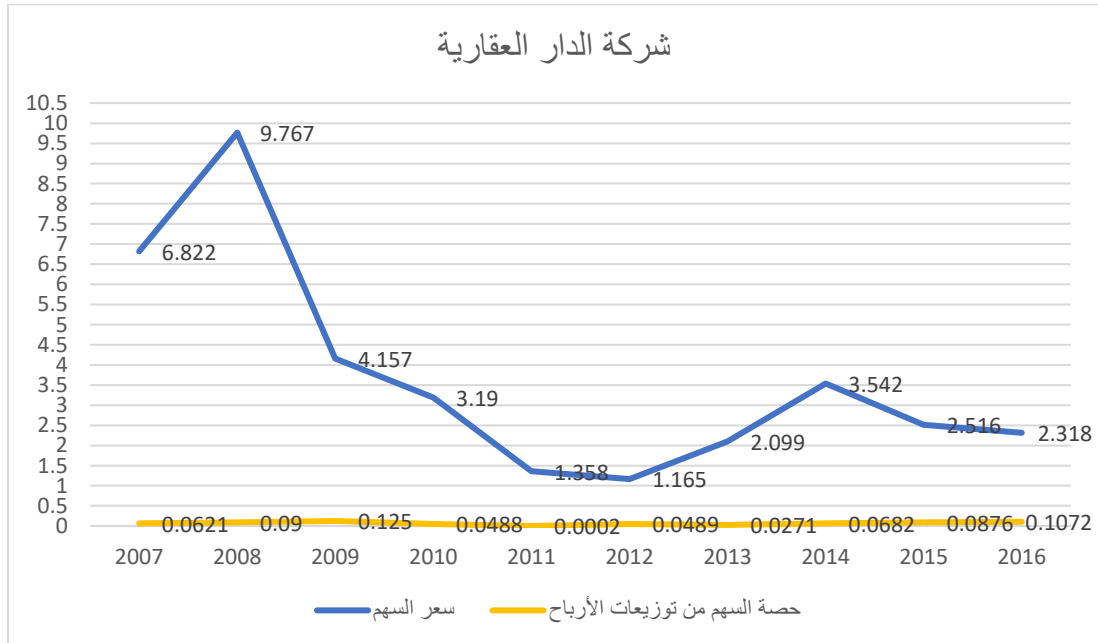
الشكل (12) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة مجموعة سوداتل المحدودة للاتصالات



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الدار العقارية:

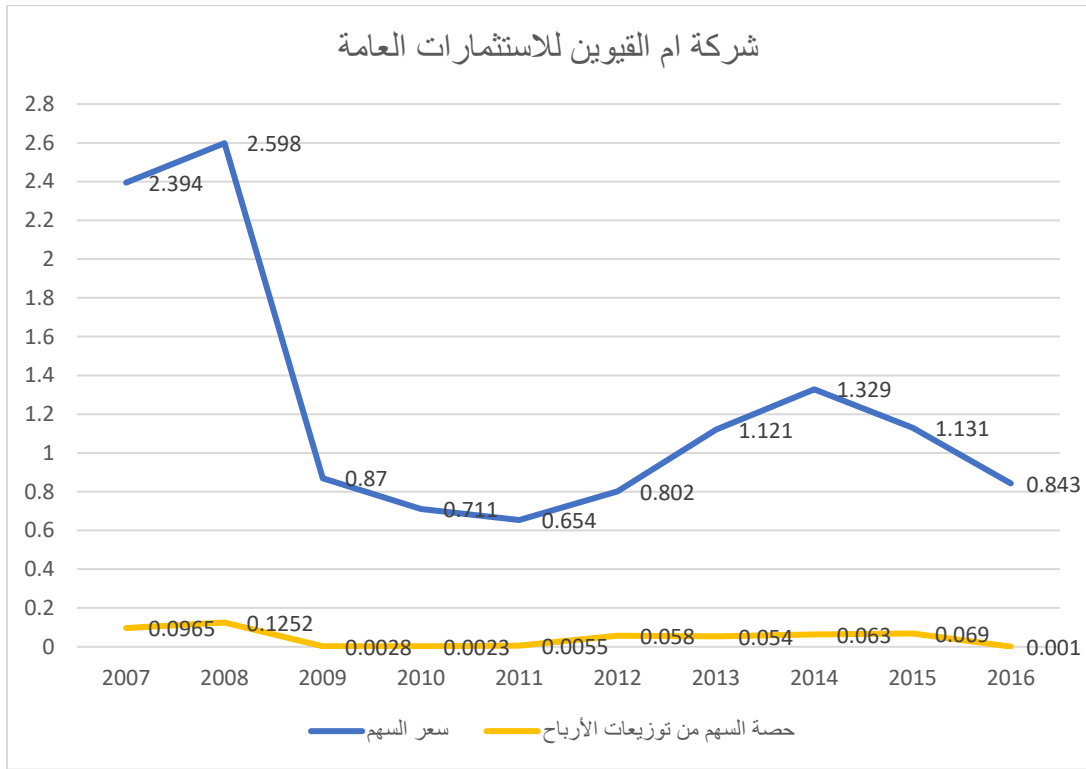
نلاحظ وجود تقلبات في سعر السهم كافة أعوام الدراسة بين الزيادة والانخفاض. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 9.767 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2012 وبقيمة 1.165 درهم إماراتي. والسبب في ذلك يعود إلى زيادة عدد الأسهم في بعض السنوات من جهة، والركود الاقتصادي الذي أثر على قطاع العقارات من جهة أخرى، وهذا الانخفاض حدث رغم تحسن تصنيف موديز لشركة الدار العقارية، حيث قامت برفعها التصنيف الائتماني لشركة الدار إلى درجة "استثمار" بعد نجاحها في تخفيض نسبة مديونيتها والحد من المخاطر المتعلقة بمشاريعها التطويرية في العام 2014 - 2015. وبالنسبة للأرباح الموزعة، فقد شهدت أيضاً تقلباً بين عام وآخر وهذا مرده إلى الأرباح أو الخسائر التي حققتها الدار العقارية خلال فترة الدراسة، ولكن الملاحظ أنه مع كل إعلان لتوزيع الأرباح كانت التداولات على أسهم الدار العقارية في تحسن. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي تغيرت بالزيادة معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت تتزايد معظم فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

الشكل (13) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الدار العقارية



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة ام القيوين للاستثمارات العامة:
نلاحظ وجود تقلبات في سعر السهم كافة أعوام الدراسة بين الزيادة والانخفاض. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 2.598 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2011 وبقيمة 0.654 درهم إماراتي. والسبب في انخفاض قيمة السهم يعود إلى زيادة عدد الأسهم في العام 2009، والخسائر الكبيرة التي سجلتها الشركة في ذات العام. ولكن فيما بعد عادت الشركة إلى تحقيق أرباح متفاوتة من عام إلى آخر، مما انعكس على الأرباح الموزعة بتقلبها من عام لآخر. كما أن ارتفاع سعر الاسمنت انعكس إيجاباً على أرباح الشركة خصوصاً في الأعوام 2013 ولغاية العام 2015. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كانت مستقرة معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت أيضاً متقلبة بين الارتفاع والانخفاض معظم فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

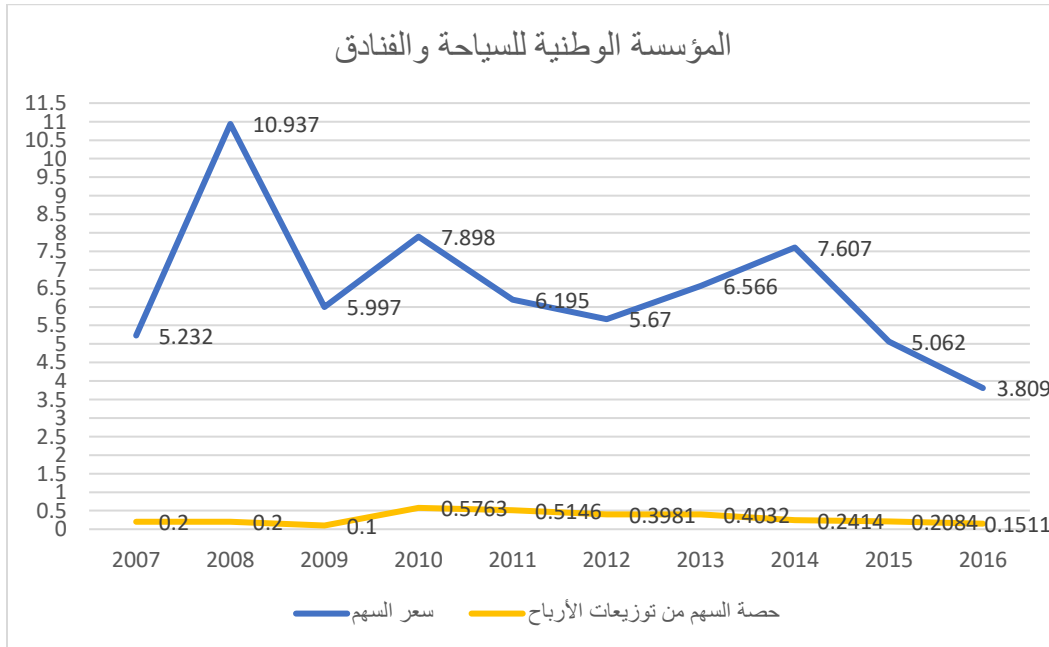
الشكل (14) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة ام القيوين للاستثمارات العامة



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم للمؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق:

نلاحظ وجود تقلبات في سعر السهم كافة أعوام الدراسة بين الزيادة والانخفاض. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 10.937 درهم إماراتي في العام 2008، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 بقيمة 3.809 درهم إماراتي. هذا التقلبات تعود بشكل مباشر إلى الأوضاع الاقتصادية التي أثرت على الشركة باعتبار أن نشاطها الرئيسي يتمثل في الفنادق والسياسة والنقل ومجموعة المطاعم. كما أنه من الملاحظ أن الشركة حققت أرباح كبيرة ومتفاوتة من عام إلى آخر مما أثر على أسعار أسهمها. كما أن هذه الأرباح الكبيرة جعلتها تقوم بتوزيع أرباح بشكل نقدي وبشكل أسهم منحة أيضاً وفي ذات الوقت. وهذا ما يفسر زيادة عدد الأسهم دون تأثير كبير على قيمة الأسهم في السوق. فالمؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق حافظت على توزيعات مستمرة لمساهميها. كما أن الطبيعة الخدمية لأنشطتها جعلها تتوجه إلى توزيع الأرباح بدلاً من استثمارها في أصول ثابتة. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كانت تتزايد معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت أيضاً متقلبة بين الارتفاع والانخفاض معظم فترة الدراسة. وإن كان الانخفاض هو الأوضح. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

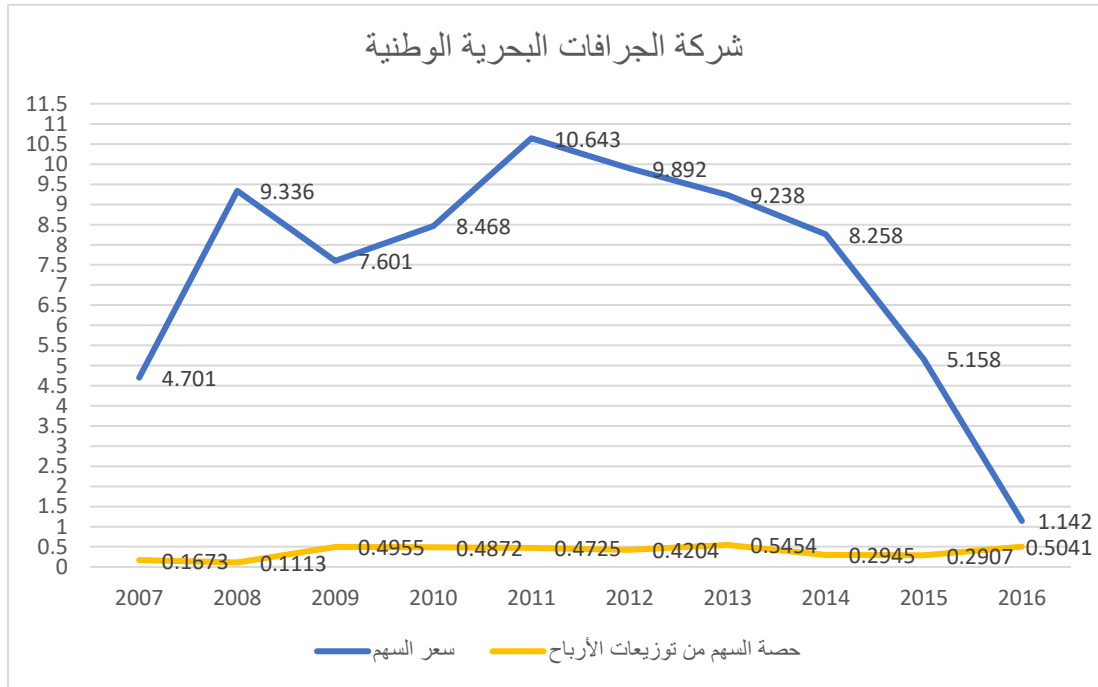
الشكل (15) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم للمؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق



- تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الجرافات البحرية والوطنية:

نلاحظ وجود تقلبات في سعر السهم كافة أعوام الدراسة بين الزيادة والانخفاض. حيث بلغ السهم أعلى سعر له وهو 10.643 درهم إماراتي في العام 2011، في حين كان أدنى سعر له في العام 2016 بقيمة 1.142 درهم إماراتي. هذا الأمر مرتبط بشكل كبير بالتغيرات في أرباح الشركة من عام إلى آخر، وهنا تجدر الإشارة إلى أن ارتفاع أرباح الشركة ينعكس بشكل واضح على القيمة السوقية لسهمها في السوق المالي. فالانخفاض الذي حصل على أرباح الشركة عام 2016 أثر بكل كبير على قيمة سهمها كما هو واضح في قيم التداولات. وذات الشيء بالنسبة للارتفاع الذي حصل في أرباح الشركة في عامي 2011 و 2012. جميع ما سبق قد أثر على الأرباح الموزعة وجعلها تتقلب من عام إلى آخر، مع الإشارة إلى أن الشركة حافظت على توزيعات أرباح مستمرة خلال فترة الدراسة. ومن خلال ربط تلك الأرباح الموزعة مع عدد الأسهم التي كانت تتزايد معظم أعوام الدراسة فإننا نلاحظ أن حصة السهم الواحد من الأرباح كانت أيضاً متقلبة بين الارتفاع والانخفاض معظم فترة الدراسة. ويمكن تمثيل ما سبق من خلال الشكل الآتي.

الشكل (16) - حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم لشركة الجرافات البحرية الوطنية



ونظراً لكون الأرباح الموزعة للسهم الواحد لمجمل الشركات عينة الدراسة متقلبة من عام إلى آخر، يمكن - اعتماداً على الوسط الحسابي لمتغير طبيعة التوزيعات - وضع الجداول التالية والتي تبين الشركات التي كانت تتجه فيها حصة السهم من توزيعات الأرباح الموزعة إلى الارتفاع، والشركات التي كانت تتجه فيها حصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة إلى الانخفاض.

الجدول (5) - الشركات التي تتجه طبيعة توزيعات السهم إلى الارتفاع خلال فترة الدراسة

اسم الشركة	الوسط الحسابي لطبيعة التوزيعات
رأس الخيمة للدواجن والعلف	0.333
الدار العقارية	0.222
أبوظبي لمواد البناء	0.111
الخليج للصناعات الدوائية	0.111
إم القيوين للاستثمارات العامة	0.111

نلاحظ من الجدول السابق وجود خمس شركات كانت فيها توزيعات الأرباح ذات طبيعة متزايدة، وكانت شركة رأس الخيمة للدواجن تحتل الصدارة في تصنيف الشركات حسب طبيعة توزيعات أرباحها المتزايدة، تلاها شركة الدار العقارية، ومن ثم أتت كل من شركات أبوظبي لمواد البناء، والخليج للصناعات الدوائية وإم القيوين للاستثمارات العامة.

الجدول (6) - الشركات التي تتجه طبيعة توزيعات السهم إلى الانخفاض خلال فترة الدراسة

اسم الشركة	الوسط الحسابي لطبيعة التوزيعات
الجرافات البحرية الوطنية	-0.444
أبوظبي الوطنية للطاقة	-0.333
المؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق	-0.333
سوداتل	-0.222
اسمنت الاتحاد	-0.222
الفجيرة لصناعة البناء	-0.222

-0.111	الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية
-0.111	أريد للاتصالات
-0.111	أبوظبي لبناء السفن

نلاحظ من الجدول السابق وجود تسع شركات كانت فيها توزيعات الأرباح ذات طبيعة متناقصة، وكانت شركة الجرافات البحرية الوطنية تحتل الصدارة في تصنيف الشركات حسب طبيعة توزيعات أرباحها المتناقصة، تلاها كل من شركة أبوظبي الوطنية للطاقة والمؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق، ومن ثم أنت كل من شركات سوداتل، اسمنت الاتحاد، الفجيرة لصناعة البناء. وأخيراً شركات الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية، أريد للاتصالات وأبوظبي لبناء السفن.

المبحث الثاني

اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

1) اختبار فرضيات الدراسة:

قبل البدء باختبار الفرضيات، سوف يتم أولاً اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي من خلال اختبار التداخل الخطي والارتباط الذاتي.

1- اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test):

تم فحص التداخل الخطي من خلال احتساب معامل (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة ومن ثم إيجاد معامل (Variance Inflation Factor-VIF) حيث يعد بمثابة قياس لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة كما هو واضح في الجدول التالي:

الجدول (7) - اختبار التداخل الخطي

Collinearity Statistics		
VIF	Tolerance	
1.004	.996	حصة السهم من التوزيعات DPS
1.004	.996	طبيعة توزيعات أرباح السهم

من خلال الجدول (7) نجد أن قيمة (VIF) لم تتجاوز قيمة (10) لكافة المتغيرات الخاضعة للدراسة، لذلك فإن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي، والارتباط بين المتغيرات ليس له دلالة احصائية.

2- اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test):

قام الباحث بالتأكد من الارتباط الداخلي بين المتغيرات وذلك بإجراء اختبار (Durbin Watson) وقد أظهرت النتائج أن قيمة $Durbin-Watson=1.833$ وهي قيمة أصغر من 2.5 مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي يؤثر على صحة النتائج (رياض، 2012). بعد التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة، فسوف يتم الآن القيام باختبار الفرضيات.

1-4 الفرضية الأولى: يوجد أثر معنوي لحصة السهم من التوزيعات في القيمة السوقية للسهم لشركات العينة المدروسة.

تم اجراء اختبار الانحدار الخطي البسيط لدراسة أثر المتغير المستقل في المتغير التابع كما يلي:

الجدول (8) - نتائج اختبار الفرضية الأولى باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط

Sig.	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
.000b	18.17	.764	.766	.875a	1
a. Predictors: (Constant), حصة السهم من توزيعات الأرباح					

يتبين من الجدول السابق أن معامل التحديد بلغت قيمته 0.766، ومعنوية الدلالة الحسابية (Sig=0.000) وهي أصغر من المعنوية الدلالة القياسية 0.05. أي أن المتغير المستقل (حصة السهم من توزيعات الأرباح) استطاع أن يفسر 76.6% من التغيرات الحاصلة في التابع (القيمة السوقية) والباقي يعزى إلى عوامل أخرى.

الجدول (9) - تحليل التباين لاختبار الدلالة الإحصائية للنموذج

ANOVA ^a						
Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares	Model	
.000b	451	148830	1	148830	Regression	1
		330	138	45538	Residual	
			139	194368	Total	
a. Dependent Variable: القيمة السوقية						
b. Predictors: (Constant), حصة السهم من توزيعات الأرباح						

ويظهر الجدول أعلاه وجود أثر معنوي لحصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية عن طريق احصائية F = 451 ومعنوية الدلالة الحسابية (Sig=0.000) وهي أصغر من المعنوية الدلالة القياسية 0.05. مما يؤكد الدلالة الإحصائية لنموذج الانحدار.

الجدول (10) - قيمة الثابت ومعاملات الانحدار ودلالاتها الإحصائية للمتغير المستقل الأرباح الموزعة على المتغير التابع القيمة السوقية

Coefficients ^a						
Sig.	t	Standardized	Unstandardized		Model	
		Coefficients	Std. Error	B		
		Beta			(Constant)	
.947	.067		1.640	.109		
.000	21.237	.875	1.485	31.537	حصة السهم من توزيعات الأرباح	1
a. Dependent Variable: القيمة السوقية						

ومن خلال الجدول السابق نجد أن $t=21.237$ والدالة المعنوية لها تبلغ قيمتها $Sig=0.000$

وبالتالي دالة احصائياً. أي يوجد أثر لحصة السهم من توزيعات الأرباح على القيمة السوقية.

ويمكن كتابة معادلة الانحدار المقدره هي:

$$MV = 31.537 DPS$$

تدل المعادلة السابقة أن كل زيادة في حصة السهم من توزيعات الأرباح بمقدار وحدة واحدة

يقابله تزايد 31.537 وحدة بالقيمة السوقية للسهم.

وبالتالي يوجد أثر معنوي لحصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية للسهم لدى

الشركات عينة الدراسة.

4-2 الفرضية الثانية: يختلف أثر حصة السهم من التوزيعات في القيمة السوقية للسهم

باختلاف القطاع.

تم اجراء اختبار الانحدار الخطي البسيط لدراسة العلاقة بين المستقل والتابع كما يلي:

الجدول (11) - نتائج اختبار الفرضية الثانية باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط

Sig.	F	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
.525c	.442	.78307	-.066	.052	.229b	الطاقة
.000c	26.400	1.02717	.301	.313	.559b	الصناعي
.019c	8.503	.73849	.455	.515	.718b	الاستهلاكي

.000c	32.141	48.90799	.621	.641	.801b	الاتصالات
.276c	1.366	2.63093	.039	.146	.382b	العقار
.001c	26.467	.35398	.739	.768	.876b	الاستثمار
.528c	.415	2.51553	-.032	.023	.150b	الخدمات

❖ من حيث قطاع الطاقة: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.052، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر فقط 5.2% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، وبين الجدول تحليل التباين $F=0.44$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($0.525 = sig$) وهي أكبر من معنوية الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي غير دال احصائياً في قطاع الطاقة.

❖ من حيث قطاع الصناعة: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.313، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر 31.3% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، وبين الجدول تحليل التباين $F=26.4$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($0.000 = sig$) وهي أصغر من معنوية الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي دال احصائياً في قطاع الصناعة.

❖ من حيث قطاع الاستهلاكي: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.515، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر 51.5% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، وبين الجدول تحليل التباين $F=8.5$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($0.000 = sig$) وهي أصغر من معنوية الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي دال احصائياً في قطاع السلع الاستهلاكية.

❖ من حيث قطاع الاتصالات: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.64، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر 64.1% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، وبين الجدول تحليل التباين $F=32.1$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($0.000 = sig$) وهي

أصغر من معنوية الدلالة القياسية $\text{sig}=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي دال احصائياً في قطاع الاتصالات.

❖ من حيث قطاع العقار: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.14، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر 14.6% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، ويبين الجدول تحليل التباين $F=1.3$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($\text{sig}=0.27$) وهي أكبر من معنوية الدلالة القياسية $\text{sig}=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي غير دال احصائياً في قطاع العقار.

❖ من حيث قطاع الاستثمار: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.67، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر 76.8% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، ويبين الجدول تحليل التباين $F=26.8$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($\text{sig}=0.000$) وهي أصغر من معنوية الدلالة القياسية $\text{sig}=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي دال احصائياً في قطاع الاستثمار.

❖ من حيث قطاع الخدمات: يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد قد بلغت 0.023، أي أن حصة السهم من التوزيعات تفسر فقط 2.3% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، ويبين الجدول تحليل التباين $F=0.4$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($\text{sig}=0.528$) وهي أكبر من معنوية الدلالة القياسية $\text{sig}=0.05$ مما يؤكد أن نموذج الانحدار الخطي غير دال احصائياً في قطاع الخدمات.

وفي الجدول رقم (12) التالي نلاحظ معاملات الانحدار لتأثير حصة السهم من التوزيعات في القيمة السوقية للسهم وذلك وفقاً لكل قطاع من القطاعات المدروسة.

الجدول (12) - الدالات الاحصائية لتباين نموذج الدراسة بين التابع القيمة السوقية للسهم والمستقل حصة السهم من التوزيعات

النتيجة	Coefficients ^{a,b}					Model	
	Sig.	t	Standardized	Unstandardized			
			Coefficients	Coefficients			
Beta	Std. Error	B					
	.012	3.258		.386	1.258	(Constant)	الطاقة
رفض	.525	.665	.229	3.775	2.510	حصة السهم من التوزيعات	
	.000	7.246		.199	1.440	(Constant)	الصناعي
قبول	.000	5.138	.559	1.705	8.761	حصة السهم من التوزيعات	
	.504	.699		.648	.453	(Constant)	الاستهلاكي
قبول	.019	2.916	.718	5.880	17.147	حصة السهم من التوزيعات	
	.481	.720		14.951	10.762	(Constant)	الاتصالات
قبول	.000	5.669	.801	5.177	29.349	حصة السهم من التوزيعات	
	.318	1.064		1.763	1.877	(Constant)	العقار
رفض	.276	1.169	.382	23.372	27.321	حصة السهم من التوزيعات	
	.009	3.421		.171	.583	(Constant)	الاستثمار
قبول	.001	5.145	.876	2.695	13.863	حصة السهم من التوزيعات	
	.000	4.558		1.355	6.177	(Constant)	الخدمات
رفض	.528	.644	.150	3.635	2.341	حصة السهم من التوزيعات	

يمكننا من خلال الجدول السابق أن نلاحظ أن تأثير حصة السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم دالة إحصائياً في كل من القطاعات الصناعية، الاستهلاكية، الاتصالات والاستثمارات. في حين لم يكن لهذا التأثير دلالة إحصائية في باقي القطاعات الأخرى. وبناءً عليه يمكن وضع معادلات الانحدار وفق الجدول الآتي.

الجدول (13) - معادلات الانحدار لدراسة تأثير حصة السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم في القطاعات

معادلة الانحدار	القطاع
$MV = 1.440 + 8.761 DPS$	الصناعي
$MV = 17.147 DPS$	السلع الاستهلاكية
$MV = 29.349 DPS$	الاتصالات

$MV = 0.583 + 13.863 DPS$	الاستثمارات
---------------------------	-------------

تدل المعادلات السابقة على أن التأثير الأكبر لحصة السهم من التوزيعات في القيمة السوقية كانت في شركات الاتصالات، حيث أن كل زيادة في حصة السهم من توزيعات الأرباح بمقدار وحدة واحدة يقابله تزايد مقداره 29 وحدة تقريباً في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات. في يأتي في المرتبة الثانية قطاع السلع الاستهلاكية، حيث أن كل زيادة في حصة السهم من توزيعات الأرباح بمقدار وحدة واحدة يقابله تزايد مقداره 17 وحدة تقريباً في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات. ويأتي في المرتبة الثالثة قطاع الاستثمارات، حيث أن كل زيادة في حصة السهم من توزيعات الأرباح بمقدار وحدة واحدة يقابله تزايد مقداره 14 وحدة تقريباً في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات. وأخيراً يأتي القطاع الصناعي، حيث أن كل زيادة في حصة السهم من توزيعات الأرباح بمقدار وحدة واحدة يقابله تزايد مقداره 9 وحدة تقريباً في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات.

وبالتالي يوجد أثر معنوي لحصة السهم من توزيعات الأرباح في القيمة السوقية للسهم لدى الشركات عينة الدراسة وذلك فقط في القطاع الصناعي، السلع الاستهلاكية، الاتصالات والاستثمارات.

3-4 الفرضية الثالثة: يوجد أثر معنوي لطبيعة توزيعات أرباح السهم (متزايدة - متناقصة) في القيمة السوقية للسهم لشركات العينة المدروسة.

تم إجراء تحليل الانحدار الخطي للفرضية المتعلقة بأثر طبيعة توزيعات أرباح السهم كعنصر مستقل على المتغير التابع القيمة السوقية للسهم لشركات عينة الدراسة.

الجدول (14) - نتائج اختبار الفرضية الثالثة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط

Model Summary					
Sig.	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
.807 ^b	34.13709	-.008	0.001	.022 ^a	1
a. Predictors: (Constant), طبيعة توزيعات أرباح السهم					

يتضح من الجدول أعلاه أن قيمة معامل التحديد هو 0.001، أي أن طبيعة التوزيعات تفسر فقط 0.1% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم.

الجدول (15) - الدالات الاحصائية لتباين نموذج الدراسة بين طبيعة توزيعات أرباح السهم والقيمة السوقية للسهم

ANOVA ^a						
Sig.	F	Mean Square	df	Sum of Squares	Model	
.807 ^b	.060	70.136	1	70.136	Regression	
		1165.341	124	144502	Residual	
			125	144572	Total	
a. Dependent Variable: سعر السهم						
b. Predictors: (Constant), طبيعة توزيعات أرباح السهم						

ويبين الجدول السابق أعلاه تحليل التباين والذي يمكن التعرف من خلاله على الدلالة الإحصائية للقوة التفسيرية للنموذج عن طريق إحصائية F وهي $F=0.060$ ومعنوية الدلالة الحسابية ($0.807 = sig$) وهي أكبر من معنوية الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يؤكد الدلالة أن نموذج الانحدار الخطي غير دال احصائياً.

الجدول (16) - دالات علاقات الارتباط والتفسير بين المتغير المستقل (طبيعة توزيعات أرباح السهم) والتابع (القيمة السوقية)

النتيجة	Sig.	F	Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
رفض	0.25	1.548020527	11.043	0.064	0.181	0.426	توزيعات متزايدة
رفض	0.207	1.930	12.941	0.104	0.216	0.465	توزيعات متناقصة
رفض	0.8126	0.0606	3.6331	0.1330-	0.0086	0.0927	توزيعات ثابتة

يتضح من الجدول السابق أن طبيعة التوزيعات بكافة احتمالاتها (متزايدة - متناقصة - ثابتة) لا تؤثر في القيمة السوقية، وبالتالي لا يوجد أثر معنوي لطبيعة توزيعات أرباح السهم (متزايدة - متناقصة - ثابتة) في القيمة السوقية للسهم لشركات العينة المدروسة.

النتائج والتوصيات

النتائج:

1. يوجد أثر معنوي لتوزيعات الأرباح في القيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، حيث تبين أن توزيعات الأرباح تفسر **76.6%** من إجمالي التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية. وأن كل تغير مقداره درجة واحدة في توزيع الأرباح يؤدي إلى تغير مقداره **31.537** درجة وفي ذات الاتجاه في القيمة السوقية للسهم. هذا الأمر يفضي بشكل واضح إلى أنه كلما وزعت الشركات أرباحاً أكثر، كلما انعكس ذلك على سعر سهمها في السوق المالي. مع ضرورة الانتباه إلى أن هذا الانعكاس يختلف من قطاع إلى آخر.
2. يوجد أثر معنوي لتوزيعات الأرباح في القيمة السوقية للسهم في بعض من القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، في حين لم يكن هنالك تأثير في القطاعات الأخرى، وكان أثر توزيع الأرباح في القيمة السوقية دال إحصائياً فقط في كل من قطاع الصناعة، قطاع السلع الاستهلاكية، قطاع الاتصالات، قطاع الاستثمار.
3. ظهر تأثير حصة السهم من التوزيعات في القيمة السوقية للسهم بشكل واضح في القطاعات الأربعة السابقة الذكر، وبشكل تفصيلي كان قطاع الاستثمار هو القطاع الذي توضح فيه هذا التأثير بشكل أكبر من القطاعات الأخرى، حيث تبين أن حصة السهم من التوزيعات تفسر **76.8%** من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم في الشركات التي تنتمي إلى قطاع الاستثمار. في حين أتى في المرتبة الثانية قطاع الاتصالات، حيث تبين أن حصة السهم من التوزيعات تفسر **64.1%** من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم في الشركات التي تنتمي إلى قطاع الاتصالات. وفي المرتبة الثالثة أتى قطاع السلع الاستهلاكية، حيث تبين أن حصة السهم من التوزيعات تفسر **51.5%** من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم في الشركات التي تنتمي إلى قطاع السلع الاستهلاكية. وفي المرتبة الأخيرة أتى القطاع الصناعي،

حيث تبين أن حصة السهم من التوزيعات تفسر **31.3%** من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم في الشركات التي تنتمي إلى القطاع الصناعي.

4. لا يوجد أثر معنوي لطبيعة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم لدى مجمل الشركات عينة الدراسة، وبالتالي فإن التغيرات في اتجاه هذه التوزيعات فيما إذا كانت متزايدة أو متناقصة أو ثابتة لا يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

التوصيات:

انطلاقاً من نتائج الدراسة يمكن أن نضع التوصيات الآتية:

1. ضرورة قيام الشركات المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية بشكل عام وكل من شركات قطاع الاستثمار، الاتصالات، السلع الاستهلاكية، الصناعي بشكل خاص بتوزيع الأرباح المحققة خلال سنوات عملها على المساهمين، نظراً لأن تلك الأرباح الموزعة لها تأثير إيجابي ودال إحصائياً في القيمة السوقية لأسهم الشركات. فكلما كانت القيمة السوقية للأسهم أكبر كلما كان ذلك دلالة على تحقيق الهدف الأساسي للشركة وهو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد. كما أن توزيع الأرباح بشكل دوري يسهم في تحفيز المستثمرين في التوجه نحو تلك الشركات التي تقوم بتوزيع أرباحها بدلاً من الشركات التي تميل لاحتجاز الأرباح بشكل أكبر.
2. عدم التركيز على التغيرات التي تحدث في كمية وحجم الأرباح الموزعة خلال سنوات العمل، حيث أن وجود انخفاض أو ارتفاع في قيمة الأرباح الموزعة لم يكن ذا تأثير في القيمة السوقية للسهم. وبالتالي يمكن لجميع الشركات أن تركز على ضرورة توزيع أرباح - بمقدار معين - كل سنة وبما يتناسب مع أرباحها وقدراتها دون التركيز على تحديد مقدار ثابت أو متزايد لتلك التوزيعات.
3. إجراء دراسات مستقبلية لذات المتغيرات مع أخذ متغيرات أخرى وسيطة أو ضابطة غير نوع القطاع مثل: حجم الأصول، العمر الزمني، التدفقات النقدية وغيرها.

4. إجراء دراسات مستقبلية في دول أخرى والتعرف على طبيعة العلاقة والأثر بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية في شركات تلك البلدان، وفيما إذا كانت هنالك متغيرات قومية مثل حجم الدخل القومي، الناتج المحلي، النمو وغيرها تؤثر في نتائج تلك الدراسات.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

الكتب:

1. حماد، طارق عبد العال، (2008)، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
2. الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال، (2002)، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
3. الحناوي، محمد صالح، وسلطان، إبراهيم، والعبد، جلال، (2002)، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
4. حنفي، عبد الغفار، (2002)، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر.
5. حنفي، عبد الغفار، (2003)، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر.
6. حنفي، عبد الغفار، وقرياقص، رسمية، (2002)، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، القاهرة، مصر.
7. العامري، محمد علي، (2010)، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
8. عبد الرحيم، عاطف، (2008)، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
9. فضلية، عابد & خضور، رسلان، (2010)، "التحليل الاقتصادي الجزئي"، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دمشق، سورية.
10. مرعي، عبد الحي، (1993)، "المحاسبة المالية المتقدمة"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر.
11. النعيمي عدنان تايه، الساقى سعدون مهدي، (2008)، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
12. هندي، منير إبراهيم، (1997)، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.
13. هندي، منير إبراهيم، (1998)، "الفكر الحديث في مصادر التمويل"، دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
14. هندي، منير إبراهيم، (1999)، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
15. هندي، منير إبراهيم، (2003)، "الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة الرابعة، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.

16. هندي، منير إبراهيم، (2003)، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.

المقالات والرسائل الجامعية:

1. أبو الرب، أنور & الظاهر، مفيد، (2006)، "أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 8.
2. البراجنة، أمجد إبراهيم، (2009)، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من قيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
3. بكاري، بلخير (2009)، "أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.
4. بن الضب، علي، (2009)، "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 - 2009"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
5. جبار، محفوظ، (2011)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003 - 2011"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التنسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر.
6. حمدان، علاء محمد موسى، (2014)، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي" المجلة الأردنية في عالم الأعمال، المجلد 10، العدد 1، ص ص. 63 - 81.
7. الدبعي، مأمون & أبو نصار، محمد (2001)، "هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة؟"، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 28، العدد 1، عمان، الأردن، ص ص. 410 - 431.
8. الذهبي، خالد، (1997)، "استراتيجيات التعامل بالأسهم وتطبيقاتها على الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي"، مجلة المساهم، العدد الثالث، عمان، الأردن.
9. الظاهر، مفيد، (2003)، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي: دراسة تطبيقية من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"، مجلة جامعة بيت لحم، العدد 22، فلسطين، ص ص. 16 - 28.
10. الظاهر، مفيد، (2011)، "تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثالث والعشرون، القدس، فلسطين، ص ص. 116 - 136.
11. عايش، أيمن، (2016)، "أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين.
12. عبد القادر، بريس، (2013)، "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، الجزائر، ص ص. 12 - 22.

13. قنون، عبد الحق، (2013)، "دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011-2012"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.
14. مختار، محمد الحافظ عبد الصمد، (2006)، "تأثير سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
15. نمر، محسن، (1997)، "توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات"، مجلة المساهم، العدد الثالث، عمان، الأردن، ص 7 - 23.
16. نور، عبد القادر، والفضل، مؤيد، (2003)، "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم"، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 30، عمان، الأردن.
17. نور، عبد الناصر إبراهيم، (2003)، "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والتجارة، المجلد 17، العدد 1، المملكة العربية السعودية، ص 41 - 67.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

الكتب:

1. BAKER, Kent, (2009), "Dividends and Dividend Policy", John Wiley & sons. Inc - New Jersey, USA.
2. Damodaran, Aswath, (2006), "Finance enterprise: Theory and practise, 2nd Edition, Willey Finance, New York, USA.
3. Ehrhardt, Michael & Brigham, Eugene, (2011), "Financial Management: Theory and practice" 13th Edition, South - Western, Cengage Learning, Mason, USA.
4. Miller, Merton & Rock, Kevin, (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", The Journal of Finance, Vol. XL, No. 4, Wiley online library.
5. Moyer, R. C., McGuigan, J. R. & Kretlow, W. J. (1995), "Contemporary financial management", New York, West Publishing Company.
6. Myers. S, Brealey. R & Allen. F, (2006), "Principle of Financial Management", Pearson. Inc - New Jersey, USA.
7. Ross, S. A., Jaffe, J. F. & Westerfield, R. (1999), "Corporate finance", London, McGraw-Hill.

المقالات والرسائل الجامعية:

1. Adediran, S.A., & Alade, S.O. (2013), "The Impact of Environmental Accounting on Corporate Performance in Nigeria", *An European Journal of Business and Management*, Vol. 5 No. 23, PP. 141 – 151.
2. Ajanthan, Alagathurai, (2013), "Determinants of Capital Structure: Evidence from Hotel and Restaurant Companies in Sri Lanka", *International Journal of Scientific and Research Publications*, Volume 3, Issue 6, PP 1 – 8.
3. Al Troudi, Wasfi, & Milhem, Maysa'a. (2013), "Cash Dividends, Retained Earnings and Stock Prices: Evidence from Jordan", *Institute of Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No. 12, PP. 585 – 599.
4. Alaa, Salih, (2010), "The Effect of dividend policy on market value UK – Empirical Study", Master theses, Durham University, United Kingdom.
5. Al-Shawawreh, Fawaz Khalid, (2014), "The Impact on Dividend policy on share price volatility: Empirical evidence from Jordanian stock market", *European Journal of Business and Management*, Vol.6, No. 38, PP. 133 – 144.
6. Al-Twajjry, Abdulrahman Ali, (2007), "Dividend policy and payout ratio: Evidence from the Kuala Lumpur stock exchange", *The Journal of Risk Finance* (August), PP. 349 – 363.
7. Alzomaia, Turki & Al-Khadhiri, Ahmed, (2013), "Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 4 No. 1, PP. 181 – 192.
8. Amidu, Mohammed & Abor, Joshua, (2006) "Determinants of dividend pay-out ratios in Ghana", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 7 Issue: 2, PP.136–145.
9. Andres, Christian & Betzer, André and Goergen, Marc, (2012), "Dividend Policy, Corporate Control and the Tax Status of the Controlling Shareholder", *Schumpeter Discussion Papers*, Schumpeter School, University of Wuppertal, Germany.
10. Baskin, J. (1989) Dividend policy and the volatility of common stocks. *Journal of Portfolio Management*, 15, PP. 19 – 25.
11. Bhattacharya, S. (1979) Imperfect information, dividend policy, and "The bird in the hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, PP. 259 – 270.

12. Budagaga, Akram, (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*, 2017, 7(2), PP. 370 – 376.
13. Chen, Dar-Hsin & Liu, Hsiang-His and Huang, Cheng-Ting, (2009), "The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China", *Chinese Economy*, Vol. 42, No. 1, PP. 62 – 85.
14. Dasilas, A., Lyroudi, K., & Ginoglou, D. (2008), "Joint effects of interim dividend and earnings announcements in Greece", *Studies in Economics and Finance*, 25(4), PP. 212 – 232.
15. DeAngelo, Harry & DeAngelo, Linda and Skinner, Douglas J., (1996), "Reversal of fortune Dividend signalling and the disappearance of sustained earnings growth", *Journal of Financial Economics*, 1996, vol. 40, issue 3, PP. 341 – 371.
16. Douglas, L., & Frank, B. (2013), "The impact of increased dividend Announcements on stock price: A test of market efficiency". *Proceedings of ASBBS*, Volume 20 Number 1, PP. 664 – 670.
17. EL-Khouri, R. and Almwalla, M., (1997), "The Effect of Dividend Changes on Security Prices: The Case of Jordanian Companies", *Abhath Al Yarmouk*, 13, 1997 (1/B).
18. Erasmus, P, (2012), "The Influence of Dividend Yield and Dividend Stability on Share Returns: Implications for Dividend Policy Formulation". *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(1), PP. 13 – 32.
19. Etemadi, H. & Chalaki, P., (2005), "The relationship between performance and cash dividends in companies listed in Tehran Stock Exchange during 1998–2002", *Accounting and Auditing Reviews*, Issue 39.
20. Fama, E. F. & French, K. R (2002). Testing trade off and pecking order predictions and dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15, PP 1 – 33.
21. Fama, Eugene F. & Babiak, Harvey, (1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63, No. 324, PP. 1132 – 1161.
22. Goergen, M., Renneboog, L. D. R., & Correia Da Silva, L. (2004), "Dividend Policy of German Firms". (CentER Discussion Paper; Vol. 2004–122). Tilburg: Finance.
23. Gordon, M.J (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, May, PP. 264 – 272.

24. Hashemijoo, M., Mahdavi Ardekani, A., & Younesi, N., (2012), "The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market". *Journal of business studies quarterly*, 4(1), PP. 111 – 129.
25. HO, H 2003, "Dividend policies in Australia and Japan", *IAER*, May, Vol. 9, No. 2.
26. Howe, John S. & Shen, Yang-pin, (1998), "Information Associated with Dividend Initiations: Firm-Specific or Industry-Wide?", *Financial Management*, Vol. 27, No. 3.
27. Hussainey, K. & Mgbame, C. O., & Chijoke, A. M., (2011), "Dividend policy and share price volatility: UK evidence", *Journal of Risk Finance*, 12(1), PP. 57 – 68.
28. Jensen M.C. & Meckling W.H., (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, October, PP. 305 – 360.
29. Jensen, Gerald R. & Johnson, Robert R., (1995), "Discount rate changes and security returns in the U.S., 1962-1991", *Journal of Banking & Finance*, 1995, vol. 19, issue 1, PP. 79 – 95.
30. Kajola, et al, (2015), "Dividend Pay-Out Policy and Firm Financial Performance: Evidence from Nigerian Listed Non-Financial Firms", *International Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom*, Vol. III, Issue 4.
31. Kandpal, Vinay & Kavidayal, P.C, (2015), "A Study Of Dividend Policy And Its Effect On Market Value Of Shares Of Selected Banks In India", *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, Volume 17, Issue 1.Ver. I (Jan. 2015), PP. 41– 44.
32. Kania, SL and Bacon, FW 2005, „What factors motivate the corporate dividend decision? *American Society of Business and Behavioural Sciences E-Journal*, Vol. 1, No. 1.
33. Khan, K. I., Aamir, M., Qayyum, A., Nasir, A., & Khan, M. I., (2011), "Can dividend decisions affect the stock prices: A case of dividend paying companies of KSE", *International Research Journal of Finance and Economics*, 76(68), PP. 69 – 74.
34. Kumar, Jayesh, (2003), "Corporate Governance and Dividends Pay-out Shares of Selected Banks In India", *Journal of Emerging Market Finance* 5(1).
35. Lintner, J (1962), "Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations", *Review of Economics and Statistics*, August, PP. 243-269.

36. Majanga, Byson B., (2015), "The Dividend Effect on Stock Price—An Empirical Analysis of Malawi Listed Companies", *Accounting and Finance Research*, Vol. 4, No. 3, PP. 99 – 105.
37. Malitz, Illeen B. & Sefcik, Stephan E., and Long, Michael S., (1994), "An Empirical Examination of Dividend Policy Following Debt Issues", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 29, No. 1, PP. 131 – 144.
38. Malkawi, H. N (2007). *Dividend policy of publicly quoted companies in emerging markets: the case of Jordan*. Doctoral Thesis, School of Economics and Finance, University of Western Sydney, Sydney.
39. Michael, Oyinlola, Olabisi & Benson, Ajeigbe, Kola, (2014), "The impact of dividend policy on stock prices of Quoted firms in Nigeria", *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. II, Issue 9, PP. 1 – 17.
40. Miller, M. H & Modigliani, F (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34, 411–433.
41. Miller, M. H and Rock, K (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
42. Miller, M. H. & Scholes, M. S. (1982) Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90, PP. 1118 – 1141.
43. Okafor, C.A., Mgbame, C.O. and Chijoke–Mgbame, A.M. (2011). "Dividend Policy and Share Price Volatility in Nigeria". *JORIND*, 9(1), 202–210. Available at <http://www.transcampus.org/journals> or <http://www.ajol.info/journals/jorind>.
44. Okpara, Godwin, (2010), "Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence from Nigeria", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 4, PP. 212 – 220.
45. Om, Hari & Goel, Sonal, (2017), "Impact of Dividend Policy on Stock Behaviour of Selected Companies: A Study of Listed Companies In BSE Exchange Introduction", *International Refereed Research Journal*, Vol.– VIII, Issue –3(6), PP. 37 – 43.
46. Peter w. Ndirangu, (2014), "The effect of dividend policy on future financial performance of firms listed at the Nairobi securities Exchange", Master Thesis, school of business, University of Nairobi.
47. Peter, L. B. (1996) Dividends: The puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9,

48. Pettit, Justin, (2007), "STRATEGIE CORPORATE FINANCE: Applications in valuation and capital structure", John Willy & Sons. Inc. New Jersey, PP. 16 – 22.
49. Profilet, Kyle A. & Bacon, Frank W., (2013), "Dividend Policy and Stock Price Volatility in the U.S. Equity Capital Market", Proceedings of ASBBS, Volume 20 Number 1, PP. 219 – 231.
50. Pruitt, Stephen & Gitman, Lawrence, (1991), "The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms", The Financial Review, 1991, vol. 26, issue 3, PP. 409 – 430.
51. Rant, Uwuigbe Olubukunola, (2013), "Determinants of Dividend Policy: A Study of Selected Listed Firms in Nigeria", Manager Journal, Vol. 17, issue 1, PP. 107 – 119.
52. Redding, Lee S., (1997), "Firm Size and Dividend Pay-outs", Journal of Financial Intermediation, 1997, vol. 6, issue 3, PP. 224 – 248.
53. Ronny, Manos, (2001), "Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets; A thesis of PHD; Department of Accounting and Finance; University of Birmingham.
54. Rozeff, Michael S., (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 3, PP. 249 – 259.
55. Saeidi, Parviz & Khandoozi, Bozorgmehr, (2011), "Dividend Policy and Share Price: Evidence from Hong Kong Listed Company", Global Business and Management Research: An International Journal, Vol. 3, No. 2, PP. 136 – 140.
56. Shah, Syed Akif & Noreen, Umara, (2016), "Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan", International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 6, issue 2, PP. 461 – 472.
57. Sharif, Ilyas & Ali, Adnan and Jan, Farzand, (2015), "Effect of Dividend Policy on Stock Prices", Journal of Management Info Vol. 4, No. 1, PP. 19 – 28.
58. Shleifer, Andrei & Vishny, Robert & Rafael, W La Porta and de-Silanes Lopez, (2000). "Agency Problems and Dividend Policies Around the World." Journal of Finance 55 (1): PP. 1 – 33.
59. Slonski, Tomasz & Zawadzki, Bartosz, (2012), "The impact of a surprise dividend increases on a stock's performance – the analysis of companies listed on the

- Warsaw Stock Exchange”, Operations Research and Decisions, Wroclaw University of Technology, Institute of Organization and Management, vol. 2, PP. 45 – 54.
60. Walter, J. E. (1963) Dividend policy: Its influence on the value of the enterprise. The Journal of Finance, 18, PP. 280 – 291.
61. Yiadom, E.M. and Agyei, S. K., (2011). “Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, PP. 99 – 106.
62. Yilmaz, Altioek & Selcuk, Akben, (2010), “Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange”. International Business Research, 3(3), PP. 126 – 132.
63. Zhou, Ping & Ruland, William, (2006), “Dividend Payout and Future Earnings Growth”, Financial Analysts Journal, Vol. 62, No. 3, PP. 58 – 69.

الملاحق

أولاً - تطور حصة السهم من توزيعات الأرباح وسعر السهم للشركات عينة الدراسة

الشركة	السنة	سعر السهم	الأرباح الموزعة	عدد الأسهم	حصة السهم من التوزيعات	طبيعة التوزيعات
أبوظبي الوطنية للطاقة TAQA	2007	2.631	207,500	4,150,000	0.0500	-
	2008	2.896	415,000	5,012,000	0.0828	1
	2009	1.526	933,000	6,130,000	0.1522	1
	2010	1.254	592,000	6,225,000	0.0951	(1)
	2011	1.307	607,000	6,225,000	0.0975	1
	2012	1.268	607,000	6,225,000	0.0975	0
	2013	1.318	1,307,000	6,225,000	0.2100	1
	2014	1.186	0	6,066,000	0.0000	(1)
	2015	0.648	0	6,066,000	0.0000	0
	2016	0.520	0	6,066,000	0.0000	0
شركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء BILDCO	2007	3.797	71,250,000	300,000,000	0.2375	-
	2008	3.655	42,750,000	300,000,000	0.1425	(1)
	2009	2.214	57,000,000	300,000,000	0.1900	1
	2010	1.934	42,750,000	300,000,000	0.1425	(1)
	2011	1.337	14,250,000	300,000,000	0.0475	(1)
	2012	0.740	0	300,000,000	0.0000	(1)
	2013	0.731	0	300,000,000	0.0000	0
	2014	1.165	0	300,000,000	0.0000	0
	2015	0.617	10,286,757	300,000,000	0.0343	1
	2016	0.489	10,237,180	300,000,000	0.0341	(1)
شركة اسمنت الاتحاد UCC	2007	4.486	99,914,000	554,000,000	0.18	-
	2008	4.328	83,160,000	637,560,000	0.13	(1)
	2009	1.973	63,756,000	669,438,000	0.10	(1)
	2010	1.483	64,257,000	669,438,000	0.10	0
	2011	1.164	53,176,000	669,438,000	0.08	(1)

(1)	0.00	669,438,000	0	0.925	2012	شركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية SCIDC
1	0.09	669,438,000	60,249,000	1.102	2013	
(1)	0.08	669,438,000	53,555,000	1.481	2014	
1	0.10	669,438,000	66,944,000	1.195	2015	
1	0.12	669,438,000	80,333,000	1.197	2016	
-	0.2337	469,603,000	109,767,000	4.124	2007	
1	0.4673	502,689,047	234,902,000	5.175	2008	
(1)	0.2500	502,689,047	125,672,000	1.926	2009	
(1)	0.0909	552,957,951	50,269,000	1.198	2010	
(1)	0.0500	552,957,951	27,648,000	0.673	2011	
(1)	0.0433	552,957,951	23,921,000	0.729	2012	
1	0.0481	552,957,951	26,576,000	1.018	2013	
1	0.0703	552,957,951	38,850,000	1.229	2014	
1	0.0957	552,957,951	52,921,000	1.067	2015	
(1)	0.0714	552,957,951	39,485,000	0.998	2016	
-	0.0850	582,554,000	49,520,000	1.999	2007	
1	0.0861	641,042,000	55,222,000	2.275	2008	
(1)	0.0523	685,915,000	35,899,000	1.549	2009	
1	0.0647	713,352,000	46,137,000	1.802	2010	
1	0.1116	713,352,000	79,586,000	2.064	2011	
(1)	0.0824	784,687,000	64,643,000	2.852	2012	
1	0.0958	863,156,000	82,670,000	3.098	2013	
(1)	0.0842	1,000,000,000	84,241,000	3.177	2014	
1	0.1429	1,050,000,000	150,000,000	2.669	2015	
(1)	0.1064	1,092,000,000	116,200,000	4.868	2016	
-	0.1000	192,720,000	19,272,000	3.314	2007	شركة أبوظبي لبناء السفن ADS
0	0.1000	192,720,000	19,272,000	4.715	2008	
(1)	0.0909	211,992,000	19,272,000	3.531	2009	
1	0.1000	211,992,000	21,199,000	3.380	2010	
(1)	0.0500	211,992,000	10,600,000	2.158	2011	

(1)	0.0433	211,992,000	9,185,000	1.193	2012	شركة الفجيرة لصناعة البناء FBI
(1)	0.0002	211,992,000	34,000	1.371	2013	
1	0.0836	211,992,000	17,723,000	3.037	2014	
(1)	0.0003	211,992,000	57,000	2.501	2015	
1	0.1482	211,992,000	31,423,000	1.307	2016	
-	0.0000	100,000,000	0	2.039	2007	
1	0.0870	115,000,000	10,000,000	3.738	2008	
1	0.0909	126,500,000	11,500,000	2.975	2009	
1	0.1200	126,500,000	15,180,000	3.945	2010	
(1)	0.0600	126,500,000	7,590,000	2.620	2011	
(1)	0.0000	126,500,000	0	2.010	2012	
0	0.0000	126,500,000	0	1.398	2013	
0	0.0000	135,987,500	0	1.518	2014	
0	0.0000	135,987,500	0	1.593	2015	
0	0.0000	135,987,500	0	3.146	2016	
-	0.1653	86,400,000	14,285,734	3.852	2007	
(1)	0.1407	86,400,000	12,153,421	4.020	2008	
(1)	0.1293	86,400,000	11,170,104	1.979	2009	
1	0.1330	86,400,000	11,491,520	1.902	2010	
(1)	0.1194	86,400,000	10,313,282	1.611	2011	
(1)	0.0667	86,400,000	5,760,255	1.262	2012	
(1)	0.0395	86,400,000	3,409,464	1.351	2013	
1	0.0488	86,400,000	4,219,429	1.660	2014	
1	0.0856	86,400,000	7,399,754	1.712	2015	
1	0.0988	86,400,000	8,537,557	2.788	2016	
-	7.7500	100,000,000	775,000,000	233.194	2007	شركة أريد ORDS
(1)	1.3636	146,666,700	200,000,000	192.437	2008	
1	4.5000	146,666,700	660,000,000	122.743	2009	
(1)	3.1500	146,666,700	462,000,000	160.296	2010	
1	4.1667	176,000,000	733,333,000	152.109	2011	

(1)	1.4786	504,033,000	745,260,000	121.602	2012	
1	3.7286	504,033,000	1,879,350,000	123.188	2013	
(1)	3.6774	504,033,000	1,853,520,000	139.323	2014	
1	4.0000	320,320,000	1,281,280,000	95.396	2015	
(1)	3.0000	320,320,000	960,960,000	86.38	2016	
-	1.5031	744,929,500	1,119,732,744	8.306	2007	
(1)	0.6507	893,915,400	581,665,743	6.820	2008	
(1)	0.2016	893,915,400	180,224,114	4.542	2009	شركة
(1)	0.0483	893,915,400	43,202,036	2.528	2010	مجموعة
1	0.0595	1,081,637,634	64,386,333	1.665	2011	سوداتل
1	0.1060	1,124,903,139	119,271,803	1.093	2012	المحدودة
(1)	0.0000	1,124,903,139	0	1.081	2013	للاتصالات
0	0.0000	1,124,903,139	0	1.077	2014	SUDATEL
0	0.0000	1,210,677,005	0	0.677	2015	
0	0.0000	1,210,677,005	0	0.527	2016	
-	0.0621	2,223,096,729	138,000,000	6.822	2007	
1	0.0900	2,577,894,735	232,096,000	9.767	2008	
1	0.1250	2,577,894,735	322,237,000	4.157	2009	
(1)	0.0488	2,577,894,735	125,738,000	3.190	2010	شركة الدار
(1)	0.0002	4,085,129,096	824,000	1.358	2011	العقارية
1	0.0489	4,085,129,096	199,705,000	1.165	2012	ALDAR
(1)	0.0271	7,862,629,603	213,114,000	2.099	2013	
1	0.0682	7,862,629,603	536,118,000	3.542	2014	
1	0.0876	7,862,629,603	688,400,000	2.516	2015	
1	0.1072	7,862,629,603	843,048,000	2.318	2016	
-	0.0965	300,000,000	28,962,960	2.394	2007	شركة ام
1	0.1252	330,000,000	41,318,620	2.598	2008	القيوين
(1)	0.0028	363,000,000	1,034,071	0.870	2009	للاستثمارات
(1)	0.0023	363,000,000	844,507	0.711	2010	العامة
1	0.0055	363,000,000	2,010,120	0.654	2011	QIC

1	0.0580	363,000,000	21,049,257	0.802	2012		
(1)	0.0540	363,000,000	19,602,632	1.121	2013		
1	0.0630	363,000,000	22,853,971	1.329	2014		
1	0.0690	363,000,000	25,060,076	1.131	2015		
(1)	0.0010	363,000,000	357,265	0.843	2016		
-	0.2000	100,000,000	20,000,000	5.232	2007		المؤسسة الوطنية للسياحة والفنادق NCTH
0	0.2000	100,000,000	20,000,000	10.937	2008		
(1)	0.1000	100,000,000	10,000,000	5.997	2009		
1	0.5763	110,000,000	63,390,780	7.898	2010		
(1)	0.5146	165,000,000	84,912,412	6.195	2011		
(1)	0.3981	200,000,000	79,611,981	5.670	2012		
1	0.4032	240,000,000	96,775,485	6.566	2013		
(1)	0.2414	480,000,000	115,865,271	7.607	2014		
(1)	0.2084	540,000,000	112,540,299	5.062	2015		
(1)	0.1511	567,000,000	85,661,470	3.809	2016		
-	0.1673	169,000,000	28,274,000	4.701	2007	شركة الجرافات البحرية الوطنية NMDC	
(1)	0.1113	200,000,000	22,262,000	9.336	2008		
1	0.4955	200,000,000	99,105,000	7.601	2009		
(1)	0.4872	216,773,000	105,615,000	8.468	2010		
(1)	0.4725	227,849,000	107,660,000	10.643	2011		
(1)	0.4204	227,849,000	95,789,000	9.892	2012		
1	0.5454	227,849,000	124,266,000	9.238	2013		
(1)	0.2945	250,000,000	73,620,000	8.258	2014		
(1)	0.2907	250,000,000	72,680,000	5.158	2015		
1	0.5041	250,000,000	126,033,000	1.142	2016		

ثانياً - لمحة عن الشركات عينة الدراسة.

- أبوظبي للطاقة:

شركة "طاقة" هي شركة عالمية تتخذ من أبوظبي، عاصمة دولة الإمارات العربية المتحدة، مقراً لها، تأسست في منتصف عام 2005، وتمارس نشاطاتها في 11 بلداً تتوزع على أربع قارات، كما أنها مدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية.(ADX:TAQA) منذ العام 2006.

تسعى الشركة لتوفير الطاقة اللازمة من أجل النمو والتطور والمساهمة في تحقيق التقدم الاجتماعي والاقتصادي في المجتمعات التي نعمل فيها. فغايتها لا تقتصر على تطوير أعمالها وتحقيق الربح المادي وحسب، بل إنها تشمل جوانب أخرى تتمثل في تحقيق الفائدة المستدامة والالتزام بأرفع المعايير الأخلاقية.

كما أنها تعزز بتطبيق استراتيجية متوافقة مع رؤية أبوظبي الاقتصادية 2030، التي تعد خارطة طريق لتحقيق اقتصاد مستدام قائم على المعرفة ولهذه الغاية استحدثنا في مطلع العام 2012 قطاع حلول الطاقة الذي يتولى مسؤولية مبادرات الشركة المتعلقة بالطاقة البديلة والمستدامة وزيادة كفاءة الطاقة. فالشركة تسعى لتكريس اسم "طاقة" كشركة تقوم على التقنية وتشجع الابتكار.

تشمل أنشطة الشركة كلاً من إنتاج الكهرباء وتحلية المياه، والتقيب عن النفط والغاز وإنتاجهما ونقلهما، بالإضافة إلى تخزين الغاز. وتنتشر عملياتها في كل من: دولة الإمارات العربية المتحدة، وكندا، وغانا، والهند، والعراق، والمغرب، وهولندا، وسلطنة عُمان، والمملكة العربية السعودية، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية.

- أبوظبي لمواد البناء:

شركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء (BIDLCO) هي شركة وطنية مساهمة عامة، التي أنشئت من قبل المواطنين المعروفة الاشتراك في أسهمها تخدم صناعة البناء والتشييد في البلاد منذ أوائل السبعينات.

يقع المخزن الرئيسي بلدكو في المصفح الكورنيش، وآخر في ميناء حر، ووحدة في ميناء زايد. تم تجهيز كل من هذه المحلات مع أحدث الآلات الثقيلة لمعالجة الصلب والخشب ومختلف مواد البناء الأخرى.

موظفو الصناعة التحويلية في BIDLCO تتكون من مجموعة من المديرين التنفيذيين المؤهلين تأهيلاً عالياً والفنيين المتخصصين في مختلف المجالات.

شركة أبوظبي الوطنية لمواد البناء، الشهيرة المعروفة باسم بلدكو، هي واحدة من أبرز المصنعين والتجار من مجموعة واسعة من مواد البناء عالية الجودة في الإمارات، ويقدم أيضاً قطع الصلب والخدمات الانحناء. أكثر من ثلاثة عقود، وقد بلدكو المساعدة على بناء رؤية دولة الإمارات العربية المتحدة.

تأسست تحت بلدكو "المرسوم الأميري رقم (5) عام 1974، وبلدكو هو شركة مساهمة عامة (شركة مساهمة عامة) المدرجة في سوق أبوظبي الأمن. منذ تأسيسه، ساهم بلدكو بشكل كبير في نمو وبناء البنية التحتية في دولة الإمارات العربية المتحدة، وكسب سمعة لا مثيل لها كشركة مبتكرة وذات جودة واعية.

خلال السنوات القليلة الماضية، سجلت BIDLCO نمواً هائلاً، مع أرباحها والاحتياجات، ورفعت رأسمالها إلى 300 مليون درهم.

مهمة بلدكو هي الحفاظ على مستوى عالٍ من الأخلاق في تسيير أعمالها. لخدمة احتياجات العملاء أفضل من توقعاتهم. لحماية البيئة والحفاظ على الموارد الطبيعية البلد، لخدمة مواطنين مسؤولين والمجتمع والأمة وتزدهر وتنمو من خلال الوفاء باحتياجات العملاء والتركيز على الجودة.

- اتصالات قطر:

تعتبر أكبر شركة للاتصالات في قطر، وتأتي في طليعة الشركات التي توفر الدعم للرياضة والمؤسسات الخيرية والإنسانية وطرح المبادرات المجتمعية في قطر. كما أنها تسعى دائماً للمساعدة في تحقيق أقصى تطلعات لزيائنها.

كانت الشركة تعرف باسم "اتصالات قطر (كيوتل)"، غير أنها أطلقت في مارس 2013 علامة تجارية جديدة هي Ooredoo، واسمها الجديد مأخوذ من كلمة "أريد" باللغة العربية، وهو يعكس فلسفة ورؤية الشركة باعتبارها شركة اتصالات تسعى لتمكين عملائها الذين يضعون ثقتهم بها من تحقيق أهدافهم وتطلعاتهم، وهي على استعداد لمساعدتهم على مدار الساعة طوال أيام الأسبوع.

الشركة فعلياً موجودة في قطر منذ تركيب أول مقسم هاتف في 1949. وأخذت تخطو بخطى راسخة، عاماً تلو آخر لنتمكن من توفير خدمات ومنتجات الاتصالات الجواله والبرودباند والألياف الضوئية والرقمية لعملائها من الأفراد والشركات.

أما الآن، فإن الشركة تولي قدر كبير من اهتمامها لتوفير أفضل خدمات الاتصالات المبتكرة في المنطقة. ويشمل ذلك خدمات الجيل الرابع G4 فائقة السرعة للإنترنت الجوال، والخدمات المصرفية عبر الجوال "خدمات Ooredoo المالية"، وشبكة الألياف الضوئية المنزلية، والجيل القادم من خدمة موازيك تي في، بالإضافة إلى مجموعة واسعة من الخدمات المخصصة للمؤسسات الكبيرة والشركات الصغيرة.

يقع مقر Ooredoo بالعاصمة القطرية الدوحة، وهي مملوكة بالكامل لمجموعة Ooredoo اتصالات قطر (كيوتل) ش. م. ق، والشركة ملتزمة التزاماً كاملاً بدعم رؤية قطر الوطنية 2030 لجعل قطر من أفضل بلدان العالم في مجال الاتصالات، وتم إدراج أسهمها في سوق أبوظبي للأوراق المالية في منتصف عام 2001.

- اسمنت الاتحاد:

شركة أسمنت الاتحاد (UCC) هي أول منتج للإسمنت تأسست في دولة الإمارات العربية المتحدة. انها انشئت في عام 1972 في خور Kwair المنطقة الصناعية وبدأ الإنتاج مع السطر الأول في عام 1975 تحت إدارة "Norcem AS"، عضو سهم Heidelberg Cement المجموعة. بدأ السطر الثاني في عام 1977 تليها ثالث في 1979. في عام 2006 بتكليف UCC معلماً في "مصنع 4"، فرن 10,000 طن يوميا إنتاج الكلنكر أن زيادة الطاقة الإنتاجية من الكلنكر UCC

1،4-2،5 مليون طن متري سنوياً. وعلاوة على ذلك؛ في مصانع الاسمنت 2007 و 5 و 6 ساهمت أيضاً لتضيف ما يصل سعة طحن الشركة إلى 4.8 مليون طن متري سنوياً، وهذا جعل UCC أكبر منتج للإسمنت في دولة الإمارات العربية المتحدة

اعتباراً من عام 2008، اتخذت الإدارة المحلية على إدارة الشركة بما يتماشى مع استراتيجية طويلة الأجل تحدد مدى السنوات الـ 33 الماضية. اليوم، مواطني دولة الإمارات تمثل 22% من موظفي الشركة.

UCC، مع مجموعة واسعة من المنتجات، والأسمنت البورتلاندي العادي، منخفض، معتدل وارتفاع كيريتات اسمنت مقاومة وأسطول ناقلة الصب الخاص بها، مستعدة لتلبية متطلبات جميع أنواع الاسمنت لصناعة البناء في الإمارات العربية المتحدة

UCC هو الوحيد المنتج آبار النفط الإسمنت في دولة الإمارات العربية المتحدة منذ عام 1980 عندما اسمنت الاتحاد Norcem شركة (UCN) تأسس بالاشتراك مع Norcem AS من سهم Heidelberg Cement المجموعة لتسويق وبيع معهد البترول الأمريكي (API) شهادة الاسمنت آبار النفط التي يتم إنتاجها في مصنع اسمنت الاتحاد. UCN يقضي الاماراتي صناعة النفط على مدى السنوات الـ 28 الماضية مع "Norwell" العلامة التجارية اسمنت آبار النفط.

UCC على شهادة ISO 9000 لعام 1994 والشركة المصنعة الأسمت الأولى في منطقة الشرق الأوسط. في عام 1980، وأضاف UCC API المواصفات وشهادة Q1 في عام 2000، وأضاف شهادة ISO 14001 تماشياً مع تفاعليها للبيئة.

بالإضافة إلى السوق المحلية، مع قربها من ميناء صقر، UCC هو في الوقت نفسه في موقف مفيد جداً لوجستياً لخدمة الأسواق في الخليج والشرق الأوسط وشرق أفريقيا.

- الجرافات البحرية الوطنية:

تأسست شركة الجرافات البحرية الوطنية (الجرافات البحرية) في عام 1976 بوصفها شعبة الحفر لشركة بترول أبوظبي الوطنية (أدنوك). وقد اتخذ قرار "الأميري" لتشكيل شركة الحفر مستقلة

تقدم تقاريرها إلى مجلس الإدارة الخاص بها. الجرافات البحرية وهكذا تأسست وبدأت التداول في عام 1979.

تعتبر شركة وطنية في أبوظبي عاصمة دولة الإمارات العربية المتحدة، مسجلة كشركة تجارة شركة مساهمة عامة في بورصة أبوظبي، مع سجل مدفوع القيمة الرأسمالية لل 227848502 درهم (الدرهم الإماراتي مائتان سبعة وعشرين مليون وثمانمائة وأربعين ثمانية آلاف، خمسمائة اثنان فقط). تمتلك حكومة أبوظبي 35.11% من الشركة، وتمتلك 12.22% Tasameem، شركة الخزنة للتأمين تمتلك 7.80%، والمساهمة العامة هي 44.87%. (تتكون المساهمين العام للمواطنين والأجانب؛ مع عتبة أقصاها 5% محفوظة للأجانب).

نمت عمليات التحريف لدى الشركة إلى المستوى الذي حققناه 1.17 مليار متر مكعب على المشاريع بحلول نهاية 2011. الجرافات البحرية نمت في مبيعاتها من 1.7 مليار درهم في عام 2009 إلى 3.1 مليار درهم في 2012. الرؤية طويلة من سمو الشيخ زايد ودعم الحاضر واسعة من حكومة أبوظبي من خلال صاحب السمو الشيخ خليفة، وخبرة ممتازة من القوى العاملة الجرافات البحرية اكتسبت خلال السنوات الماضية أعطت الجرافات البحرية القدرة التنافسية لتكون في أعلى ثلاث شركات الحفر والبناء البحري في الشرق الأوسط.

- الخليج للصناعات الدوائية:

جلفار هو انعكاس حقيقي للتطور كبير في رأس الخيمة. تأسست في عام 1980 بتوجيهات من صاحب السمو الشيخ صقر بن محمد القاسمي، وضعنا أنفسنا كشركة رائدة في إنتاج وتوزيع المنتجات الصيدلانية.

هدفنا هو خلق الأدوية عالية الجودة مع الحفاظ على تكلفة تنافسية. يمكننا تحقيق ذلك من خلال شبكة من اثنتي عشرة مصانع على مستوى عالمي (مع مزيد من التوسع المخطط له) وشبكة لوجستية موثوقة والتي تغطي خمس قارات.

نحافظ على مجموعة من المنتجات المتنوعة التي تستهدف شرائح العلاجية الرئيسية بما في ذلك أمراض الغدد الصماء، ومكافحة العدوى، القلب والأوعية الدموية والجهاز الهضمي، والإفراط في العداد، أمراض الكلى والأمراض الجلدية والجهاز التنفسي والأبيض وحرق وإدارة الجروح. تسليط الضوء على التزامنا لإدارة مرض السكري في المنطقة، قمنا أيضا أن تصبح الشركة الوحيدة في الشرق الأوسط لإنتاج المواد الخام اللازمة لصنع الأنسولين من خلال تقسيمنا مخصصة لمرض السكري.

مع أكثر من 800 من المنتجات في مختلف أشكال الدواء وأكثر في خط الانابيب، جلفار هو مثال على واحدة من الشركات المحلية في الإمارات العربية المتحدة إحداث تأثير ملموس على الساحة العالمية.

- الدار العقارية:

شركة الدار العقارية مقرها أبوظبي هي واحدة من أكبر شركات التطوير في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، مع أكثر من 12 مليار دولار من الأصول. وقد وضعت الشركة بعض من المشاريع في أبوظبي الأكثر شهرة ومعقدة، من الفورمولا 1 على جزيرة ياس مرافق للمجتمع شمس أبوظبي الجديد المزدهر في جزيرة الريم. محفظة ممتلكاتها هي متنوعة ومتوازنة، مع المجتمعات السكنية يمثل حوالي نصف أصول وممتلكات التجزئة تمثل الثلث، وتقسيم الباقي بين التجارية والضيافة.

مع بنك الأرض لأكثر من 77 مليون متر مربع، 90 في المائة منها في المناطق الاستثمارية الخاصة، وتركز الدار العقارية على خدمة الطلب المتنامي في دولة الإمارات العربية المتحدة للحصول على جودة عالية والممتلكات تدار باحتراف.

الدار العقارية هي شريك قوي لحكومة أبوظبي، وهو أحد المساهمين الرئيسيين. ويتمشى مع إستراتيجية الأعمال في الإمارة "رؤية 2030" التنوع الاقتصادي وتطوير البنية التحتية الاجتماعية.

- العالمية القابضة لزراعة الأسماك:

أسماك هو الرائد في صناعة تربية الأحياء المائية في المنطقة. مع عمليات واسعة تمتد عبر منطقة دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية والبحرين وسلطنة عمان، وأقامت أسماك عمليات ذات مستوى عالمي مع الامتداد العالمي. تمتلك الشركة مجموعة واسعة من المصالح في صناعة تربية الأحياء المائية والبحرية، بدءاً من المفرخات إلى خدمات تجهيز وتداول والتوزيع. اسماك هو اسم موثوق به في مجال توريد منتجات ذات جودة عالية المأكولات البحرية الطازجة والمجمدة في جميع أنحاء المنطقة. في السنوات الأخيرة، أسماك توسيع محفظتها من المنتجات والخدمات لمنتجات ذات قيمة مضافة والمأكولات البحرية مخبوز التي تباع تحت "أسماك" العلامة التجارية.

اسماك تفخر في إدخال صناعة الاستزراع المائي في المنطقة لإنتاج الأسماك قبالة الساحل. على مر السنين، وقد أنشأت بنجاح أسماك وتشغيل مزارع تربية الأحياء المائية في جميع أنحاء دول مجلس التعاون الخليجي، وهو الى اليوم، وهو رائد في مجال تربية الأحياء المائية في دولة الإمارات العربية المتحدة ومنطقة الشرق الأوسط ككل.

المزارع السمكية البحرية اسماك في الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية يحمل معا قدرة انتاج سنوية تبلغ 2،100 طن متري من جودة عالية fishes..Asmak الطازجة هي أيضاً في عملية إنشاء مزرعة قفص قبالة الشاطئ في جزيرة دلما في الإمارة أبوظبي. والتي عند تشغيلها سوف ينتج 600 طن إضافية من الأسماك المستزرعة سنويا. تمشيا مع التقليد لتكون الأولى، أسماك تعكف أيضاً على وضع نظام إعادة تدوير تربية الأحياء المائية البرية (RAS) مزرعة في إمارة أبوظبي. ومن المقرر المشروع إلى التطوير على مرحلتين: في المرحلة الأولى، فإنه سوف ينتج 2،000 طن متري من الأسماك المستزرعة سنويا. على مرحلة التوسع الثانية، فإن الطاقة الإنتاجية السنوية إلى زيادة 4،000 MT سنويا. التوسع المخطط له، عند اكتماله، سوف تضيف مجموعه 4،600 طن متري من طاقة إنتاجية إضافية سنويا لتصل الطاقة الإنتاجية الإجمالية إلى 6700

طن متري سنويا. مزارع اسماك في منطقة الخليج تنتج الدنيس عالية الجودة البحر ، baramundi ، البطني، الهامور و subaiti بين الأنواع الأخرى.

بالإضافة إلى المزارع السمكية في جميع أنحاء دول مجلس التعاون الخليجي، أسماك أيضا تمتلك وتدير مفرخ الأسماك الزعفرانية في البحرين التي تنتج سنويا 5 ملايين الأحداث، في المقام الأول لتلبية الطلب على المزارع الخاصة بنا. وعلاوة على ذلك مزرعة جديدة نظام RAS، سوف تحتوي على التفريخ لإنتاج 30 مليون الأحداث سنويا لتلبية متطلبات السكان الأصليين من مزارع أسماك، بالإضافة إلى تزويد صغار المزارعين ودعم الحكومة في تحقيق برنامج إعادة التخزين الخاصة بهم. وسوف تشمل منشأة RAS أيضا، والتكنولوجيا الفائقة مركز البحوث والتنمية الحديثة لتطوير أنواع الأسماك الجديدة للزراعة مع التركيز بشكل خاص على الأنواع المحلية.

- أبوظبي لبناء السفن:

تم إنشاء شركة أبوظبي لبناء السفن (ADSB) تماشيا مع رؤية صاحب السمو الشيخ محمد بن زايد (ولي عهد أبوظبي نائب القائد الأعلى للقوات المسلحة) لدينا منشأة عالمية المستوى في أبوظبي لدعم الإمارات العربية المتحدة البحرية. افتتح في عام 1996، ADSB ركزت في البداية على الإصلاحات والتجديدات البحرية وتوسعت تدريجيا خبرتها لتشمل بناء السفن الحربية المتطورة مثل كورفيت بينونة M70.

أبوظبي لبناء السفن تتخصص الآن في بناء وإصلاح والتجديد من البحرية، السفن العسكرية والتجارية. وتفخر الشركة محفظة مؤثرة من مشاريع البناء والتجديد التي تبلغ قيمتها مجتمعة ما لا يقل عن 4 مليارات درهم. وعلاوة على ذلك، يتم الاعتراف على نطاق واسع الشركة لتنفيذ مشاريعها في الصلب، وسبائك الألومنيوم عالية التقنية المواد المركبة وفقا للمعايير الدولية الأكثر صرامة.

الاستفادة، موقع مركزي استراتيجي للغاية في منطقة الخليج العربي، ADSB يتعزز بسرعة مكانتها الرائدة في بناء السفن ودعم المقاول لجميع البحرية، العسكرية ومشغلي التجارية في دول مجلس التعاون الخليجي (GCC).

وقد بنيت ADSB أيضا شبكة عالمية من الشركاء الاستراتيجيين من دول مختلفة، كل عرض مجموعة فريدة من الخبرات المهنية والتقنية التي تكمل قدرات البحرية المتخصصة في أبوظبي لبناء السفن. وقد تم اختيار الشركاء الاستراتيجيين ADSB بعناية للحصول على الخبرة والمعرفة المتخصصة وسمعتها في تصميم وبناء البحرية، السفن العسكرية والتجارية. كشركة مساهمة عامة الإمارات العربية المتحدة، وتقدر أبوظبي لبناء السفن لخدمة ودعم دولة الإمارات العربية المتحدة وبقية المنظمات البحرية العسكرية والتجارية في دول مجلس التعاون الخليجي والمشغلين.

فخورون لخدمة - أبوظبي لبناء السفن، والإمارات العربية المتحدة شركة مساهمة عامة، فخورة بأن تكون الخدمة والدعم لمنظمات مجلس التعاون الخليجي العسكرية والتجارية البحرية والمشغلين.

- رأس الخيمة للدواجن والعلف:

شركة رأس الخيمة للدواجن والعلف - شركة مساهمة عامة (يشار إليها فيما يلي " الشركة الأم") - تأسست في إمارة رأس الخيمة بموجب المرسوم الأميري الصادر عن صاحب السمو الشيخ صقر بن محمد القاسمي حفظه الله حاكم إمارة رأس الخيمة بتاريخ 15 سبتمبر 1976 والمعدل في 15 ديسمبر 1976 ومدة الشركة غير محددة وتبدأ من تاريخ صدور المرسوم الاميري بتأسيسها. قامت الشركة بإنشاء مزرعة لإنتاج الدواجن والبيض وبدأت إنتاجها التجاري من الدجاج اللاحم خلال شهر سبتمبر 1980 ومن البيض خلال سنة 1983.

نشاط الشركة إنشاء وشراء المزارع والمتاجرة بلحوم الدواجن والبيض وإستثمار أموالها بالشكل الذي يعود عليها بالفائدة وكل ما يحقق أغراضها المنصوص عليها في النظام الأساسي.

تمتلك الشركة الأم حصة بواقع 50 % من رأس مال شركة رأس الخيمة للتغليف المحدودة - شركه ذات مسؤولية محدودة - وهي شركه تابعة أسست لاستيراد وصناعة الورق ومشتقاته لإنتاج العبوات الكرتونية، لتشكل شركة رأس الخيمة للدواجن والعلف وشركتها التابعة.

- سوداتل للاتصالات:

مجموعة سوداتل للاتصالات هي إحدى كبرى شركات الاتصالات في المنطقة جاءت لتلبية احتياجات العملاء في السودان وأفريقيا. فمُنذ تأسيسها في 13 سبتمبر 1993، خطت سوداتل بخطوات ثابتة للانتقال من الأسواق المحلية نحو الأسواق العالمية لتضرب مثالا يحتذى في توجهات الدولة نحو سياسة الخصخصة. وتشكل سوداتل جسرا لتلاحق الاتصالات بين العالم العربي وأفريقيا وبقية أرجاء العالم، حيث تصل السودان بالمملكة العربية السعودية عن طريق الكيبل البحري، والسودان بمصر وإثيوبيا عن طريق شبكة الألياف البصرية. ويشارك السودان في كيبل وسط وغرب أفريقيا الذي يمتد من السودان عبر القارة الأفريقية وصولا إلى جنوب أفريقيا.

وتقدم سوداتل خدمات اتصالات متنوعة، وظلت على الدوام ذات قدرة على المنافسة مع الشركات الأخرى. وتعنى سوداتل بتوفير خدمات الهاتف المحمول، والثابت، ونقل الحركة وخدمات البيع بالجملة. تقدم سوداتل خدماتها في مجال نقل الصوت والبيانات والصورة بأحدث التقنيات التي توصل لها العالم في مجال الاتصالات والمعلومات عبر شبكات الجيل الثالث (G3) والجيل التالي (NGN).

وتوسعت خدمات سوداتل لتعمّ المدن والمناطق الريفية، لتشكل بذلك حضورا كبيرا وتغطية واسعة. وتتسجم البنية التحتية لسوداتل وتتكامل جيدا مع كافة عناصر الاتصالات الحديثة سواء فيما يتعلق بشبكات الألياف البصرية أو الشبكات النحاسية واللاسلكية لكي تنطلق كافة هذه الشبكات من قاعدة تقنية مشتركة هي الأفضل والأحدث في مجال الاتصالات.

وتتولى سوداتل حالياً تشغيل أعمال الاتصالات في أربع دول أفريقية غير السودان (موريتانيا، السنغال، غانا، وغينيا) في مجالات الهاتف المحمول، والهاتف الثابت، والإنترنت، وخدمات الساعات العريضة. كما تساهم سوداتل بنسبة 13% في الكيبل البحري لشرق أفريقيا (EASSY) والممتد من بورتسودان الي كيب تاون رابطا 13 دولة في الساحل الشرقي لأفريقيا، وتمتلك نسبة 50% من مشروع الكيبل البحري الأول SAS1 والكيبل البحري الثاني SAS2، وهما مشروعان كبيران لربط حركة الاتصال بين مدينة بورتسودان ومدنية جدة، إضافة لمساهمة سوداتل في الكيبل القاري (ACE) بنسبة 9%

والذي يربط دول الساحل الغربي لأفريقيا والممتد من كيب تاون الي فرنسا، وترتبط سوداتل عبر الألياف الضوئية مع مصر وأثيوبيا.

وتعتبر سوداتل هي الشركة السودانية الأولى التي تدرج في أسواق المال الإقليمية. ففي الرابع من يوليو 1997 تم إدراج سوداتل في سوق الخرطوم للأوراق المالية. وفي السادس من نوفمبر 2000 تم إدراجها في سوق البحرين للأوراق المالية، وفي سوق أبوظبي للأوراق المالية في 31 مارس 2003م. كما تعتبر سوداتل هي الشركة السودانية الأولى في صناديق الاستثمار بالنسبة لشهامة وبنك الاستثمار المالي.

ولسوداتل تعاملات مع مستثمرين من المملكة العربية السعودية، واليمن، وقطر، والبحرين، وإيران، وسلطنة عمان، والأردن، ومع أكثر من 14 مصرفا محليا وإقليميا، ومع أكثر من 80 شركة سودانية وإقليمية.

ومنذ انطلاقتها انفقت سوداتل أكثر من 36 مليون دولار على فعاليات المسؤولية الاجتماعية لتلبية احتياجات مشاريع التعليم والصحة والمياه.

- شركة الشارقة للإسمنت والتنمية:

تأسست الشركة في سنة 1976م. تمتلك الشركة حالياً وتشغل مصنع أسمنت ومصنع أكياس ورق لتعبئة الأسمنت بالإضافة إلى 51.2% من رأسمال مصنع حبال بلاستيكية في إمارة الشارقة. تنتج الشركة ثلاثة أنواع من الأسمنت بالإضافة إلى أسمنت السلاج وجميعها مطابقة للمواصفات البريطانية والأمريكية. تملك الشركة وتشغل محاجرها التي توفر لها المواد الخام اللازمة لإنتاج الأسمنت وحسب التقديرات فإن هذه المحاجر تكفي حاجة الشركة لفترة خمسين سنة قادمة. بلغ رأس الشركة 365.890.069 سهم بقيمة اسمية تعادل واحد درهم للسهم. معظم أسهم رأس المال مملوكة لمواطني دولة الإمارات العربية المتحدة والباقي مملوك لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي. ويتمثل نشاط الشركة الرئيسي في إقامة الصناعات الرئيسية والتكميلية وبالأخص صناعة الإسمنت وتشغيل المصانع وقامت الشركة بإدراج أسهمها في سوق أبوظبي للأوراق المالية في 27/07/2005.

- صناعات إم القيوين:

تأسست الشركة في عام 1982، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج الإسمنت وتسويقه، وهي أصغر شركات الاسمنت العاملة في دولة الامارات وأدرجت الشركة أسهمها في سوق أبوظبي للأوراق المالية في 2005/5/17.