

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين
- دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر
-Nasdaq100

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إشراف:
أ.د. نور الدين محرز

إعداد الطالبة:
نوال غربي

| لجنة المناقشة | | | |
|-------------------|----------------|-----------------|--------------|
| الاسم واللقب | الدرجة العلمية | الجامعة | الصفة |
| عبد الحفيظ عيصر | أستاذ | جامعة جيجل | رئيسا |
| نور الدين محرز | أستاذ | جامعة سوق أهراس | مشرفا ومقررا |
| حياة نجار | أستاذ | جامعة جيجل | مناقشا |
| ريم بنوالة | أستاذ محاضر أ | جامعة جيجل | مناقشا |
| محمد خميسي بن رجم | أستاذ | جامعة سوق أهراس | مناقشا |
| رايح خوني | أستاذ | جامعة بسكرة | مناقشا |

السنة الجامعية: 2024/2023

شكر وتقدير

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا على نعمة التوفيق والسداد التي منّ بها علي لإتمام هذا العمل

من باب الشكر والتقدير:

أتقدم بخالص عبارات الشكر والإمتنان إلى أستاذي المشرف الدكتور "محرز نور الدين" على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى كل النصائح والتوجيهات التي قدمها لي وعلى دعمه الدائم والمستمر، فشكرا جزيلا لك أستاذي الفاضل وبارك الله لك في علمك وجعلها الله في ميزان حسناتك

كما لا يسعني إلا أن أقدم شكري وإمتناني إلى الأستاذين بوميمز فيصل والأستاذ قدام جمال اللذان لم يبخلا عليا بنصائحهما وتوجيهاتهما وعلى رحابة صدرهما، فبارك الله لكما في علمكما

كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والإمتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة كل بإسمه على قبولهم مناقشة وتقييم وتصويب هذه الأطروحة

كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة

لكم مني جميعا كل الشكر والتقدير

نوال غري

إهداء

...إلى من فقدته من صبايا، إلى من أحمل إسمه بكل إفتخار، إليك أبي رحمك الله وجمعني وإياك في جنات

النعيم

...إلى ملهمتي مصدر قوتي وأماني، معلّمتي الأولى، إليك أُمي حبيبتي وقرّة عيني حفظك الله ورعاك

...إلى سندي وعضدي في هذه الحياة إخوتي سمير، بلال ويزيد وأخواتي سميرة وسليمة بلّغهم الله أمانهم

...إلى صغار العائلة يعقوب، أمين، هديل، ويزن

...إلى كل الأصدقاء والزملاء

...إلى كل الأقوياء الذين يسعون لتحقيق أحلامهم وأهدافهم (من كتاب مدينة الأقوياء)

نوال غري

ملخص

ترتكز الدراسة الحالية على تحقيق هدف رئيسي يتمثل في إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين، ولتحقيق هذا الهدف تم بناء عينة تتكون من 46 شركة غير مالية مدرجة في مؤشر Nasdaq100 لفترة زمنية تمتد من 2009 إلى غاية 2021 باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وفق التحليل الساكن والتحليل الديناميكي.

توصلت نتائج الدراسة وفق التحليل الساكن إلى وجود تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، في حين لم يكن للأرباح المحتجزة تأثير عليه وكذلك الأمر بالنسبة لقرار الإستثمار ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، بينما السيولة والتحفظ المحاسبي فكانتا تأثيرهما إيجابيا على معدل العائد الإجمالي للمساهمين أما حجم الشركة فكان له تأثير سلبي عليه، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من نصيب السهم الواحد من التوزيعات والأرباح المحتجزة للسهم الواحد على القيمة السوقية المضافة، وكذلك تأثير إيجابي لكل من قرار الإستثمار والرفع المالي وحجم الشركة على القيمة السوقية المضافة، بينما التحفظ المحاسبي فكان له تأثير سلبي والسيولة لم يكن لها أي تأثير على القيمة السوقية المضافة.

أما وفق التحليل الديناميكي فقد أضفت نتائج الدراسة إلى أن نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية يؤثر إيجابيا على معدل العائد الإجمالي للمساهمين بينما الأرباح المحتجزة للسهم الواحد فلم يكن لها أي تأثير عليه، بينما قرار الإستثمار والرفع المالي والسيولة وكذلك التحفظ المحاسبي فقد أثرت إيجابيا على معدل العائد الإجمالي للمساهمين و حجم الشركة فقد أثر سلبيا عليه، أظهرت نتائج الدراسة كذلك أن نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة للسهم الواحد ذات تأثير سلبي على القيمة السوقية المضافة، وكذلك بالنسبة لمتغير الحجم، أما المتغيرات الأخرى ممثلة في قرار الإستثمار والرفع المالي والسيولة والتحفظ المحاسبي فلم يكن لها أي تأثير على القيمة السوقية المضافة في ظل التحليل الديناميكي.

كلمات مفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، معدل العائد الإجمالي للمساهمين، القيمة السوقية المضافة، التحليل الساكن لبيانات البانل، التحليل الديناميكي لبيانات البانل، مؤشر Nasdaq100.

Abstract

The current study is based on achieving a main objective represented in testing the impact of the dividend policy on maximizing shareholder wealth. To achieve this objective, a sample consisting of 46 non-financial companies included in the Nasdaq100 index was built for a period of time extending from 2009 to 2021, using the multiple linear regression model for the panel data ; using to static analysis and dynamic analysis.

The results of the study, according to the static analysis, found a positive effect of the share of cash dividends on the total rate of return for shareholders, while the retained earnings had no effect on it, as well as the investment decision and the ratio of long-term debts to total assets. The liquidity and accounting conservatism had a positive effect on the total rate of return for shareholders, while the size of the company had a negative effect on it. The study also found a positive effect for each of the dividends per share and retained earnings per share on the added market value, as well as a positive effect for each of the investment decision and leverage and the size of the company on the market value added, while accounting conservatism had a negative impact and liquidity did not have any effect on the market value added.

According to the dynamic analysis, the results of the study concluded that the part of a share of cash dividends positively affects the total rate of return for shareholders, although the retained earnings per share did not have any effect on it. However the investment decision, financial leverage, liquidity, and accounting conservatism had a positive effect. The total rate of return for shareholders and the size of the company had a negative impact on it. The results of the study also showed that the part of cash dividends per share and retained earnings per share had a negative impact on the added market value, as well as for the size variable. The other variables represented in the investment decision and financial leverage, liquidity and accounting conservatism did not have any effect on the added market value in light of the dynamic analysis

Keywords: dividend policy, total shareholder return rate, market value added, static analysis of panel data, dynamic analysis of panel data, Nasdaq100 index

فهرس المحتويات

| رقم الصفحة | العنوان |
|--|--|
| I | شكر وتقدير |
| II | إهداء |
| III | ملخص |
| X | قائمة الجداول |
| XII | قائمة الأشكال |
| XIV | قائمة الملاحق |
| XV | قائمة الرموز والمختصرات |
| أ - ك | مقدمة |
| الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح | |
| 13 | تمهيد |
| 14 | المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح |
| 14 | المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح |
| 16 | المطلب الثاني: خصائص سياسة توزيع الأرباح |
| 18 | المطلب الثالث: أهمية سياسة توزيع الأرباح |
| 20 | المبحث الثاني: تطبيقات سياسة توزيع الأرباح |
| 20 | المطلب الأول: إجراءات سياسة توزيع الأرباح |
| 24 | المطلب الثاني: إستراتيجيات سياسة توزيع الأرباح |
| 29 | المطلب الثالث: أشكال سياسة توزيع الأرباح |
| 41 | المبحث الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح |
| 41 | المطلب الأول: المحددات الخارجية |
| 44 | المطلب الثاني: المحددات الداخلية |
| 47 | المطلب الثالث: المحددات القانونية والتعاقدية |
| 50 | خلاصة الفصل |
| الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين | |
| 52 | تمهيد |
| 53 | المبحث الأول: القيمة كمقياس لثروة المساهمين |
| 54 | المطلب الأول: جدور مصطلح قيمة المساهمين في USA |

| | |
|---|--|
| 57 | المطلب الثاني: ظهور الإدارة القائمة على القيمة VBM |
| 60 | المطلب الثالث: نصح قيمة المساهمين مقابل نصح أصحاب المصلحة |
| 69 | المبحث الثاني: محددات ومقاييس ثروة المساهمين |
| 70 | المطلب الأول: محددات ثروة المساهمين |
| 74 | المطلب الثاني: مقاييس ثروة المساهمين القائمة على المحاسبة |
| 78 | المطلب الثالث: مقاييس ثروة المساهمين القائمة على القيمة |
| 92 | المبحث الثالث: سياسة توزيع الأرباح كآلية لتعظيم ثروة المساهمين |
| 92 | المطلب الأول: نظرية M&M(1961) |
| 95 | المطلب الثاني: نظرية Gordon(1962) |
| 100 | المطلب الثالث: نظرية التمييز الضريبي ونظرية أثر الزبون |
| 103 | المطلب الرابع: نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات |
| 105 | المطلب الخامس: نظرية الوكالة |
| 110 | خلاصة الفصل |
| الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021 | |
| 112 | تمهيد |
| 113 | المبحث الأول: منهجية الدراسة |
| 113 | المطلب الأول: تحديد مجتمع وعينة الدراسة |
| 116 | المطلب الثاني: عرض متغيرات الدراسة |
| 120 | المطلب الثالث: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة |
| 133 | المبحث الثاني: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن لبيانات البائل |
| 133 | المطلب الأول: عرض نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن |
| 137 | المطلب الثاني: تقدير وإختبار نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن |
| 152 | المطلب الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة وفق التحليل الساكن |
| 160 | المبحث الثالث: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي لبيانات البائل |
| 160 | المطلب الأول: عرض نماذج الدراسة وفق التحليل الديناميكي |

| | |
|-----|--|
| 164 | المطلب الثاني : تقدير وإختبار نماذج الدراسة وفق التحليل الديناميكي |
| 169 | المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي |
| 175 | خلاصة الفصل |
| 177 | خاتمة |
| 184 | قائمة المراجع |
| 198 | الملاحق |

الجداول والأشكال

قائمة الجداول

| الصفحة | العنوان | الرقم |
|--------|--|-------|
| 23 | التواريخ الزمنية لدفع التوزيعات لشركة Apple لسنة 2021 | 1-1 |
| 30 | أثر إتباع سياسة توزيع تعتمد على نسبة توزيع ثابتة على تذبذب سعر السهم السوقي لشركة Matoon Industries | 2-1 |
| 31 | أثر سياسة توزيع الأرباح في شكل مبلغ نقدي ثابت على إستقرار السعر السوقي للسهم لشركة ما | 3-1 |
| 115 | توزيع عينة الدراسة حسب القطاع | 1-3 |
| 120 | خصائص متغيرات الدراسة | 2-3 |
| 130 | مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة | 3-3 |
| 131 | مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية | 4-3 |
| 132 | معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة (Variance Inflation Factors) | 5-3 |
| 138 | عرض نموذج الإنحدار التجميعي و نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية لنموذج TSR | 6-3 |
| 141 | المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البائل لنموذج TSR | 7-3 |
| 142 | نتائج نموذج الآثار الثابتة لنموذج TSR | 8-3 |
| 144 | نتائج إختبار نموذج الآثار الثابتة لنموذج TSR | 9-3 |
| 145 | عرض نموذج الإنحدار التجميعي و نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية لنموذج MVA | 10-3 |
| 148 | المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البائل لنموذج MVA | 11-3 |
| 149 | نتائج نموذج الآثار الثابتة لنموذج MVA | 12-3 |
| 151 | نتائج إختبار نموذج الآثار الثابتة لنموذج MVA | 13-3 |
| 153 | نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح لنموذج TSR | 14-3 |
| 156 | نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح لنموذج MVA | 15-3 |
| 160 | مقارنة نتائج نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن لبيانات البائل | 16-3 |

| | | |
|-----|--|------|
| 165 | نتائج تقدير نموذج TSR وفق التحليل الديناميكي | 17-3 |
| 166 | نتائج تقدير نموذج MVA وفق التحليل الديناميكي | 18-3 |
| 173 | مقارنة نتائج نماذج الدراسة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل | 19-3 |

قائمة الأشكال

| الصفحة | العنوان | الرقم |
|--------|---|-------|
| 21 | الأطراف المعنية بسياسة توزيع الأرباح | 1-1 |
| 27 | سياسة عدم دفع التوزيعات التي تتبناها شركة Facebook | 2-1 |
| 28 | سياسة التوزيع المستقرة التي تتبناها كل من شركة Apple.inc وشركة JPMorgan Chase & Co | 3-1 |
| 36 | إجمالي توزيعات الأرباح وعمليات إعادة الشراء المدفوعة من قبل الشركات الأمريكية و النسبة المئوية للشركات التي لديها توزيعات أرباح إيجابية و عمليات إعادة الشراء في U.S.A للفترة 1980-2018 | 4-1 |
| 37 | تطور عمليات إعادة شراء الأسهم و التوزيعات النقدية لشركات مؤشر S&p1500 المركب خلال الفترة من 1994 - 2018 | 5-1 |
| 55 | تردد مصطلح قيمة المساهمين في صحيفة وول ستريت من 1965-2007 | 1-2 |
| 81 | أهمية القيمة الإقتصادية المضافة | 2-2 |
| 121 | منحنى تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين لعينة الدراسة للفترة(2009-2021) | 1-3 |
| 122 | منحنى تطور متوسط القيمة السوقية المضافة لعينة الدراسة للفترة(2009-2021) | 2-3 |
| 123 | منحنى تطور متوسط نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية لعينة الدراسة للفترة (2009-2021) | 3-3 |
| 124 | منحنى تطور متوسط نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة لعينة الدراسة للفترة (2009-2021) | 4-3 |
| 125 | منحنى تطور متوسط اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية لعينة الدراسة للفترة (2009-2021) | 5-3 |
| 126 | منحنى تطور متوسط نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول لعينة الدراسة للفترة (2009-2021) | 6-3 |
| 127 | منحنى تطور متوسط نسبة السيولة لعينة الدراسة للفترة (2009-2021) | 7-3 |
| 128 | منحنى تطور متوسط حجم الشركات لعينة الدراسة للفترة (2009-2021) | 8-3 |
| 129 | منحنى تطور متوسط متغير التحفظ المحاسبي لعينة الدراسة للفترة(2009-2021) | 9-3 |

| | | |
|-----|----------------------------------|------|
| 136 | نموذج TSR وفق التحليل الساكن | 10-3 |
| 137 | نموذج MVA وفق التحليل الساكن | 11-3 |
| 162 | نموذج TSR وفق التحليل الديناميكي | 12-3 |
| 164 | نموذج MVA وفق التحليل الديناميكي | 13-3 |

قائمة الملاحق

| الصفحة | العنوان | الرقم |
|--------|---|-------|
| 198 | تطور عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية لشركات S&P1500 خلال الفترة من 1994-2018 | 01 |
| 199 | عينة الدراسة | 02 |
| 202 | الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة | 03 |
| 202 | مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة | 04 |
| 203 | معامل تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية للدراسة | 05 |
| 204 | تقدير نموذج الإنحدار التجميعي لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين والقيمة السوقية المضافة | 06 |
| 205 | تقدير نموذج الآثار العشوائية لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة | 07 |
| 207 | تقدير نموذج الآثار الثابتة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة | 08 |
| 209 | إختبارات إختيار النموذج الملائم للدراسة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين والقيمة السوقية المضافة | 09 |
| 211 | إختبار نموذج الآثار الثابتة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين والقيمة السوقية المضافة | 10 |
| 212 | نموذج الآثار الثابتة المصحح لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين والقيمة السوقية المضافة | 11 |
| 214 | التحليل الديناميكي لنموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين والقيمة السوقية المضافة | 12 |

قائمة الرموز والمختصرات

| الإختصار | المدلول |
|------------|--|
| M&M | الباحثان موديكلياني وميلر |
| Nasdaq | National association of Securities dealers automated quotation |
| USA | الولايات المتحدة الأمريكية |
| VBM | الإدارة القائمة على القيمة |
| EPS | ربحية السهم الواحد |
| CIMA | معهد المحاسبين الإداريين المجازين |
| ROE | العائد على حقوق الملكية |
| ROA | معدل العائد على إجمالي الأصول |
| EVA | القيمة الاقتصادية المضافة |
| NOPAT | صافي الربح بعد الضريبة |
| WACC | التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال |
| K_d | تكلفة الديون |
| K_e | تكلفة الأموال الخاصة |
| ROIC | العائد على رأس المال المستثمر |
| IC | رأس المال المستثمر |
| MVA | القيمة السوقية المضافة |
| K | معدل تكلفة رأس المال (معدل العائد المطلوب) |
| TSR | معدل العائد الإجمالي للمساهم |
| SVA | القيمة المضافة للمساهمين |
| CSV | خلق القيمة للمساهمين |
| DPS | نصيب السهم الواحد من التوزيعات |
| N | عدد الأسهم القديمة |
| Δn | عدد الأسهم الجديدة |
| P^* | سعر بيع الأسهم الجديدة |
| \hat{K} | معدل العائد المتوقع على إستثمارات الشركة |

| | |
|--|--------------|
| المعدل السنوي لنمو التوزيعات | g |
| التوزيعات في نهاية السنة الأولى | D_1 |
| القيمة السوقية للسهم | P |
| نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة | RPS |
| قرار الإستثمار | INV |
| نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول | LEV |
| السيولة | LIQ |
| حجم الشركة | $SIZE$ |
| التحفظ المحاسبي | $CONT$ |
| معامل تضخم التباين | VIF |
| نموذج الإنحدار التجميعي | PM |
| نموذج التأثيرات الثابتة | FEM |
| نموذج التأثيرات العشوائية | REM |
| معدل العائد الإجمالي للمساهمين للسنة الماضية | TSR_{it-1} |
| القيمة السوقية المضافة للسنة الماضية | MVA_{it-1} |
| طريقة العزوم المعممة | GMM |

مقدمة

تلعب الشركات دورا مهماً في الإقتصاد وتنشط هذه الشركات في الأسواق المالية التي تعتبر بمثابة المرآة العاكسة للإقتصاد في بيئة تتسم بعدم التأكد وعدم التفاؤل أين يعد تكوين الثروة أمراً أساسياً للبقاء الإقتصادي للشركة خاصة في ظل تطور أنماط الإدارة التي أصبحت تركز على إنفصال الملكية عن الإدارة، فقد كان Berle&Means(1932) أول من نادى إلى إنفصال الملكية عن الإدارة بعدها جاءت نظرية الوكالة ل Jensen&Meckling(1976) التي إفتترضت وجود تعارض في المصالح بين المديرين والمساهمين إذ أصبحت هذه النظرية جوهر إدارة الشركات في العقود الأخيرة، وأمام هذا الإفتراض الجوهرى الذي يعد نقطة تحول في إدارة الشركات أصبح تحقيق هدف الشركة أو تحديد دورها أمراً صعباً و معقداً للغاية نظراً لتعدد و تعارض أهداف أصحاب المصالح، إذ لا يزال النقاش و الجدل مستمراً و قائماً لمصلحة من تسير الشركة.

حيث برز في ثمانينات القرن الماضي نهج يرتكز على تعظيم قيمة المساهمين والذي ظهر نتيجة لعدة تطورات أهمها بزوغ دور المساهمين أو ما أصطلح عليه ثورة المساهمين وكذلك زيادة و بروز دور المستثمرين المؤسسين بالإضافة إلى عمليات الإستحواذ العدائية، إذ يجمع بعض الباحثين أمثال (Koller&al 2010) إلى أن سبب الفقاعات والأزمات المالية هو نسيان المبدأ التوجيهي للقيمة كما أشاروا إلى عواقب وخيمة لنسيان القيمة، بعدها ظهر معارضو هذا النهج الذين يؤكدون على ضرورة خلق القيمة لجميع الأطراف ذوي المصلحة بما فيهم المساهمين إذ تسير الشركة لجميع أطراف المصلحة، ويؤيد أصحاب هذا النهج Freeman(1984) الشمولية الإدارية من خلال أخذ مصلحة الأطراف الأخرى في الإعتبار.

في خضم هذا الجدل تعمل الشركة على توجيه قراراتها المالية لتحقيق أهدافها، وتعد سياسة توزيع الأرباح إحدى القرارات الإستراتيجية التي تعتمد عليها إدارة الشركة في تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين، فبالمقارنة مع قرار الإستثمار ومع إختيار الهيكل التمويلي للشركة، تظهر سياسة توزيع الأرباح من النظرة الأولى كسؤال ثانوي وسهل، تتعلق فقط وببساطة بقرار توزيع الأرباح على المساهمين، لكن عند البحث عن الفهم لماذا الشركات تقوم بدفع التوزيعات، وكيف يكون تأثير ذلك على قيمة وأداء الشركة في سوق رأس المال ؟ فإن الجواب أبعد من أن يكون واضح وقابل للإجماع ، وهو ما دفع Black(1976) لوصفه باللغز.

وقد تمت مناقشة مسألة ما إذا كانت هناك علاقة بين سياسة توزيع الأرباح و ثروة المساهمين إلى حد كبير إذ أنتجت الأدبيات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح مجموعة من الأبحاث النظرية والتجريبية، فقد تم تقديم أول دراسة تجريبية لسياسة توزيع الأرباح من قبل Linter(1956) الذي حاول معرفة كيف يقوم مديرو الشركات بتحديد سياسة التوزيع، بعدها جاءت العديد من الأبحاث والدراسات التي حاولت تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين من أهمها دراسة M&M(1961) التي تعد كدراسة مرجعية في هذا الإطار والتي

إقترحت عدم ملائمة التوزيعات (حيادية التوزيعات) لكن الإفتراضات التي بنيت عليها هذه الدراسة تم إنتقادها من قبل عديد الباحثين فيما بعد نظرا لعدم واقعيتهما، وإستجابة لهذه الإنتقادات قدمت نظريات وإقتراحات معاكسة لوجهة نظر (M&M(1961 وترى أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على ثروة المساهمين منها دراسة (Gordan(1962، كما تشير بعض الدراسات إلى إمكانية إستخدام سياسة توزيع الأرباح كإشارة عن الوضعية الحالية والمستقبلية للشركة وكذلك كآلية للتخفيف من مشاكل الوكالة.

يكتسي موضوع سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على ثروة المساهمين أهمية بالغة في مجال البحث خصوصا في الآونة الأخيرة فقد قدمت عديد الدراسات في هذا الشأن منها ما يدعم نظرية الحياض ومنها ما ينافيها، كذلك أهمية سياسة توزيع الأرباح للمساهمين وللإدارة نظرا للدور المزدوج الذي تلعبه هذه السياسة في جلب المستثمرين وإرضاء المساهمين فقد أصبح ينظر إلى سياسة توزيع الأرباح كمروّج للشركات الكبرى.

من هذا المنطلق جاءت هذه الدراسة كمحاولة لتفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين عن طريق إختبار عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 والذي ينشط في السوق المالي الأمريكي إذ يعتبر من أهم وأشهر مؤشرات الأسواق المالية العالمية حيث يتكون من أكبر 100 شركة غير مالية مدرجة في بورصة NASDAQ مرجحة على أساس القيمة السوقية كما يعدّ المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجية الأمريكية، ولهذا الغرض سيتم إستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وذلك وفق التحليل الساكن وكذلك التحليل الديناميكي وذلك لمعرفة النتائج التي سيتم التوصل إليها وفق كلا التحليلين نظرا للإختلاف بينهما في طرق الإختبار والتقدير وهو ما يساعد على إعطاء صورة للمستثمر عن التحليلين حتى في ظل إختلاف النتائج والتي على أساسها يتخذ قراره في الإستثمار، فقد يعطي التحليل الديناميكي في تفسير الظاهرة بعدا آخر نظرا لأخذه المتغير التابع للدراسة للفترة السابقة كمتغير مستقل.

1. إشكالية الدراسة

على ضوء ما سبق إنبتقت إشكالية الدراسة والمتمحورة حول التساؤل الرئيسي التالي:

هل يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة الممتدة 2009-2021؟

يندرج تحت الإشكالية الرئيسية المطروحة التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد تأثير لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة الممتدة 2009-2021؟

- هل يوجد تأثير للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة الممتدة 2009-2021؟.
- هل يوجد تأثير لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة الممتدة 2009-2021؟.
- هل يوجد تأثير للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة الممتدة 2009-2021؟.

2. فرضيات الدراسة

بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة، سيتم إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 وفق التحليل الساكن لبيانات البانل وكذلك وفق التحليل الديناميكي، وعليه فقد تم وضع فرضيات الدراسة كما يلي:

1.2. الفرضية الرئيسة الأولى

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.

وتنقسم هذه الفرضية إلى فرضيتين فرعيتين كما يلي:

- يوجد تأثير إيجابي للربح الموزع للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.
- يوجد تأثير سلبي للربح المحتجز للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.

2.2. الفرضية الرئيسة الثانية

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.

وهذه الفرضية بدورها تتفرع إلى فرضيتين فرعيتين كما يلي:

- يوجد تأثير إيجابي للربح الموزع للسهم الواحد على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.

- يوجد تأثير سلبي للربح المحتجز للسهم الواحد على القيمة السوقية المضافة للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.

3. أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إل تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- التعريف بسياسة توزيع الأرباح كقرار مالي إستراتيجي؛
- تسليط الضوء على هدف تعظيم ثروة المساهمين، من خلال التطرق لمحدداتها وكذلك أهم مقاييسها؛
- تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين؛
- إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100.

4. المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

تتطلب عملية البحث العلمي إتباع مناهج وإستخدام أدوات إحصائية أو رياضية من خلال نماذج وعلاقات تعتبر ترجمة للظاهرة الإقتصادية المدروسة وتختلف هذه المناهج والأدوات بإختلاف طبيعة الظاهرة المدروسة، لهذا الغرض وبغية تحليل وتفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين تم الإعتماد على:

- **المنهج الوصفي التحليلي:** الذي تم الإعتماد عليه بصفة أساسية في الجانب النظري للدراسة وذلك من خلال الإحاطة بالجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة (التابع و المستقل) بطريقة وصفية في بعض الجوانب وتحليلية في جوانب أخرى، كذلك تم إستخدام المنهج الوصفي في جزء من الجانب التطبيقي للدراسة من خلال وصف وتحليل متغيرات الدراسة.

- **المنهج القياسي:** تم إستخدام هذا المنهج في الجزء الأخير من الجانب التطبيقي للدراسة من خلال النماذج الرياضية المقترحة بإتباع أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد وبالإعتماد على برنامج Eviews10 وبرنامج Gretl وبرنامج Stata MP-13.1 .

5. أسباب إختيار الموضوع

تم إختيار الموضوع لأسباب ذاتية وموضوعية:

1.5. أسباب ذاتية

- يندرج الموضوع ضمن مجال تخصص الباحثة ؛
- الرغبة والميول الشخصي للباحثة وهكذا مواضيع والتي تعنى بالإدارة المالية للشركة ؛
- إثراء المكتبة الجامعية وتوسيع دائرة البحث العلمي؛

2.5. أسباب موضوعية

- أهمية الموضوع في حد ذاته والذي يكتسي أهمية كبيرة من قبل الباحثين في المجال من خلال المقالات والأبحاث التي تنشر؛
- محاولة الباحثة لمعالجة موضوع الدراسة بطريقة مختلفة (من منظور مالي بحت) وباستخدام مقاييس ومؤشرات حديثة؛

6. إطار الدراسة

يتحدد إطار الدراسة في الإطار الزماني والمكاني والموضوعي:

1.6. الإطار الموضوعي

يندرج موضوع الدراسة ضمن مواضيع تخصص الباحثة (الإدارة المالية)، بالنظر إلى أن متغيري الدراسة من المتغيرات المهمة في مجال مالية وتمويل الشركات بإعتبار سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية وكذلك هدف تعظيم ثروة المساهمين الذي يعد الهدف الذي تعمل شركات الأعمال في الوقت الراهن على تحقيقه.

2.6. الإطار الزمني

حدّد الإطار الزمني للدراسة بسلسلة زمنية قدرت بثلاثة عشر سنة إبتداء من سنة 2009 إلى غاية 2021 لتتوقع الأثر بين متغيري الدراسة.

3.6. الإطار المكاني

يتمثل الإطار المكاني للدراسة في الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 الأمريكي، والذي يستثني الشركات المالية وبعد وضع شروط لإختيار العينة، خلصت نتائج الفرز و التصفية إلى 46 شركة غير مالية مدرجة

في المؤشر، هذا ويجب الإشارة هنا أن أمل الباحثة كان أن تطبق الدراسة على عينة من الشركات الجزائرية لو لا أنه حال دون ذلك صعوبات ومعوقات من أهمها:

-محدودية عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري؛

- نقص المعطيات والبيانات المطلوبة لإعداد الدراسة الحالية خاصة بالإعتماد على بيانات البانل التي تتطلب عددا معتبرا من المقاطع العرضية وفترة زمنية معتبرة كذلك ؛

- طبيعة وخصائص الشركات الجزائرية فغالبية الشركات مملوكة للدولة (المساهم الوحيد هو الدولة) وبالتالي لا تتبع أي سياسة للتوزيع لمساهميها ؛

7.الدراسات السابقة

تستمد الدراسة الحالية مرجعيتها من الدراسات السابقة التي تعبر عن النتائج التي توصل لها الباحثون من قبل، هذه النتائج تعد بمثابة نقطة البداية لباحثين آخرين، من هذا المنطلق كان ولا بد من الإعتماد على مجموعة من الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع البحث بهدف إختبار فرضيات الدراسة، إذ ومن أهم الدراسات السابقة التي ساعدت على بناء الدراسة الحالية نجد:

-دراسة (Ofori-Sasu & al, 2022) مقال بعنوان: **The role of board dynamics in explaining payout policy and shareholders' wealth : Evidence from the banking sector in Africa**

دور ديناميكيات مجلس الإدارة في تفسير سياسة التوزيع وثروة المساهمين: دليل من القطاع المصرفي في إفريقيا

حاولت هذه الورقة البحث في دور ديناميكيات مجلس الإدارة في تفسير تأثير سياسة التوزيع على تكوين ثروة المساهمين على مستوى السوق وكذلك على مستوى البنك، وقد تمت الدراسة على 528 بنكا من 29 دولة إفريقية من 2006 إلى 2018 باستخدام طريقة 2SLS لبيانات البانل، توصلت الدراسة أن ديناميكيات مجلس الإدارة تعزز سياسة التوزيع، كما أن ديناميكيات مجلس الإدارة تخلق ثروة للمساهمين على مستوى السوق وعلى مستوى البنك، بالإضافة إلى أن سياسة التوزيع تقلل من تكوين ثروة المساهمين في السوق ولكنها تزيد من ثروة المساهمين على مستوى البنك، كما توصلت الدراسة إلى أنه يمكن إستخدام سياسة التوزيع كأداة تحكم بديلة في ظل وجود آلية حوكمة مجلس الإدارة من أجل حماية ثروة المساهمين، على العموم كان التأثير الهامشي لسياسة التوزيع على خلق ثروة المساهمين المشروط بديناميكيات مجلس الإدارة أقوى نسبيا على مستوى السوق منه على مستوى البنك .

Dividend Policy and its Impact on Shareholders Wealth :Evidence From Chiminal Oil, And Gaz Sector Companies Listed In Pakistan Stock Exchange(PSX) - دراسة (Ullah, Suliman, Nargas, & Ullah, 2021) مقال بعنوان:

سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على ثروة المساهمين: دليل من الشركات الكيماوية وقطاع الغاز المدرجة في بورصة باكستان للأوراق المالية

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار العلاقة بين ثروة المساهمين وسياسة توزيع الأرباح لعينة مكونة من 25 شركة في سوق باكستان للتداول، خلال الفترة من 2011 إلى 2015، وقد تم قياس ثروة المساهمين بالسعر السوقي للسهم و هو المتغير التابع للدراسة ، أما المتغيرات المستقلة للدراسة فتمثلت في الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم، LPER والعائد على حقوق الملكية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين ثروة المساهمين وسياسة توزيع الأرباح حيث أثبتت النتائج أن ثروة المساهمين تزداد عن طريق سياسة التوزيع في حالة باكستان.

Impact of Dividend Policy on Sherholder's Wealth of Selected Quoted Firms in Nigeria -دراسة (OGUNSEYE & ENIOLA, 2020) مقال بعنوان

أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين للشركات المدرجة في بورصة نيجيريا

كان الهدف من هذه الدراسة هو فحص العلاقة بين سياسة التوزيع و ثروة المساهمين للشركات المدرجة في السوق النيجيري ، ولأجل ذلك تم تسطير ثلاث أهداف محددة وهي: تحديد أثر الأرباح المحتجزة على ثروة المساهمين، تحديد تأثير الربح الموزع للسهم على السعر السوقي للسهم، و إختبار تأثير العائد على حقوق الملكية على ثروة المساهمين، وذلك خلال الفترة من 2015 إلى 2019 لعينة مكونة من 20 شركة مسجلة في بورصة نيجيريا، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين.

Do Sherholders Fight for Firm Value or Market Value in Emerging Markets ? The Mediating Effect of Board Structure Dynamics on Dividend Policy Decision -دراسة (Ofori-Sasu & al, 2019) مقال بعنوان

هل يقاتل المساهمون من أجل قيمة الشركة أو القيمة السوقية في الأسواق الناشئة؟ الدور الوسيط لديناميكيات هيكل مجلس الإدارة على سياسة توزيع الأرباح

تختبر هذه الدراسة الدور الوسيط لديناميكيات مجلس الإدارة على العلاقة بين نسبة التوزيعات و ثروة المساهمين على مستوى السوق وعلى مستوى الشركة، بإستخدام نموذج الإنحدار لبيانات البانل ل 27 شركة مدرجة في بورصة غانا من 2010 إلى 2017، وقد وجدت الدراسة أن ديناميكيات مجلس الإدارة لها تأثير مباشر على ثروة المساهمين في كلا المستويين، كما أظهرت نتائج الدراسة أن ديناميكيات مجلس الإدارة يلعب دور الوسيط في

العلاقة بين سياسة التوزيع و ثروة المساهمين على مستوى السوق فقط، حيث توصلت الدراسة إلى أنّ إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة و إزدواجية الرئيس التنفيذي تقلل بشكر كبير من القيمة السوقية للمساهمين من دون سياسة التوزيع لكن يتوسطان في إحداث تأثير إيجابي بين سياسة توزيع الأرباح و ثروة المساهمين على مستوى السوق، أي أن الدور الوسيط لديناميكيات هيكل مجلس الإدارة كان مهما في توقع علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح و ثروة المساهمين على مستوى السوق، وقد أوصت الدراسة بضرورة توفير هيكل مجلس إدارة قوي يعمل كآلية وسيطة لإتخاذ قرارات حكيمة فيما يخص سياسة توزيع الأرباح الأمر الذي يؤدي إلى خلق الثروة للمساهمين.

– دراسة (Agila & Jerinabi, 2018) مقال بعنوان **Dividend Policy and its Impact Shaerholder's Wealth and Firm Performance :A Study of Listed Cement Companies**

سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على ثروة المساهمين وأداء الشركات: دراسة لشركات الإسمنت المدرجة

تمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين وأداء شركات الإسمنت المدرجة في السوق الهندي، شملت عينة الدراسة 25 شركة و لمدة 5 سنوات إبتداء من 2013-2014 إلى 2017-2018، وقد تم إستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد حيث تم أخذ معدل العائد على حقوق الملكية كمقياس يعبر عن أداء الشركات وربحية السهم الواحد للتعبير عن ثروة المساهمين (كمتغيرين تابعين)، والربح الموزع للسهم الواحد كمتغير مستقل، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي بين كل من توزيعات الأرباح و ثروة المساهمين و كذلك أداء الشركات.

-دراسة (KERZABI, 2015) أطروحة دكتوراه بعنوان **les déterminants de la valeur actionnarial : Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse**

محددات قيمة المساهمين: حالة الشركات المغربية المدرجة في البورصة

حاولت هذه الأطروحة دراسة محددات خلق القيمة للمساهمين ولأجل ذلك تم تحديد عينة من الشركات المغربية (المغربية، التونسية، الجزائرية) وذلك بالإعتماد على بيانات البانل وباستخدام طريقة Stepwise (نموذج الإنحدار التدريجي) ل62 شركة مغربية و 46 شركة تونسية خلال الفترة من 2005 إلى غاية 2012 بينما الشركات الجزائرية فقدر عددها ب4 شركات وذلك للفترة من 2009-2014، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر إيجابيا على خلق القيمة للمساهمين في الشركات المغربية وكذلك الشركات التونسية، بينما توصلت الدراسة إلى تأثير سلبي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المساهمين في الشركات الجزائرية.

– دراسة (de Wet & Mpinda, 2013) مقال بعنوان **The Impact Of Dividend Payments On Shareholder' Wealth :Evidence From The Vector Error Correction Model**

أثر دفع التوزيعات على ثروة المساهمين: دليل باستخدام نموذج تصحيح الخطأ

تستند هذه الدراسة على 46 شركة مسعرة في بورصة جوهانزبورغ للأوراق المالية (JSE) من 1995 إلى 2010 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لمعرفة تأثير توزيعات الأرباح على ثروة المساهمين على المدى القصير وعلى المدى الطويل، وقد توصلت الدراسة إلى أن عائد توزيعات الأرباح يرتبط إيجابياً بثروة المساهمين على المدى الطويل.

–دراسة (SALIH, 2010) أطروحة دكتوراه بعنوان **The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study**

تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لشركات المملكة المتحدة دراسة تجريبية

تمثل الدافع الرئيسي لهذه الأطروحة في فحص نظرية حيادية التوزيعات في المملكة المتحدة UK، ولأجل ذلك قام الباحث بتشكيل ثلاث نماذج، حاول من خلال النموذج الأول إختبار صحة نظرية حيادية التوزيعات عن طريق إختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في التوزيعات النقدية، توزيعات الأسهم، إعادة شراء الأسهم، بالإضافة إلى ربحية السهم الواحد والأرباح المحتجزة لكل سهم على القيمة السوقية وذلك لعينة مكونة من 362 شركة خلال الفترة من 1997 إلى غاية 2008 وذلك باستخدام نموذج الإنحدار التدريجي لبيانات البانل، وقد توصلت الدراسة إلى عدم صحة وبطلان نظرية حيادية التوزيعات فقد أثبتت الدراسة وجود تأثير إيجابي للتوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم على القيمة السوقية بينما التوزيعات في شكل أسهم فلم تؤثر علي القيمة السوقية للشركات، مع تأثير إيجابي لربحية السهم الواحد والربح المحتجز للسهم الواحد، بينما النموذج الثاني حاول إكتشاف ما إذا كانت الشركات في UK تتبع سياسة المتبقي من التوزيعات من خلال إتباع منهجية Baker&Swith (2006) لـ 590 شركة بريطانية في مختلف القطاعات، وكانت نتيجة ذلك أن الشركات بشكل عام لا تتبع سياسة المتبقي من التوزيعات ماعدا القطاع البنكي وشركات التأمين فقد أثبتت النتائج أنها تتبع سياسة الفائض، بينما من خلال النموذج الثالث فقد حاول الباحث إكتشاف تفضيلات المديرين لأنواع التوزيعات وأهم العوامل التي تؤثر على الإدارة عند إعداد سياسة التوزيع (القيمة السوقية للشركة، قرار التمويل، قرار الإستثمار، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، هيكل الملكية) عن طريق إستبيان وزّع على 1319 شركة في UK وكانت عدد الإجابات 208، وتوصل الباحث إلى أن أغلب شركات UK تفضّل التوزيعات النقدية على الخيارات الأخرى وأهم عامل يؤثر على إعداد سياسة التوزيع هو هيكل الملكية بينما العامل الأقل أهمية هي نظرية الوكالة.

ما يميّز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تتقاطع الدراسة الحالية في عديد الجوانب مع الدراسات السابقة من أهمها أن أغلب الدراسات اعتمدت على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل (الأداة) لكن في أسواق مالية مختلفة أي أنها طبقت على بيئات مختلفة عن البيئة التي تم تطبيق الدراسة الحالية فيها والمتمثلة في البيئة الأمريكية التي تتميز بنوع من الكفاءة والتطور مقارنة بالأسواق المالية الأخرى، وبالتحديد بورصة Nasdaq من خلال مؤشر Nasdaq100 والذي يتكون من 100 شركة تنشط في عديد القطاعات ماعدا القطاع المالي كما أن هذا المؤشر يتميز بميزة أساسية وهي أنه يمثل المؤشر التكنولوجي في السوق المالي الأمريكي إذ أن أغلب شركاته تعتمد على الابتكار التكنولوجي وهو ما يضيف له ميزة خاصة عن باقي المؤشرات سواء الأمريكية أو غير ذلك.

كذلك تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في فترة الدراسة والتي قدرت بمدة ثلاث عشر سنة من 2009 إلى غاية 2021 وهي مدة جيدة يمكن من خلالها إبراز الأثر المتغيري الدراسة من خلال الأسلوب الإحصائي المعتمد إذ تمكن هذه الفترة من قياس الثروة التي تم خلقها للمساهمين على المدى الطويل .

ما يميز الدراسة الحالية كذلك عن الدراسات السابقة هي أنها اعتمدت على متغيرات ظابطة تختلف عن تلك المستخدمة في الدراسات السابقة بالإضافة إلى إستخدام كل من التحليل الساكن والتحليل الديناميكي لبيانات البانل في تفسير تأثير سياسة التوزيع على ثروة المساهمين.

8. هيكل البحث

يستوجب إعداد الدراسة وضع خطة للوصول إلى أهداف الدراسة سواء النظرية أو التطبيقية، لذلك وسعياً منا للإلمام بمختلف جوانب موضوع الدراسة وحرصاً منا للإجابة على الإشكالية المطروحة من خلال إختبار الفرضيات المقترحة تم هيكلة الدراسة وفق إطارين : إطار نظري وإطار تطبيقي إضافة إلى مقدمة وخاتمة.

إذ تضمنت المقدمة تمهيدا عن موضوع البحث وإشكالية وفرضيات البحث بالإضافة إلى أهداف البحث وأهم الدراسات السابقة التي ساعدت في بناء الدراسة الحالية؛

بينما تضمن الإطار النظري فصلين الأول يركز على تقديم الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح بإعتباره المتغير المستقل للدراسة، إذ ينقسم هذا الفصل بدوره إلى ثلاث مباحث (ماهية سياسة توزيع الأرباح، تطبيقات سياسة توزيع الأرباح، محددات سياسة توزيع الأرباح)، أما الفصل الثاني فيركز على عرض بعض الجوانب النظرية للمتغير التابع للدراسة وهو تعظيم ثروة المساهمين ، وكذلك تفسير العلاقة النظرية بين متغيري

الدراسة (المستقل و التابع)، وذلك من خلال تخصيص ثلاث مباحث (القيمة كمقياس لثروة المساهمين، محددات ومقاييس ثروة المساهمين، علاقة سياسة توزيع الأرباح بثروة المساهمين)؛

في حين تضمن الإطار التطبيقي للدراسة فصلا واحدا تضمن بدوره ثلاث مباحث إذ خصص المبحث الأول لطرح منهجية الدراسة من خلال تحديد مجتمع وعينة الدراسة وعرض متغيرات الدراسة إضافة إلى التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة (الإحصاء الوصفي، مصفوفة الارتباط ومعامل تضخم التباين، تحليل تطور متغيرات الدراسة)، أما المبحث الثاني فخصص لإختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن لبيانات البانل في حين خصص المبحث الثالث لإختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل.

أما الخاتمة فقد تطرقت لأهم النتائج والتوصيات التي تم التوصل لها في البحث.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

المبحث الثاني: تطبيقات سياسة توزيع الأرباح

المبحث الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح

تمهيد

تعد سياسة توزيع الأرباح إحدى القضايا المهمة في إدارة تمويل الشركات، وقد حظيت بإهتمام كبير من قبل الباحثين في المجال نظرا للدور الذي تلعبه في جلب المستثمرين و في إعطاء صورة عن وضعية الشركة ، و قد زادت أهمية سياسة توزيع الأرباح في الآونة الأخيرة كقرار مالي إستراتيجي، وأصبح المدراء الماليون لأغلب الشركات الكبرى يهتمون بهذه السياسة لأنها يمكن أن تعبر عن أداء إيجابي للشركة.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من الناحية المفاهيمية بسيطة وغير ومعقدة، إلا أن تطبيق هذه السياسة في الناحية العملية يخضع لعدة إجراءات و ممارسات تفرض على إدارة الشركة الأخذ بعين الإعتبار العديد من الأمور والمحددات عند تحديد هيكل التوزيع الخاص بها، لذلك يحاول هذا الفصل تقديم الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح بالتركيز على مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح وكذلك تطبيقات هذه السياسة بالإضافة إلى أهم المحددات التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح في الشركة . وذلك وفق المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثاني: تطبيقات سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح قرار إستراتيجيا لذلك يتم تقريره من قبل مجلس الإدارة، إذ يتم من خلاله تحديد المقدار الواجب توزيعه على المساهمين والمقدار الذي يتم تخصيصه لتمويل الفرص الإستثمارية، لذلك إرتأت الباحثة أن يكون هذا الفصل كمدخل تعريفي لسياسة توزيع الأرباح من خلال عرض الإطار المفاهيمي لها.

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

تتخذ الشركة العديد من القرارات بغرض تحقيق هدفها الأساسي والمتمثل في تعظيم قيمتها أو تعظيم ثروة المساهمين من أهمها القرارات المالية والتي تعد قرارات إستراتيجية وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم هذه القرارات إلى جانب كل من قرار الإستثمار وقرار التمويل، لذلك يتضمن هذا المبحث مفهوم سياسة توزيع الأرباح، خصائصها وأهميتها.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

لم يختلف المنظرون في مجال الإدارة المالية والتمويل حول مفهوم سياسة توزيع الأرباح فسياسة توزيع الأرباح في الشركة ترتبط بصفة مباشرة بالأرباح التي تحققها، ففي نهاية كل سنة مالية وفي حالة تحقيق أرباح يكون أمام إدارة الشركة خيارين إما توزيعها على المساهمين أو الإحتفاظ بها لإعادة إستثمارها ، أو توزيع نسبة وإعادة إستثمار الجزء المتبقي منها ويتم إتخاذ قرار التوزيع من عدمه من قبل الجمعية العامة للمساهمين بإعتباره من القرارات الإستراتيجية.

أولاً: تعريف توزيعات الأرباح

تعرف توزيعات الأرباح بأنها : "الربح الذي تخلقه الشركة و توزعه على المساهمين، وبالنتيجة فالتوزيع لا يمكن أن يحدث إلا إذا حققت الشركة ربحاً و كان لديها السيولة للدفع " (Teulie & Topsacalian, 2005, p. 486).

كما تعرف على أنها: "عبارة عن حق نقدي و الذي يمثل الجزء من الأرباح المقدمة للمساهمين " (Turki, 2013, p. 18).

وتعرف التوزيعات بأنها: "عبارة عن الدفعات النقدية أو أي أشكال أخرى التي تقوم الشركة بدفعها إلى مساهميها، وينظر إليها من قبل المساهمين على أنها المقابل على الإستثمار المحقق في الشركة " (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 388).

وتعرف أيضا على أنها: " النقد أو السهم، أو أي نوع من ملكية الشركة يتم توزيعه على حملة أسهمها، ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عنه في أي وقت ، إلا أن التوزيعات لا تمثل إلتزام قانوني على الشركة، أي أنه خيار للمجلس " (النعيمي و التميمي ، 2009، صفحة 457).

كما تعرف أيضا على أنها: " توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، ويخضع توقيت التوزيع لمصادقة مجلس إدارة الشركة" (حسين ، 2008، صفحة 213).

وتعرف كذلك بأنها:"تلك التركيبة الأساسية من المردودية التي تسمح من جهة بجلب ولاء المساهمين المهتمين بدخل مرتفع ، ومن جهة أخرى تسمح بنقل المعلومة بين المديرين ، المساهمين ، الشركة والسوق" (Bellalah, 2000, p. 01).

وحسب هندي (2005) فإن " التوزيعات ماهي إلا الصورة العكسية للأرباح المحتجزة " (هندي ، 2005، صفحة 307).

إذن توزيع الأرباح هي تلك النسبة من الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين سواء في شكل نقدي أو غير نقدي وهي تعتبر بمثابة العائد بالنسبة للمساهمين، أما النسبة المتبقية بعد التوزيع تدعى الأرباح المحتجزة وهي تعتبر مصدر تمويل ذاتي.

من التعاريف السابقة نستنتج ما يلي:

- تتم عملية التوزيع إذا حققت الشركة ربح وتوفرت لها السيولة الكافية للقيام بعملية التوزيع؛
- التوزيع حق من حقوق المساهمين، فمن حق المساهمين في الشركة الحصول على توزيعات في شكل نقدي أو في شكل أسهم إذا ما قرّر مجلس الإدارة ذلك، وهي تم بدرجة كبيرة صغار المساهمين الذين تعد التوزيعات بالنسبة لهم بمثابة عائد؛
- بالرغم من أن التوزيعات حق من حقوق المساهمين إلا أنها لا تعتبر إلتزام قانوني بالنسبة للشركة، فقرار التوزيع من عدمه وتحديد نسبة وتوقيت التوزيع من صلاحيات مجلس الإدارة ، بمعنى أن الشركة ليست ملزمة قانونيا بالقيام بعملية التوزيع ؛
- التوزيعات تدفع في شكل دفعات بمعنى أنها تكون بصفة دورية إما سنوية أو سداسية أو ثلاثية؛
- يمكن للشركة أن تقوم بعملية التوزيع إذا حققت خسارة في السنة المالية الحالية عن طريق القيام بعملية التوزيع من الأرباح المتراكمة للسنوات السابقة؛

- تعتبر التوزيعات كأداة لجلب المساهمين والأموال داخل الشركة من خلال مساهمتها في نقل المعلومات بين الأطراف ذوي المصلحة في الشركة.

ثانيا: تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها: "السياسة التي تنتهجها الشركة لتوزيع أرباحها على مساهميها" (Bodie & Merton, 2007, p. 277).

تعرف كذلك بأنها "المفاضلة بين توزيع الأرباح أو إحتجازها بغرض إستثمارها ، وهي تعبر عن النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة " (هندي ، 2005 ، صفحة 307).

وتعرف كذلك بأنها : " مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند إتخاذ قرارات توزيع الأرباح ، وتقوم الشركات عموما بوضع سياساتها بما يتلاءم مع أهدافها" (العلي ، 2013 ، صفحة 373).

وتعرف سياسة توزيع الأرباح كذلك بأنها: "مجموعة من مبادئ الشركة التي من خلالها يتم التحكم في الطريقة الأمثل لتوزيع أرباح الشركة بهدف زيادة ثروة المساهمين " (غزالي ، 2017 ، صفحة 292).

السياسة المثلى لتوزيع الأرباح "هي تلك السياسة التي تقوم على الموازنة بين التوزيعات الحالية و التوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق " (النعيمي و التميمي ، 2009 ، صفحة 458).

كما يشير الباحث (ALBOUY.M, 1990) أنه في حالة ما تم إعتبار أن كل من قرار الإستثمار و كذلك هيكل رأس المال في الشركة ثابتين فإنه يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها: "عملية المراجعة (Arbitrage) بين الإحتفاظ بالأرباح من جهة، وتوزيع السيولة على المساهمين من جهة أخرى " (ALBOUY M. , 1990, p. 240)

وعليه فسياسة توزيع الأرباح ماهي إلا الطريقة التي تتبعها الشركة في تسيير أرباحها من خلال الإختيار بين توزيع الأرباح على المساهمين أو الإحتفاظ بها لدعم الهيكل المالي للشركة بهدف تمويل الفرص الإستثمارية.

المطلب الثاني: خصائص سياسة توزيع الأرباح

يشير Damodaran أن سياسة توزيع الأرباح تتميز بمجموعة من الخصائص لخصّها فيمايلي:

أولاً: التوزيعات لها نفس ميل الأرباح

ترتبط التوزيعات بالأرباح بصفة إيجابية لأن التوزيعات يتم دفعها عن طريق الأرباح المحققة من قبل الشركة؛ ففي دراسة الباحث (Linter, 1956) الذي قام بفحص الطريقة التي تعتمد عليها الشركات في تحديد مبلغ

التوزيعات المدفوعة، خلص أن الشركات تقوم بتحديد نسبة ثابتة للتوزيع بالإعتماد على مستوى الأرباح المحققة، كما توصل إلى أن المسكرون حساسون كثيرا للتغير في التوزيعات.

ثانيا : التوزيعات مستقرة

تعمل معظم الشركات على عدم إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات لعدة أسباب أهمها:

- التخوف من عدم قدرتها على دفع توزيعات أعلى في المستقبل؛

- ردة فعل السوق السلبية نتيجة الإعلان عن خفض التوزيعات مما يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم (DAMODRAN, 2010, pp. 454-459).

ثالثا: التوزيعات تتطور بطريقة سلسلة أكثر من الأرباح

وذلك بالنظر إلى أن الشركات تكون لديها مخاوف قوية من زيادة التوزيعات ما لم تكن قادرة على الحفاظ على مستوى هذه الزيادة ، فالتوزيعات لها تطور سلسل بالمقارنة مع الأرباح ، إذ تبين العديد من الدراسات أن التوزيعات أقل تغيرا من الأرباح ، فقد أثبتت نتائج الدراسات أن التغير التاريخي للتوزيعات أقل أهمية من التغير في الأرباح .

رابعا: سياسة توزيع الأرباح في الشركة تتبع دورة حياتها

تتبع الشركات سياسة التوزيع التي تعود بالفائدة على الشركة من خلال دورة الحياة، فالشركات في فترة النمو القوي والسريع مع فرص استثمارية مهمة لن تقوم بدفع أي توزيعات لكن عند وصول الشركة إلى مرحلة النضج التي تتميز بتدفقات نقدية مهمة وفرص استثمارية أقل فإنها ستقوم بدفع جزء مهم من الأرباح على شكل توزيعات.

خامسا: إختلاف سياسة التوزيعات بين الدول

توجد أوجه تشابه في خصائص سياسة توزيع الأرباح بين الدول، فعلى غرار الولايات المتحدة الأمريكية التوزيعات في الدول الأخرى مستقرة وتتبع تطور الأرباح مع تأخر ومع ذلك هناك إختلافات في معدلات التوزيع بين الدول ويرجع ذلك إلى الأسباب التالية:

1. إختلافات في مستوى النمو

ففي الولايات المتحدة الأمريكية الشركات ذات معدلات نمو مرتفعة تقوم بدفع توزيعات أقل.

2. الإختلافات الضريبية

ففي ألمانيا مثلا يتم فرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية بمعدل أعلى بالمقارنة مع الأرباح الموزعة.

3. إختلافات في طريقة فهم حوكمة الشركات

عندما لا يكون هناك أي فصل بين المديرين و المساهمين في الشركات فإن التوزيعات المدفوعة من قبل الشركات تكون أقل لأن المساهمون يمتلكون سيطرة أقل على المديرين، وبالتالي فإن نسب توزيع الأرباح في الشركات في الأسواق الناشئة تكون أقل، وذلك نظرا للقوة الكبيرة التي يتمتع بها المديرون في هذه البلدان الأمر الذي يساعد في الحفاظ على هذه النسب عند مستويات أقل (DAMODRAN, 2004, pp. 903-906).

المطلب الثالث: أهمية سياسة توزيع الأرباح

ينظر المساهمون إلى التوزيعات على أنها المقابل على الإستثمار في الشركة، وبالتالي يجب أن يكون لدى الشركات سياسة استراتيجية لتوزيع الأرباح، فالمستثمرون في الأسواق لايفضّلون المفاجآت، فإذا لم يكن لدى الشركة سياسة توزيع مستقرة، لن يكون لدى المساهمين أي مصلحة في الإحتفاظ برأس مالهم في مثل هذه الشركات، وبالنتيجة سينخفض سعر سهم الشركة، وعندما لا يحصل المساهمين على العائد المتوقع من أرباح الأسهم (dividend) فإنهم يعبرّون عن عدم رضاهم عن طريق بيع الأسهم ، وبالتالي يجب على الشركات أن تولي إهتماما خاصا لسياسة توزيع الأرباح (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 388)، وعليه فسياسة توزيع الأرباح ذات أهمية كبيرة بالنسبة لشركات الأعمال ويمكن توضيح هذه الأهمية فيما يلي:

أولا : التوزيعات كإشارة عن أداء الشركة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح عنصرا مهما في إستراتيجية الشركة وبرنامجها الإستثماري، فتوزيع الأرباح من قبل الشركة يعتبر كإشارة عن الصحة المالية للشركة، بالرغم من أنه لا يمكن الحكم على القدرة المالية للشركة من خلال التوزيعات فقط، فالتوزيعات تعد دخل منتظم بالنسبة للمساهمين و في حالة غيابها يضطر المساهمين للإعتماد على إرتفاع سعر السهم للحصول على أرباح ، و بالتالي يمكن القول أن جاذبية بعض الشركات تعتمد إلى حد كبير على التوزيعات (Cattlin, 2020)، إذ توضّح التجارب العالمية أهمية سياسة توزيع الأرباح كمروّج (as promoter) في العديد من الشركات الكبيرة، فسياسة توزيع الأرباح المستقرة تعطي إشارة إيجابية للمساهمين ويمكن أن ينظر إليها على أنها تعكس أداء إيجابي للشركة (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 387).

ثانيا : التوزيعات كوسيلة إتصال بين الشركة والسوق

تعد التوزيعات من وسائل الإتصال بين الشركة والمستثمرين فالمعلومات المالية التي يتم إرسالها من قبل الشركات إلى المستثمرين يمكن أن تحمل في طياتها مخاطر محتملة، لأن مدراء الشركات مطالبون بإعطاء صورة جيدة عن وضعية الشركة ، بالرغم من أنه في بعض الأحيان لا تمثل الحقيقة، فالشركات التي تحقق فعليا مردودية تسعى إلى إتباع سياسات متميزة لا يمكن للشركات التي تعاني من صعوبات مالية ولا تملك الوسائل تقليدها ، إذ تعد التوزيعات وإعادة شراء الأسهم من بين هذه السياسات لأنه من الضروري أن تكون لديها سيولة، وبالتالي فالشركة التي تعاني من صعوبات مالية لا يمكن أن تقلد شركة ناجحة، فالتوزيعات و إعادة شراء الأسهم تعتبر وسائل متميزة لنقل المعلومات والتي يتم إستخدامها من قبل المديرين لإقناع المستثمرين بأن صورة الشركة تعكس وضعيتها الحقيقية، وبالتالي فإستراتيجية الإتصال عن طريق التوزيعات تعتبر إستراتيجية حاسمة خاصة في حالة حدوث تغيير في سياسة التوزيع (PASQUAL & YANN, 2011, p. 875).

ثالثا: التوزيعات كمؤشر للنجاح

ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات وتعبّر عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة ، فالمساهمون لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للشركة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى التوزيعات على أنها مؤشر للنجاح الذي تحقّقه، فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى يمكن أن يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها العادية، نظرا للإنطباع الإيجابي الذي يحتمل أن تتركه الزيادة في قيمة التوزيعات لدى المتعاملين في السوق.

رابعا: التوزيعات تجنّب عدم التأكد وتنمي ثقة المساهمين

إن قيام الشركة بتوزيع الأرباح يجنّب المستثمر الشعور بعدم التأكد بشأن إحتمال حصوله على نصيبه من الأرباح المحققة، فالمستثمر يفضل الحصول على نصيبه من الأرباح الآن بدلا على الحصول عليها مستقبلا لأنه لا يوجد ما يضمن له الحصول عليها مستقبلا (هندي ، 1999 ، الصفحات 707-708)، إن تحقيق الشركة لنسبة أرباح صافية ثابتة يضمن للشركة قيمة سوقية مستقرة ودفع توزيعات مستقرة، وهو ما يشعر المساهمين بالثقة حيال قرارهم الإستثماري في هذه الشركة (Prachi, 2019).

خامسا: التوزيعات تزيد من ثروة المساهمين

تبرز أهمية سياسة توزيع الأرباح أيضا من دورها في زيادة ثروة المساهمين، حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم الشركة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين (غنيم، 2006، صفحة 208) .

سادسا: التوزيعات تجذب المستثمرين المؤسسين

سياسة التوزيع العادلة تعني سمعة قوية في السوق المالي، هذا الوضع المالي القوي للشركة في السوق يساهم في جلب المستثمرين المؤسسين الذين يميلون إلى الاستفادة من مبلغ أعلى للشركة ؛

سابعا: التوزيعات كوسيلة للتخطيط للمشاريع المستقبلية

تساهم سياسة توزيع الأرباح في التخطيط للمشاريع المستقبلية فيما يخص تمويل الفرص الإستثمارية المتاحة للشركة من خلال إحتجاز الأرباح للتمويل وهو ما يجنب الشركة الوقوع في خطر السيولة ؛

ثامنا: التوزيعات تساهم في إستقرار القيمة السوقية للأسهم

إن إتباع الشركة لسياسة توزيع مستقرة في الشركة يعني إرضاء المستثمرين الذين يفضلون الإحتفاظ بالأسهم على المدى الطويل، وهذا يؤدي إلى الإستقرار الذي يكون له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة ؛

تاسعا : التوزيعات كآلية للرقابة و السيطرة

تساعد سياسة توزيع الأرباح في الشركة على ممارسة الرقابة المناسبة على تمويل الشركة، فقد تصل الشركة إلى نقص في الأموال لتمويل الفرص المستقبلية إذا قامت بتوزيع أقصى الأرباح (Prachi, 2019).

المبحث الثاني: تطبيقات سياسة توزيع الأرباح

يخضع تطبيق سياسة توزيع الأرباح إلى عدة إجراءات يستوجب على الشركة إتباعها، كما أن تطبيقها يستلزم إختيار إستراتيجية التوزيع التي تناسبها.

المطلب الأول: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

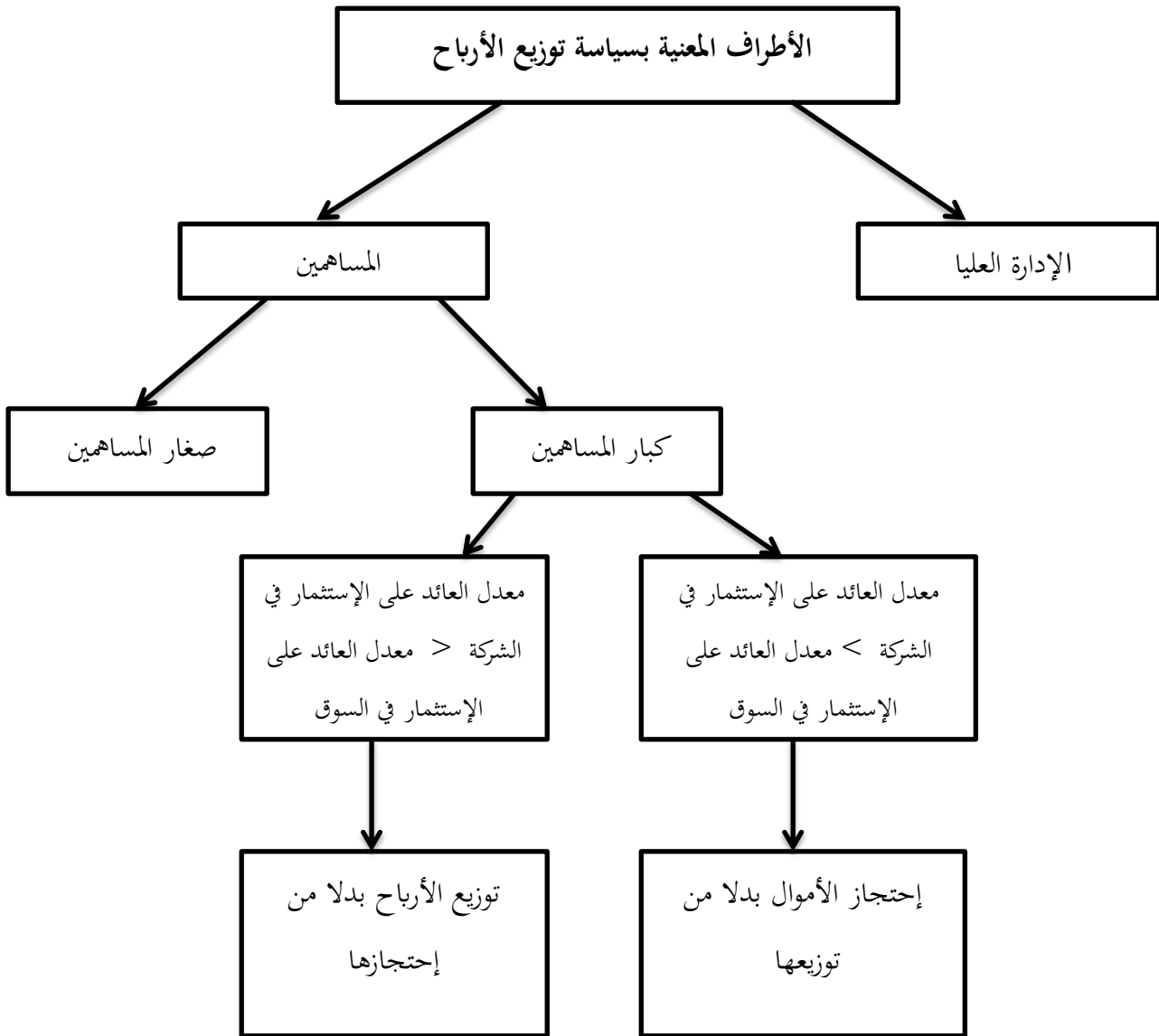
يتم تحديد نسبة التوزيع بناء على الظروف الخاصة بالشركة وتماشيا مع الأهداف التي تسعى الشركة إلى تحقيقها وبالنظر إلى خططها التمويلية والإستثمارية خلال الفترة بالإضافة إلى وضع السيولة دون إهمال تفضيلات

ورغبات المساهمين التي تعد التوزيعات حقا من حقوقهم، فإدارة الشركة تحاول بالإعتماد على سياسة توزيع الأرباح إرضاء جميع الأطراف ذوي المصلحة.

أولا : الأطراف المعنية بعملية توزيع الأرباح

تتم سياسة توزيع الأرباح جميع الأطراف ذوي المصلحة في الشركة نظرا للأهمية التي تحظى بها من طرف المساهمين من جهة وإدارة الشركة من جهة أخرى، وقد تختلف وجهة نظر هذه الأطراف حول سياسة توزيع الأرباح كل حسب الأهداف التي ترضيه، وعلى العموم يمكن توضيح الأطراف المهتمة بسياسة التوزيع في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): الأطراف المعنية بسياسة توزيع الأرباح



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على (آل شبيب ، 2009 ، الصفحات 205-206)

يبين الشكل رقم (1-1) أن سياسة توزيع الأرباح تمّ كل من الإدارة العليا والمساهمين ويختلف هدف كل منهما حسب مصلحته، فالإدارة تحاول الإحتفاظ بالأموال كمصدر تمويل ذاتي لتمويل الفرص الإستثمارية المستقبلية وعدم اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية قد تكون أعلى تكلفة وذات مخاطر بينما ينظر المساهمون إلى التوزيعات على أنها عائد وهنا يتم التمييز بين فئتين من المساهمين هما صغار المساهمين الذين يسعون إلى الحصول على التوزيعات (التوزيعات دخل جاري من وجهة نظرهم)، أما الفئة الثانية من المساهمين فهي فئة كبار المساهمين وتعتبر هذه الفئة من أصحاب الأموال الكبيرة ومن وجهة نظر هؤلاء فإنه إذا كان معدل العائد على الإستثمار في الشركة أكبر من معدل العائد على الإستثمار في السوق يفضل كبار المساهمين الإحتفاظ بالأموال بدلا من توزيعها، أما إذا كان معدل العائد على الإستثمار في الشركة أصغر من معدل العائد في السوق فإنهم يفضلون توزيع الأرباح بدلا من الإحتفاظ بالأموال.

ثانيا: السلم الزمني للتوزيعات

في حال قرّر مجلس الإدارة في الشركة القيام بعملية توزيع الأرباح فإن ذلك يترتب عليه مجموعة من التواريخ التي تتم من خلالها عملية التوزيع، حيث يقوم مجلس الإدارة خلال الجمعية العامة للمساهمين بإقتراح النتيجة المحتملة لتوزيعها أو النتيجة القابلة للتوزيع والتي تساوي (BERK & De Marzo):

النتيجة القابلة للتوزيع = النتيجة الصافية للسنة المالية - الخسائر السابقة - الإحتياطات + المرحل من جديد.. (1-1)

عادة ما يتم دفع التوزيعات بصفة دورية فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية تكون بصفة ثلاثية (ربع سنوية) كما يمكن أن تتم بصفة سداسية (نصف سنوية) وكذلك بصفة سنوية كفرنسا مثلا، بالإضافة إلى أنه يمكن أن تكون هناك توزيعات إستثنائية محتملة.

على العموم نميز بين التواريخ التالية للسلم الزمني للتوزيعات:

1. تاريخ الإعلان عن التوزيعات (Déclaration Date)

وهو تاريخ إجتماع مجلس الإدارة في الشركة وإتخاذ قرار توزيع الأرباح على المساهمين (نيم ، 2013 ، صفحة 263)، إذ يعتبر هذا التاريخ أو اليوم مهم جدا لأنه بمجرد إعلان الشركة عن تغيير أو تعديل في التوزيعات فإنها تقوم بنقل المعلومات للسوق (Turki, 2013, p. 18) ، كما أنه وبعد تصريح مجلس الإدارة عن التوزيعات فإنها تصبح إلزاما إتجاه الشركة (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 384).

2. تاريخ التوزيعات السابقة (Ex-Dividend Date)

هو التاريخ أو اليوم الذي يجب على المستثمر أن يشتري فيه السهم ليحصل على التوزيعات (Turki, 2013, p. 18)، أو هو تاريخ إنتهاء حق المساهم الجديد في الحصول على توزيعات الأرباح (تيم ، 2013، صفحة 263)، ويعتبر هذا التاريخ بمثابة تاريخ إستحقاق للحصول على التوزيعات، فإذا تم شراء السهم من قبل المستثمر قبل هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على التوزيعات أما إذا تم شراؤه في هذا التاريخ أو بعده فلن يكون للمستثمر (المشتري) الحق في الحصول على التوزيعات وإنما تكون التوزيعات من حق المالك الأصلي للسهم، ويتم تحديد هذا التاريخ عموماً بيومين قبل تاريخ التسجيل (النعيمي و التميمي ، 2009، الصفحات 459-460).

3. تاريخ التسجيل (Date of Record)

وهو التاريخ الذي تظهر فيه قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح ، وبناء عليه فإن نقل ملكية الأسهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على التوزيعات (تيم ، 2013، صفحة 264) .

4. تاريخ دفع التوزيعات (Payment Date)

وهو آخر تاريخ للقيام بعملية التوزيع ويتمثل في اليوم الذي تدفع فيه التوزيعات ويتم فيه تحويل الأموال للمساهمين (Turki, 2013, p. 18) .

ويمكن توضيح تواريخ دفع التوزيعات لمساهمي شركة APPEL بالنسبة للربع الأول والثاني والثالث وكذلك الربع الرابع من سنة 2021 في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): التواريخ الزمنية لدفع التوزيعات لشركة Apple لسنة 2021

| التاريخ السابق | النوع | المبلغ النقدي | تاريخ الإعلان | تاريخ التسجيل | تاريخ الدفع |
|----------------|---------------|------------------|---------------|---------------|-------------|
| 2021/02/05 | توزيعات نقدية | 0.205\$ | 2021/01/27 | 2021/02/08 | 2021/02/11 |
| 2021/05/07 | توزيعات نقدية | 0.22\$ | 2021/04/28 | 2021/05/10 | 2021/05/13 |
| 2021/08/06 | توزيعات نقدية | 0.22\$ | 2021/07/27 | 2021/08/09 | 2021/08/12 |
| 2021/11/05 | توزيعات نقدية | 0.22\$ | 2021/10/28 | 2021/11/08 | 2021/11/11 |

Source: (<https://www.nasdaq.com>).

يبين الجدول (1-1) السلم الزمني لعملية دفع التوزيعات النقدية التي إتبعتها شركة Apple سنة 2021 لمساهميها، حيث تمت العملية بصفة ثلاثية فقد تم الإعلان عن أول عملية توزيع لصالح المساهمين في الربع الأول من سنة 2021 وذلك يوم 22 جانفي بينما كان تاريخ تسجيل المساهمين في السجلات في الثامن من شهر فيفري أما تاريخ الدفع فكان يوم 11 فيفري 2021 وهو اليوم الذي حصل عليه المساهمون على التوزيعات النقدية بينما في الربع الرابع من السنة فقد تم الإعلان عن التوزيعات من قبل مجلس الإدارة يوم 28 أكتوبر، وقد تم الدفع الفعلي يوم 11 نوفمبر من نفس السنة.

المطلب الثاني: إستراتيجيات سياسة توزيع الأرباح

يكون أمام الشركة عدة بدائل أو إستراتيجيات فيما يخص سياسة توزيع الأرباح ، إذ يمكن للشركة توزيع جميع الأرباح على المساهمين كما يمكنها توزيع جزء وترك الجزء المتبقي كتمويل ذاتي أو عدم إجراء التوزيعات نهائيا بمعنى عدم دفع أي توزيعات للمساهمين والإحتفاظ بجميع الأرباح لتمويل الفرص الإستثمارية أما الإستراتيجية الأخيرة فهي إتباع سياسة توزيع مستقرة، وعلى العموم توجد أربع إستراتيجيات لسياسة توزيع الأرباح تتمثل في:

أولا: سياسة التوزيع القصوى

هذه السياسة تقضي بأن يتم توزيع كل الأرباح ، إذ يشير (Rubner 1966) إلى توزيع إجمالي الأرباح لأن المساهمون يفضلون الحصول على توزيعات أكبر مقارنة بتوزيعات أقل لكن يصعب على الشركات أن تتبنى هذه الإستراتيجية من جهة بسبب العبء الضريبي الذي يفرض ضرائب مضاعفة على التوزيعات التي يتلقاها المساهمون ومن جهة أخرى بسبب التأثير السلبي لهذه السياسة على التمويل الذاتي للشركة (Wamba, Wanda, & Mbatchou, 2020, pp. 90-91).

ثانيا: سياسة توزيع المتبقي

تقوم هذه السياسة على توزيع ما تبقى بعد إحتجاز ما يلزم للتمويل بمعنى أنها مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد إستثمارها بمعدل يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال إستثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة (النعيمي ، الساقي ، سلام ، و موسى ، 2011، صفحة 460)، وهذا يعني أن قرار التوزيع في هذه الحالة قرار تابع يتوقف على مدى وجود مشاريع إستثمارية مربحة (هندي ، 2005، صفحة 307)، فحجم التوزيعات نتاج للفرص الإستثمارية المتاحة والموارد المالية التي يمكن إستخدامها في تمويل تلك الفرص، فالشركة أولا تحدد حجم الميزانية يلي ذلك تحديد نسبة التمويل الذاتي من الأرباح المحققة خلال السنة المالية، وما يتبقى بعد ذلك من أرباح يوزع على المساهمين هذا يعني أن حجم الإستثمار هو دالة في الأرباح الموزعة وهو ما يترتب عليه عدم إستقرار نصيب السهم من التوزيعات، فمع بقاء

العوامل الأخرى على حالها ينخفض حجم التوزيعات مع الزيادة في حجم الإستثمارات المتاحة والعكس صحيح، وهو ما تقضي به نظرية الفائض Residual Theory of Dividend (هندي، 1998، صفحة 338)، إضافة إلى ذلك فإن حجم التوزيعات تتوقف على حجم الأرباح المحققة أي أن الشركة تحتجز من الأرباح القدر الذي تحتاجه لتمويل إستثماراتها وما تبقى يتم توزيعه، إذن يمكن النظر إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها قرار تمويلي، ومن ثم تعد التوزيعات النقدية قرارا تابعا للإحتياجات التمويلية للشركة (الحناوي و سلطان ، 1999 ، صفحة 406).

عند تطبيق سياسة التوزيعات النقدية المتبقية يجب على الشركة أن تتخذ الخطوات الثلاثة التالية (SALIH, 2010, pp. 27-28) :

- التعرف على جميع الفرص الإستثمارية المتاحة التي تحقق قيمة حالية موجبة والتي ترغب الشركة في الإستثمار فيها ؛

- تحديد مزيج هيكل رأس المال الأمثل الذي يحقق أدنى مستوى تكلفة ؛

- إستخدام الأرباح لتمويل المشاريع الجديدة ذات القيمة الحالية الموجبة بالنظر لإنخفاض تكلفتها مقارنة بزيادة إصدارات أسهم جديدة لتحقيق أفضل مزيج من رأس المال.

بناء على الخطوات السابقة، وبالنظر إلى أن الإحتياجات التمويلية للشركة للحصول على الميزج الأمثل لهيكل رأس المال يتم تمويلها عن طريق الأموال الخاصة وليس عن طريق الأموال المقترضة، فإنه إذا كانت الحاجة التمويلية تتجاوز الأرباح التي حققتها الشركة والأرباح المحتجزة فإن الشركة لن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين، أما إذا كانت الأموال المطلوبة للتمويل أقل من الأرباح المحتجزة فإن الشركة تقوم بتمويل إحتياجاتها وتوزع الأموال الزائدة (المتبقية) على المساهمين، بالإضافة إلى ذلك إذا كانت لدى الشركة القدرة على الإقتراض بمعنى أن هيكل رأس المال لا يتكون من الأموال الخاصة فقط بل قد تلجأ الشركة إلى التمويل الخارجي دون أن يؤدي ذلك إلى مستوى مخاطر تتعرض لها الشركة وتؤثر عليها، يمكن للشركة في هذه الحالة توزيع الأرباح لعدم الحاجة إلى التمويل كما أن هذه الأرباح تعتبر فائض (SALIH, 2010, p. 28).

تعود الدوافع وراء تبني الشركة لسياسة المتبقي من الأرباح إلى ما يلي (Nwamaka & Ezeabasili, 2017, p. 959) :

- التقليل من زيادة رأس المال الجديد (الديون والأموال الخاصة) نظرا لسياسة الإحتفاظ المرتفعة، وبالتالي تجنب التكاليف المرتبطة بالإصدارات الجديدة ؛

- إضعاف سيطرة المساهمين الحاليين عن طريق الزيادة في حقوق الملكية، وهو ما يمكن تجنبه فيما لو كانت الأرباح المحتفظ بها مرتفعة؛

- قد تؤدي سياسة الإحتفاظ المرتفعة في الشركة إلى تمويل معدل نمو أسرع وأقوى ؛
- عندما يكون معدل الضريبة على التوزيعات أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية فإن المساهمين يفضلون سياسة الإحتفاظ العالية بسبب وضعيتهم الضريبية.

ثالثا: سياسة عدم دفع التوزيعات

يطلق على هذه السياسة كذلك بسياسة التوزيع الدنيا أو سياسة غياب التوزيعات، إذ وبموجبها تتبنى الشركة إجراء عدم دفع أي أرباح للمساهمين كتوزيعات بغض النظر عن تحقيقها للربح أو الخسارة، وبالتالي فنسبة التوزيع ستكون 0%. بمعنى أن الشركة ستقوم بالإحتفاظ بإجمالي الأرباح بغرض إعادة إستثمارها، وغالبا ما يتم إعتقاد هذه السياسة من قبل الشركات الناشئة لأنها تساعد في توسيع نطاق أعمالها، حيث يستثمر المساهمون في الشركات التي تتبع هذه السياسة لأنهم يعتبرون أنّ تقدير سعر السهم أكثر أهمية من توزيعات الأرباح وتتنمي فئة المستثمرين الذين يستثمرون في هذه الشركات عموماً إلى الأعمار الأصغر أو المتوسطة التي لا تميل أكثر نحو الدخل العادي (Thakur, 2021).

بالرغم من الأهمية التي تحظى بها سياسة التوزيع في الشركات خصوصا المسعرة في البورصة نظرا للمحتوى المعلوماتي والإشارات التي ترسل إلى السوق من خلال هذه السياسة إلا أن هناك العديد من الشركات التي تتبنى سياسة عدم توزيع الأرباح للمساهمين كشركة Amazon وشركة Facebook وقد يرجع السبب في ذلك إلى أن هذه الشركات مازالت في مرحلة النمو و م تصل مرحلة النضج بعد وهو ما يتطلب توفر أموالا كبيرة لتمويل إحتياجات النمو القوي والتوسع، إذ يوضّح الشكل (1-2) إستراتيجية عدم دفع التوزيعات التي تتبناها شركة Facebook.

الشكل رقم (1-2): سياسة عدم دفع التوزيعات التي تتبناها شركة Facebook



Source: (Thakur, 2021)

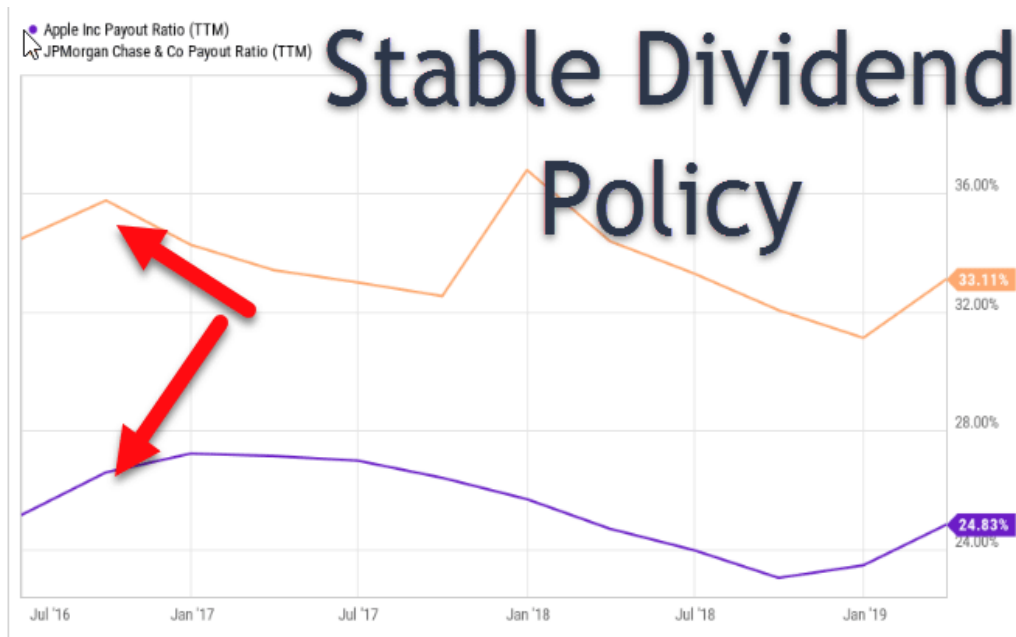
إذ يوضح الشكل رقم (1-2) أن شركة Facebook تعتمد على إستراتيجية عدم دفع توزيعات للمساهمين حيث يلاحظ أن معدل التوزيع يساوي 0% من سنة 2012 إلى غاية 2018، وهي نفس السياسة التي إعتمدها الشركة سنتي 2019 و 2020، وهذا يعني أن الشركة تقوم بإحتجاز مجمل الأرباح.

رابعا: سياسة التوزيع المستقرة

لا يعني الإستقرار التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة إلى أخرى و إنما إستقرار نمط تلك التوزيعات، فالتوزيعات التي تزداد من عام لآخر أو تخفض من عام لآخر بانتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة، ويفضل المستثمرون التوزيعات التي تتصف بالإستقرار لأنها تزيد من التأكيد (هندي، 1998، الصفحات 338-339)، إذ تسعى الشركات التي تتبع هذه السياسة إلى دفع التوزيعات سنويا، بغض النظر عن أدائها، بدلا من أن تستند التوزيعات على أداء الشركة في المدى القصير ستعتمد سياسة التوزيع المستقرة على التوقعات طويلة الأجل، بهدف رؤية التوزيعات تزداد بنفس معدل الأرباح الرأسمالية في المدى الطويل، كقاعدة عامة، تستخدم سياسة التوزيع المستقرة نسبة توزيع مستهدفة تحدد نسبة التوزيع التي يتم دفعها للمساهمين على المديين القصير والطويل (Cattlin, 2020).

ميزة هذه السياسة أن الدفعات تظل مؤكدة ومنتظمة، حتى إذا كانت الشركات تعاني من اضطرابات مؤقتة تسعى إلى تكريم المساهمين حتى بعد عام مالي صعب، والإستفادة من إحتياطاتها إذا كانت الأرباح غير كافية لإعطاء المساهمين نوع من الثقة والأمان، ومع ذلك يمكنها تعديل سياستها إذا إعتبرت أن مرحلة الأداء الضعيف ستستمر، بمعنى أن المساهمين لن يحصلوا على توزيعات أكبر إذا حققت الشركة أرباحاً أكبر من المتوقع لأنها ستختار على الأرجح الإحتفاظ بالنقد، هذه السياسة تدفع الشركة إلى الإلتزام حتى لو كانت تمر بأوقات صعبة، ومع ذلك الشركات لديها القدرة على تشكيل الإحتياطيات في أوقات الرخاء لأنها غير مرغومة على توزيع كل الأرباح على المساهمين (Cattlin, 2020).

الشكل (1-3): سياسة التوزيع المستقرة التي تتبناها كل من شركة Apple.inc وشركة JPMorgan Chase & Co



Source: (Thakur, 2021)

يشير الشكل رقم (1-3) إلى سياسة التوزيع المستقرة التي تتبعها كل من شركة Apple.inc وشركة JPMorgan Chase & Co إبتداء من سنة 2016 إلى غاية 2019، إذ يوضح الشكل أن إستقرار التوزيعات لا تعني ثبات منحى التوزيعات (بمعنى ثبات في قيمة التوزيعات) وإنما تعني ثبات عملية أو سيورة دفع التوزيعات سواء إتسمت هذه التوزيعات بالإرتفاع أو الإنخفاض، إذ ترسل هذه السياسة إشارات للسوق عن قدرة الشركة على دفع التوزيعات ومكافأة مساهميها وتعظيم ثروتهم وهو ما يجعل مثل هذه الشركات ذات جاذبية.

المطلب الثالث: أشكال سياسة التوزيع

يمكن تطبيق سياسة توزيع الأرباح في الشركة إما في شكل نقدي أو عيني أو في شكل أسهم، وتعد التوزيعات النقدية الشكل الكلاسيكي لدفع التوزيعات إذ تعتبر تاريخياً كأول شكل من أشكال التوزيعات ثم ظهرت بعدها أشكال أخرى من التوزيعات كالتوزيعات في شكل أسهم.

أولاً: التوزيعات النقدية

تعتبر التوزيعات النقدية الطريقة الأكثر شيوعاً وتفضيلاً من طرف المساهمين لسحب أرباحهم وذلك بالنظر إلى سهولة تطبيقها بالمقارنة مع الأشكال الأخرى من التوزيعات لكنها تتطلب توفر السيولة الكافية داخل الشركة، ويمكن وصف التوزيعات النقدية بالطريقة التقليدية أو الكلاسيكية لدفع التوزيعات.

وقد تأخذ التوزيعات النقدية الصور التالية:

1. توزيعات بنسبة ثابتة Constant Pay-Out Ratio

يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنة إلى أخرى، غير أن هذا يعني أن يتذبذب نصيب السهم من التوزيعات نتيجة لتذبذب الأرباح (هندي، 1998، صفحة 342)، إذ تقوم الشركة وفقاً لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين وهو ما يجعل هذه السياسة سهلة التطبيق طالما أن الشركة حددت التوزيع المبدئي لها (غنيم، 2006، صفحة 217).

وبما أن الأرباح السنوية للشركات غير ثابتة، فإن اعتماد وتبني هذه السياسة سوف يؤدي إلى تذبذب في كمية التوزيعات لأن استقرار معدل التوزيع الثابت من أرباح غير ثابتة سوف يؤدي إلى اختلاف في كمية التوزيعات السنوية، هذا هو الانتقاد الأساسي الموجه لهذه السياسة، لأن التقلبات (التذبذبات) في مستوى التوزيعات هو أحد المعايير التي تقيس مخاطر الشركة بينما عدم تقلب الأرباح ينظر إليه على أنه شيء إيجابي بالنسبة للأداء الحالي والمستقبلي للشركة، الأمر الذي يؤثر سلباً على أسعار أسهم الشركة التي تتبع هذه السياسة (SALIH, 2010, p. 26).

ويقصد بنسبة التوزيع النسبة المئوية التي يتم توزيعها على المساهمين في شكل نقدي، والتي تحسب بقسمة مقدار توزيعات السهم الواحد DPS على ربحية السهم الواحد EPS كما يلي (العلي، 2013، صفحة 376):

$$\text{Pay - out Ratio} = \frac{DPS}{EPS} \dots \dots \dots (1-2)$$

حيث:

DPS : نصيب السهم الواحد من التوزيعات؛

EPS : نصيب السهم الواحد من الأرباح.

فالشركة التي تعتمد على هذه السياسة، وعند تحقيقها لمستويات أرباح متدنية في فترة معينة، وإلتزامها بنسبة ثابتة للتوزيع، فإن نصيب السهم الواحد من الأرباح سيكون منخفضا، كذلك الأمر في حالة تحقيق الشركة لخسائر في فترات معينة يمكن أن تضطرّ للتوقف عن توزيع الأرباح، ويمكن توضيح أثر إلتباع الشركة لسياسة توزيع تعتمد على نسبة توزيع ثابتة على السعر السوقي للسهم من خلال الجدول أدناه.

الجدول (1 - 2): أثر إلتباع سياسة توزيع تعتمد على نسبة توزيع ثابتة على تذبذب سعر السهم السوقي

لشركة **Matoon Industries**

الوحدة: دولار

| السنة | ربحية السهم الواحد EPS | الربح الموزع للسهم الواحد DPS في شكل نسبة ثابتة 40% | متوسط السعر السوقي للسهم |
|-------|------------------------|---|--------------------------|
| 1996 | 4.5 | 1.80 | 50.00 |
| 1997 | 2.00 | 0.80 | 46.00 |
| 1998 | -1.5 | 0.00 | 38.00 |
| 1999 | 1.75 | 0.70 | 48.00 |
| 2000 | 3.00 | 1.20 | 52.00 |
| 2001 | -0.05 | 0.00 | 42.00 |

المصدر : (العلي، 2013، صفحة 376)

يتضح من الجدول (1-2) أن توزيعات الشركة تتبع ربحية السهم فإنخفاض ربحية السهم الواحد يؤدي إلى إنخفاض نصيب السهم الواحد من التوزيعات نظرا لإلتباع الشركة لسياسة التوزيع بنسبة ثابتة كما أن الشركة سنتي 1998 و 2001 حققت خسارة فلم تقم بالتوزيعات نهائيا، وهذا ما ينعكس بدوره على السعر السوقي للسهم ففي السنوات التي إنخفضت فيها توزيعات الأرباح فإن السعر السوقي للسهم إنخفض أيضا وعندما إرتفعت التوزيعات إرتفع السعر السوقي لأسهم الشركة وهو ما يؤدي إلى إرتفاع حالة عدم التأكد وبالتالي يمكن القول أن التوزيعات تعتبر من وجهة نظر عدد من المستثمرين مؤشرا للحالة المستقبلية للشركة.

2. توزيعات بمبلغ نقدي ثابت Constant Dividend Per Share

ويقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى، وقد يعني ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات (هندي، 1998، صفحة 343)، ويتم وفقا لهذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين وذلك بغض النظر عن مستوى الأرباح التي تحققها الشركة (غنيم، 2006، صفحة 218)، كأن يتم دفع \$0,20 للسهم الواحد كل سنة والذي يمكن أن يكون ثابت خلال السنوات القليلة القادمة، هذه السياسة تعطي مؤشرا إيجابيا عن الشركة بسبب إستقرار مستوى التوزيعات الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مخاطر عدم التأكد (SALIH, 2010, p. 26).

وتلجأ الشركات إلى إتباع هذه السياسة لعدة أسباب أهمها (غنيم، 2006، صفحة 219):

- يترتب على هذه السياسة عدم وجود المعلومات الخاطئة ؛
 - تزداد درجة التأكد عند إتباع هذه السياسة مقارنة بالتوزيعات النقدية المتقلبة ؛
 - يعتقد البعض أنه يترتب على إتباع سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت إرتفاع أسعار الأسهم.
- ويمكن توضيح أثر إتباع سياسة توزيع تعتمد على مبلغ نقدي ثابت على السعر السوقي للسهم من خلال الجدول التالي:

الجدول (1 - 3) : أثر سياسة توزيع الأرباح في شكل مبلغ نقدي ثابت على إستقرار السعر السوقي

للسهم لشركة ما

الوحدة: دولار

| السنة | ربحية السهم الواحد | الربح الموزع للسهم الواحد | متوسط السعر السوقي للسهم |
|-------|--------------------|---------------------------|--------------------------|
| 1998 | 2.7 | 1.00 | 33.50 |
| 1999 | 0.5 | 1.00 | 33.00 |
| 2000 | 0.75 | 1.00 | 33.00 |
| 2001 | 3.00 | 1.00 | 36.00 |
| 2002 | 2.00 | 1.00 | 38.00 |
| 2003 | 2.00 | 1.00 | 38.50 |
| 2004 | 5.00 | 1.00 | 42.00 |
| 2005 | 4.20 | 1.00 | 43.00 |
| 2006 | 4.60 | 1.5 | 45.00 |
| 2007 | 3.90 | 1.5 | 46.50 |
| 2008 | 4.50 | 1.5 | 47.50 |

المصدر: (العلي، 2013، صفحة 377)

يبين الجدول (1-3) أن الشركة تدفع توزيعات ثابتة بقيمة 1 دولار خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى غاية 2005 لكن الشركة في عام 2006 قررت زيادة في التوزيعات إلى 1.5 دولار وذلك لأن الشركة حققت زيادة في ربحية السهم الواحد ابتداء من سنة 2004 التي حققت فيها الشركة 5 دولار، هذه الزيادة في ربحية السهم الواحد Eps و التوزيعات للسهم الواحد DPS إنعكست إيجابيا على زيادة متوسط السعر السوقي للسهم وهذا ما نلاحظه في الجدول (1-3) وبالتالي يمكن القول أن المستثمرون يشعرون بدرجة عالية من الثقة نظرا لإستقرار وإنتظام الأرباح الأمر الذي ينعكس على الإستقرار النسبي لسعر السهم .

3. توزيعات منتظمة مع توزيعات إضافية Regular Plus Extra Dividend

تأتي هذه السياسة في مكان وسط بين السياستين السابقتين (غنيم، 2006، صفحة 219)، يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات، مع إجراء توزيعات في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عال من الأرباح (هندي، 1998، صفحة 343)، فقد تتبع بعض الشركات سياسة توزيع أرباح منخفضة مع توزيعات إضافية عندما تكون أرباح الشركات غير مستقرة ومتقلبة والتي من الصعب في ظلها الحفاظ على سياسة توزيع منتظمة عالية المستوى ولذلك تقوم الشركة بدفع توزيعات ثابتة منخفضة مع توزيعات إضافية في السنوات التي تحقق فيها أرباح عالية وبالتالي يمكن للشركة أن تحقق نوع من التناسق والإستمرارية في مستوى التوزيعات الذي يعتبر مؤشر ذو أهمية كبيرة من جانب المستثمرين الذين يعتبرون ذلك ضروري لبناء الثقة مع الشركة (SALIH, 2010, pp. 26-27).

إنّ ميزة هذه السياسة أنها تمنح المساهمين دخلا منتظما وتضفي نوع من الثقة بالشركة، أما توزيعات الأرباح الإضافية فتتيح للمساهمين الإنتفاع من الأرباح الإستثنائية التي تحققها الشركة، وبالتالي فإن توزيعات الأرباح الإضافية لا تعتبر منتظمة وإنما مشروطة بتحقيق أرباح غير إعتيادية (العلي، 2013، صفحة 378)، وتلائم هذه السياسة الشركات التي تتقلب أرباحها بشكل كبير مثل شركات تصنيع السيارات (الحناوي و العبد ، 2010، صفحة 406).

4. توزيعات نقدية خاصة Irregular Dividend

تسمى كذلك بالتوزيعات غير المنتظمة أو الإستثنائية، حيث تقوم بعض الشركات بدفع التوزيعات بدون أن تنتهج أو تتبنى سياسة توزيع منهجية، فقد يكون لدى بعض الشركات أموال كبيرة تريد توزيعها على المساهمين دون الإلتزام بتكرار هذا النوع من الدفع في المستقبل ويمكن أن يحدث هذا إذا حققت الشركة ربحا كبيرا في سنة معينة لكنها لا تتوقع تحقيق نتائج مماثلة في المستقبل، وبالتالي يمكنها دفع توزيعات دون إعتداد سياسة توزيع محددة، إذ توفر التوزيعات الخاصة دخلا غير متكرر للمساهمين، والذي يتيح للشركة الكثير من المرونة، عادة ليس

لدى الشركات سياسة مرتبطة بالتوزيعات الخاصة لكن بعض الشركات تقوم بتوزيعها بشكل منهجي بالإضافة إلى التوزيعات العادية (Cattlin, 2020).

وبالتالي فالتوزيعات النقدية يمكن أن تكون (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 394):

- توزيعات نقدية منتظمة: يتم إرسالها مباشرة إلى المساهمين وتكرر عادة في نفس الفترة؛
- توزيعات نقدية إضافية: تعتبر كمكافآت، لا يمكن تكرارها على أساس منتظم في المستقبل؛
- توزيعات نقدية خاصة: لا يمكن تكرارها بأي شكل من الأشكال؛

ثانيا: التوزيعات العينية

وتسمى كذلك بالتوزيعات النوعية (حفصي، 2016، صفحة 42)، فقد يقترح مجلس الإدارة توزيع الأرباح في شكل عيني خاصة عند عدم توفر السيولة النقدية في الشركة، و يعني هذا الشكل من التوزيعات أن تقوم الشركة بتوزيع الأرباح من أصولها وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل العقارات أو الإستثمارات أو أي شكل آخر يحدده مجلس الإدارة (حسين ، 2008 ، صفحة 215)، وبالتالي في هذه الحالة يحصل المساهمون على توزيعات في شكل أصول بدلا من حصولهم على توزيعات نقدية أو توزيعات في شكل أسهم إذ يتيح هذا النوع من التوزيعات للإدارة إمكانية إرضاء المساهمين عن طريق حصولهم على توزيعات عينية خاصة في حالة عدم توفر السيولة الكافية للقيام بالتوزيعات النقدية أو في حالة العسر المالي.

ثالثا: التوزيعات في شكل أسهم

يعتمد هذا الشكل على توزيع الأرباح في شكل أسهم، وعلى العموم يمكن التمييز بين البدائل التالية المتاحة أمام الشركة للقيام بعملية التوزيع في شكل أسهم.

1. توزيع الأسهم المجانية Stock Dividends

يعني هذا النوع من التوزيعات أن تقوم الشركة بتوزيع عدد من الأسهم على المساهمين بدلا من توزيع أموال نقدية على أن يتم سداد قيمة ما حصوا عليه من نصيبهم من الأرباح المحتجزة ، و يتم تحديد نصيب كل مساهم من هذه التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم الشركة ، وتلجأ الشركة إلى هذه السياسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة نظرا لما قد تحدثه من آثار على إنخفاض القيمة السوقية للسهم (هندي ، 2005 ، الصفحات 369-370)، إذ تمنح معظم الشركات للمساهمين إمكانية الاختيار في الحصول على التوزيعات في شكل نقدي أو

في شكل أسهم جديدة بالنسبة للشركة، ويتم إتخاذ هذا القرار في الجمعية العامة العادية للمساهمين، ويسمح هذا الشكل من التوزيعات للشركة من إجراء التوزيع مع الإحتفاظ بالأموال بالمقابل، كما أنه لن تكون هنالك أي ميزة ضريبية بالنسبة للأسهم المصدرة لدفع التوزيعات، لأن قيمة الأسهم الجديدة يتم فرض الضريبة عليها كما لو كانت توزيعات كلاسيكية، وبالتالي فالمساهم الذي يقبل بالحصول على التوزيعات في شكل أسهم فإنه سيقوم بدفع الضريبة بالرغم من أنه لم يحصل على سيولة وعليه سيواجه مشكل سيولة (PASQUAL & YANN, 2011, p. 887).

وتلجأ الشركة إلى إتباع هذه السياسة في التوزيع بالرغم من تأثيرها على قيمة السهم بالإخفاض إلى الأسباب التالية (النعيمي ، الساقي ، سلام ، و موسى ، 2011 ، الصفحات 462-463):

- عند قيام الشركة بتحويل الإحتياطات والأرباح المحتجزة إلى رأس المال، فإن هذه العملية توفر لها الإمكانية لإحتجاز أرباح مستقبلية على شكل إحتياطات وهذه العملية تزيد من فرص الشركة في التوسع و النمو ؛

- تعطي عملية توزيع أسهم مجانية محتوى معلوماتي (إشارة) حول توقعات الشركة المستقبلية حيث إنها تعطي إنطبعا بأن الشركة ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها مما يدل على نجاح أعماله؛

- عند إنخفاض سعر السهم في السوق فإن هذا لا يعني إنخفاض ثروة المساهم بل على العكس، فالمساهم حصل على أسهم إضافية بحيث بقيت قيمة ثروته ثابتة، ثم أن قيمة السهم المنخفضة تشجع صغار المستثمرين على شراء سهم الشركة مما يزيد من الطلب عليها وبالتالي إحتمال إرتفاع سعرها مستقبلا.

ويمكن توضيح النقطة الأخيرة فيما يخص إنخفاض السعر السوقي للسهم مع بقاء ثروة المساهم ثابتة دون تغيير من خلال المثال التالي لمعطيات شركة ما (غنيم، 2006، الصفحات 227-228):

عدد أسهم أحد المساهمين = 120 سهم

سعر السهم = 44 ون قبل التوزيعات

نسبة توزيعات الأسهم = 10 %

➤ حساب ثروة المساهم قبل إجراء التوزيعات:

ثروة المساهم = 44 * 120

ثروة المساهم = 5280 ون

➤ حساب ثروة المساهم بعد إجراء التوزيعات:

$$\text{سعر السوق المعدل} = 0.1 + 1/44 = 40 \text{ ون}$$

$$\text{ثروة المساهم} = (0.1 * 120 + 120) * 40$$

$$\text{ثروة المساهم} = 5280 \text{ ون}$$

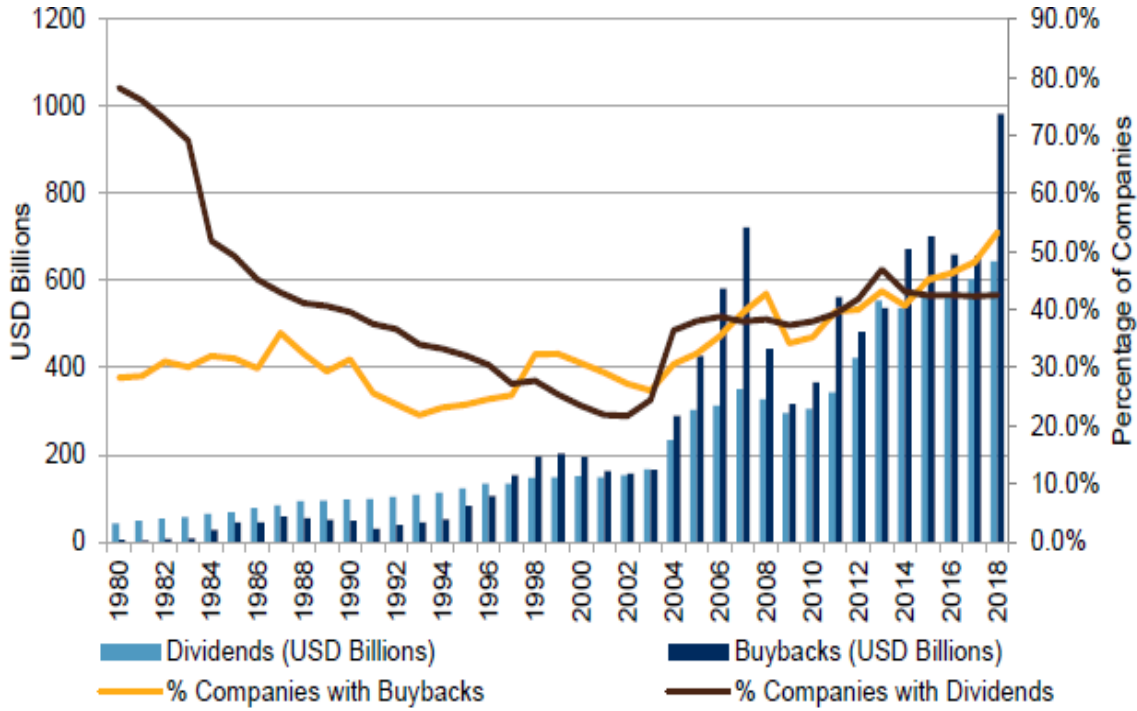
يوضح المثال السابق أن توزيع أسهم مجانية يترتب عليها إنخفاض في السعر السوقي للسهم، إذ إنخفاض السعر من 44 ون إلى 40 ون، لكن هذا الإنخفاض في السعر السوقي لم يترتب عليه أي إنخفاض في ثروة المساهم التي قدرت ب 5280 ون في كلتا الحالتين ويرجع ذلك إلى أن زيادة عدد الأسهم الجديدة يقابلها بالتمام إنخفاض في السعر السوقي للسهم .

2. إعادة شراء الأسهم Stock Repurchases

تعني إعادة شراء الأسهم قيام الشركة بإسترداد أسهمها العادية من المساهمين، ويطلق على هذه العملية مصطلح أسهم الخزينة Treasury Stocks (غنيم، 2006، صفحة 230)، وهو ما يترتب عليه تخفيض عدد أسهم الشركة، ومن ثم زيادة ربحية السهم ، وهو ما يؤدي في الغالب إلى زيادة سعر السهم (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 413)، إذ تفيد عملية إعادة شراء الأسهم في إحداث تغييرات جوهرية في هيكل رأس مال الشركة (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 419)، وذلك عندما يكون هيكل رأس مال الشركة لا يحتوي على أموال مقترضة أو يحتوي على أموال مقترضة لكن بصفة قليلة، مع رغبة الشركة في الإستفادة من الوفرة الضريبية التي يوفرها الإقتراض، حيث تقوم الشركة بإصدار سندات وإستخدام حصيلتها في إعادة شراء جزء من أسهمها (هندي ، 2005، صفحة 380)، وهذه العملية متاحة فقط للشركات المسعرة في السوق المالي والتي بإمكانها إعادة شراء أسهمها من السوق (PASQUAL & YANN, 2011, p. 890).

وقد تزايد عدد الشركات التي تستخدم هذا الشكل من التوزيعات مقارنة بالتوزيعات النقدية، ففي عام 1972 كان توجه الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية عموماً نحو التوزيع النقدي لكن مع مرور الوقت زادت أهمية طريقة إعادة شراء الأسهم حيث فاقت قيمة الأسهم التي تم إعادة شراؤها سنة 2000 الأرباح التي قامت الشركات بتوزيعها نقداً (العلي، 2013، صفحة 381)، وهذا النمو المتزايد لعمليات إعادة الشراء بالتوازي مع دفع التوزيعات النقدية يشير نحو إتجاه تبني سياسة إعادة الشراء كبديل للتوزيعات النقدية، إذ تشير العديد من الأبحاث والدراسات إلى حدوث تحول كبير في سلوك دفع التوزيعات للشركات الأمريكية خاصة بعد ظهور برامج إعادة الشراء كظاهرة إقتصادية (Turki, 2013, p. 30).

الشكل (1-4): إجمالي توزيعات الأرباح و عمليات إعادة الشراء المدفوعة من قبل الشركات الأمريكية و النسبة المئوية للشركات التي لديها توزيعات أرباح إيجابية وعمليات إعادة الشراء في U.S.A للفترة 1980-2018

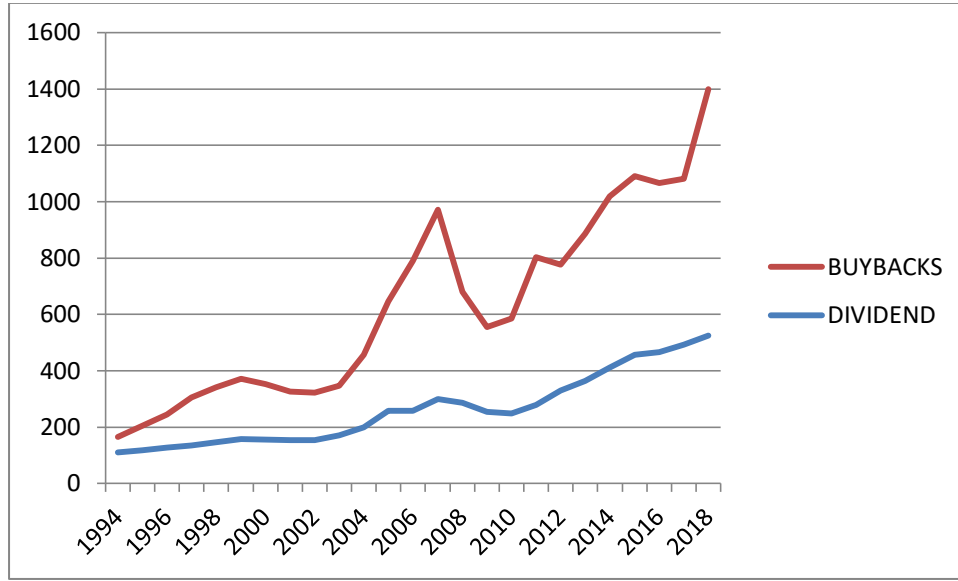


Source :(Liyu et Pricilla March 2020, 2)

يبين الشكل (1-4) أن بداية ظهور عمليات إعادة الشراء كان في بداية الثمانينات حيث كانت نسبة الشركات التي تتبنى هذه السياسة منخفضة جدا مقارنة بنسبة الشركات التي تتبع التوزيعات النقدية الي تعتبر الشكل السائد للتوزيعات آنذاك ، لكن و منذ عام 1997 تجاوز المبلغ الإجمالي لعمليات إعادة الشراء المبلغ الإجمالي للتوزيعات النقدية التي تدفعها الشركات الأمريكية، وانخفضت نسبة الشركات الموزعة للأرباح إلى 43 % في 2018 مقابل 78 % سنة 1980، في حين إرتفعت نسبة الشركات التي أعادت شراء أسهمها إلى 53 % سنة 2018 مقابل 28 % سنة 1980، وهو ما يشير إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم أصبحت الشكل السائد الآن لدفع التوزيعات بالنسبة للشركات الأمريكية.

وهو ما يبينه الشكل رقم (1-5) الذي يعرض تطور عمليات إعادة شراء الأسهم والتوزيعات النقدية لشركات مؤشر S&p1500 المركب خلال الفترة من 1994 – 2018.

الشكل (1-5): تطور عمليات إعادة شراء الأسهم و التوزيعات النقدية لشركات مؤشر S&p1500 المركب خلال الفترة من 1994 – 2018.



الوحدة : مليار دولار

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات (Liyu et Pricilla March 2020, 6) باستخدام برنامج Excel (أنظر الملحق رقم 1)

يلاحظ من الشكل (1-5) أن قيمة التوزيعات النقدية تتجاوز قيمة إعادة شراء الأسهم ابتداء من سنة 1994 إلى غاية سنة 1997 أين تجاوزت قيمة إعادة شراء الأسهم التي قدرت ب 170 مليار دولار مقارنة بقيمة التوزيعات التي قدرت ب 136 مليار دولار، وقد إستمرت هذه الزيادة في قيمة إعادة شراء الأسهم مقارنة بالتوزيعات النقدية إلى غاية 2018 وهو ما يثبت بروز ظاهرة إعادة شراء الأسهم كشكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح كبديل للتوزيعات النقدية من قبل الشركات الأمريكية، وقد وصلت قيمة إعادة شراء الأسهم إلى الذروة سنة 2007 بقيمة تقدر ب 673 مليار دولار مقارنة ب 299 مليار دولار للتوزيعات النقدية، لتسجل تراجعاً معتبراً بالنسبة لإعادة شراء الأسهم سنة 2008 الذي قدر ب 395 مليار دولار وقد يرجع ذلك إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية وهو ما أدى بالشركات إلى التقليل من عمليات إعادة شراء الأسهم من السوق، في حين سجلت التوزيعات النقدية خلال نفس السنة تراجعاً طفيفاً حيث قدرت ب 286 مليار دولار وقد يرجع هذا التراجع الطفيف في التوزيعات النقدية مقارنة بإعادة الشراء إلى إتباع الشركات لسياسة توزيع مستقرة لإرسال محتوى معلوماتي للسوق بغرض جذب المستثمرين، وقد إستمرت وتيرة إرتفاع كل من التوزيعات النقدية وكذلك إعادة شراء الأسهم للشركات الأمريكية إلى غاية سنة 2018 كما يوضّحه الشكل مع إرتفاع في قيمة إعادة الشراء مقارنة بالتوزيعات.

ويمكن قياس إعادة شراء الأسهم بقسمة قيمة الأسهم المعاد شراؤها للمساهم الواحد على السعر السوقي للسهم وفق العلاقة التالية (Kowerski, 2011, p. 38):

$$RZR = \frac{\text{Value of repurchased shares per 1 share}}{\text{share market price}} \dots\dots (1-3)$$

أو من خلال النسبة التالية:

$$RPR = \frac{\text{Value of repurchased shares per 1 share}}{\text{net profit per 1 share}} \dots\dots (1-4)$$

وتوجد ثلاثة أساليب يمكن للشركة إتباعها أو إستخدامها للقيام بعملية إعادة شراء الأسهم من المساهمين وتمثل هذه الأساليب في:

1.2. أسلوب عمليات السوق المفتوحة Open Market

يعتمد هذا الأسلوب على شراء الأسهم من المستثمرين الراغبين في البيع ويكون ذلك بسعر السوق الحالي، إذ يقدم هذا الأسلوب للشركة حرية أكبر في تشكيل حجم الأسهم المعاد شراؤها وكذلك المدة اللازمة للقيام بالعملية (Kowerski, 2011, p. 38)، وهذه الطريقة في إعادة الشراء يمكن أن تحدث ضغوطا كبيرة على سعر السهم إذا كانت أعداد الأسهم المراد شراؤها كبيرة نسبيا بالمقارنة مع الأعداد المتداولة في السوق.

2.2. أسلوب التفاوض Negotiated

تعتمد الشركة على هذا الأسلوب في حالة إعادة شراء الأسهم بأعداد كبيرة من حملة الأسهم الرئيسية، وبالتالي فعلى الشركة إعلام حملة الأسهم الآخرين لأن السعر الذي سيتم إعادة شراء الأسهم على أساسه يجب أن يكون عادلا بمعنى أن يأخذ في الإعتبار مصلحة حملة الأسهم الآخرين (النعيمي و التميمي ، 2009، صفحة 497)، وتسمى هذه الطريقة أو الأسلوب كذلك بإعادة شراء الأسهم المستهدفة لأن الشركة في هذه الحالة تستهدف فئة حاملي النسبة الأكبر من الأسهم في الشركة من خلال تقديم عروض مغرية ومميزة للتفاوض بغرض إعادة شراء أسهمهم، إذ يكون الهدف الأساسي للشركة في هذه الحالة هو مواجهة سيطرة بعض المستثمرين على الشركة (حفصي، 2016، صفحة 42).

3.2. أسلوب المناقصة

بمجرد حصول الشركة على موافقة المساهمين، يمكنها إطلاق عرض عام للإدخار لإعادة شراء أسهمها بسعر محدد وبكمية محددة خلال فترة قصيرة 10 أيام، وعلى العموم تكون هناك علاوة تتراوح بين 10 % و 20 % بالمقارنة مع السعر السوقي، فإذا كان المساهمون يساهمون في العرض بعدد من الأوراق المالية أقل من المبلغ

المستهدف من قبل الشركة يتم إعادة شراء جميع الأوراق المالية المعروضة، وعلى العكس تماما إذا تجاوز عدد الأوراق المالية الكمية المحددة من قبل الشركة يتم تطبيق التخفيض النسبي على أوامر جميع الأسهم (BERK & De Marzo , pp. 650-651).

من بين الدوافع التي تقف وراء لجوء الشركات لإتباع هذا الشكل من التوزيعات مايلي:

- تعزيز ثروة حملة الأسهم أو المساعدة في إحباط عمليات الإستحواذ غير الصديقة أو الودودة الذي يتم التنبؤ بها عن طريق الإعتقاد بأن المهاجمين لا يرغبون في السيطرة على الشركة ذات الأسهم القليلة المتاحة للتداول؛
- إرسال إشارة إيجابية إلى المستثمرين في السوق المالي تشير إلى إعتقاد الإدارة بأن الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية (النعيمي و التميمي ، 2009، الصفحات 493-494) ؛
- توفير الأموال اللازمة عن طريق إعادة بيع أسهم الخزينة مرة ثانية بسعر أعلى من سعر إعادة الشراء؛
- تغيير هيكل التمويل عن طريق إصدار سندات لتوفير الأموال اللازمة لإعادة شراء الأسهم من مساهميها، مما يؤدي إلى زيادة نسبة الديون وإنخفاض نسبة الأموال الخاصة في هيكل تمويل الشركة (غنيم، 2006، صفحة 230)؛
- رغبة الشركة في تحسين مستوى ربحية السهم وزيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح حيث يترتب على عملية إعادة الشراء إنخفاض في عدد الأسهم المتداولة (غنيم، 2006، صفحة 231).

3. تجزئة الأسهم Stock Split

لا تعتبر تجزئة الأسهم سياسة من سياسات توزيع الأرباح إلا أنها أحد أشكال توزيع الأرباح، لأن تأثيرها على السعر السوقي للشركة يشبه تأثير توزيع الأسهم المجانية **Stock Dividends** (العلي، 2013، صفحة 380)، ويطلق على هذه العملية أيضا عملية الإشتقاق، حيث تقوم الشركات بهذه العملية بغرض تخفيض القيمة السوقية لأسهمها عن طريق مضاعفة عدد أسهم الشركة وزيادة عدد هذه الأسهم إلى ثلاث أو أربع أضعاف العدد الحالي وذلك قبل الإعلان عن تخفيض القيمة الإسمية، فعملية تجزئة الأسهم ما هي إلا طريقة تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم الحالية للشركة وذلك بدون حدوث أية تغييرات في حقوق ملكية المساهمين أو في مجموع القيمة السوقية للأسهم عند إجراء عملية التجزئة (غنيم، 2006، صفحة 228)، وتسعى الشركات لإتباع هذه الطريقة عندما تعتقد أن سعر سهمها مقيم بأعلى من قيمته الحقيقية وأن تخفيضه سوف يشجع المساهمين على تنشيط التبادل بيعا وشراء في السوق المالي (لتنشيط عملية التسويق ولتحفيز التعامل السوقي على أسهم الشركة)، وهو ما قد يسبب في بعض الأحيان في زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم بسبب المحتوى المعلوماتي الذي ينطوي عليه مثل هذا القرار (العلي، 2013، صفحة 381).

وبالتالي فعملية تجزئة الأسهم تشبه عملية توزيع الأسهم لأن كليهما يؤديان إلى زيادة العدد الكلي للأسهم وهو ما يؤدي بالتبعية إلى انخفاض ربحية السهم والتوزيعات كذلك مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم بالإنخفاض.

وعليه فالسؤال الذي يطرح نفسه (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 409): هل تقوم الشركة بإجراء توزيع الأسهم المجانية أم تقوم بتجزئة الأسهم إذا رغبت في تخفيض السعر السوقي للسهم؟.

على العموم تفضل الشركات عملية التجزئة في حالة الإرتفاع الحاد في السعر السوقي للسهم لأن هذه العملية تؤدي إلى تخفيض كبير في سعر السهم، فعلى سبيل المثال إذا كان سعر السهم لشركة الصناعات الإلكترونية يساوي 80 دولار قبل عملية التجزئة، ثم قامت الشركة بتقسيم أسهمها ومضاعفتها، فسعر السهم الجديد بعد عملية التجزئة يساوي 40 دولار، فإذا إستقر سعر السهم أعلى من 40 دولار بقليل فإنه سيحقق أرباح رأسمالية للمساهمين، أما في حالة إجراء توزيع أسهم مجانية فهذه العملية يتم إستخدامها بشكل سنوي منتظم بهدف الحفاظ على سعر السهم في حدود معينة بالشكل الذي يمكن التعامل عليه في سوق رأس المال.

4. معكوس تجزئة الأسهم Reverse Stock Splits

تهدف التجزئة العكسية للأسهم إلى زيادة سعر السهم بدلا من تخفيضه كما هو الحال في التجزئة، ويتم ذلك عن طريق تخفيض عدد الأسهم في السوق، فإذا كانت التجزئة العكسية 5 إلى 1 فإن ذلك يعني أن المستثمر يحصل على سهم واحد مقابل كل 5 أسهم يملكها، وإذا كان سعر السهم 5 دنانير فمن المتوقع أن تؤدي التجزئة العكسية إلى إرتفاع السعر إلى 25 دينار (تيم ، 2013 ، صفحة 272)، إضافة إلى رغبة الشركة في زيادة سعر السهم هناك مبرر آخر لقيامها بهذه العملية يتمثل في رغبة الشركة في تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة التي تتسم بها الأسهم ذات السعر السوقي الأكبر بما يؤثر إيجابا على سيولة السهم بسبب إنخفاض تكاليف المعاملات (هندي ، 2005 ، صفحة 379).

5. خطط إعادة إستثمار التوزيعات Dividend Reinvestment Plans

ظهر هذا الشكل من التوزيعات في نهاية الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية، وتبنته الشركات الكبيرة في السبعينات، إذ تقوم هذه الخطط على إعطاء الحق للمساهمين في إستثمار التوزيعات المستحقة لهم في شراء أسهم الشركة (هندي ، 2005 ، صفحة 387)، وذلك بدون كلف معاملات أو بكلف متدنية جدا، ودون اللجوء إلى الوسطاء، وتتيح هذه الخطة للمشاركين فيها من شراء الأسهم بسعر يقل بمقدار 5% عن السعر المتداول في السوق، وبالتالي فإن خطط إعادة إستثمار التوزيعات تعزز من قيمة السهم في السوق (النعمي و التيمي ، 2009 ، صفحة 461) ويمكن التمييز بين نوعين من خطط إعادة إستثمار التوزيعات هي (الحناوي و العبد، 2002، الصفحات 406-407):

1.5. خطط إعادة استثمار التوزيعات الخاصة بالأسهم القديمة التي تم إصدارها

يعطي هذا النوع للمساهم الخيار في الحصول على التوزيعات أو شراء أسهم، فإذا ما إختار إعادة الإستثمار، يقوم أحد البنوك بصفته ضامنا بإعادة إستثمار الأموال المتاحة وذلك بشراء حصة من الأسهم في السوق وتخصيصها للمساهمين، وتتميز هذه الخطة بأن التكاليف الناجمة عن عمولات السمسرة تكون منخفضة عادة وذلك لكبر حجم الصفقة من ناحية، من ناحية أخرى فإن هذه الخطة تلائم المستثمرين الذين لا يرغبون في الحصول على توزيعات حالية لأغراض الإستهلاك وبالتالي يفضلون إعادة إستثمارها .

2.5. خطط إعادة استثمار التوزيعات الخاصة بإصدار الأسهم الجديدة

هذا النوع يخص خطط إعادة استثمار التوزيعات المتعلقة بالإستثمار في الأسهم الجديدة، أي عند حدوث زيادة في رأسمال الشركة، أو عند شراء الشركة لأسهم جديدة لشركات أخرى.

تحقق الشركات نتيجة خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح العديد من الفوائد أهمها (غنيم، 2006، صفحة 235):

- إرتفاع أسعار أسهمها في الأسواق؛

- زيادة ثقة المساهمين فيها، مما يؤدي بدوره إلى زيادة أعداد المستثمرين في الأسهم بحيث يشكّلون بالنسبة للشركة قاعدة ضخمة.

المبحث الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح

تقوم سياسة توزيع الأرباح في الشركة على مجموعة من المحددات وترتبط هذه المحددات بالبيئة الداخلية والخارجية للشركة.

المطلب الأول: المحددات الخارجية

تتعلق هذه المحددات بالبيئة الخارجية للشركة وتعتبر ذات أهمية بالغة ويجب على إدارة الشركة أخذها بعين الإعتبار عند صياغة هيكل التوزيع الخاص بها ويمكن تلخيص هذه المحددات فيما يلي:

أولا : الإقتصاد الكلي

ففي حالة الظروف الإقتصادية غير المؤكدة، قد تقرر الإدارة الإحتفاظ بجزء كبير من الأرباح في شكل أرباح محتجزة، لتكوين الإحتياطات لمواجهة الصدمات المستقبلية، كذلك في فترة الركود الإقتصادي يمكن للإدارة

الإحتفاظ بجزء كبير من أرباحها للحفاظ على وضع السيولة في الشركة، أما في فترات الرواج قد تكون الإدارة أكثر حرية وتدفع المزيد من التوزيعات بسبب زيادة توافر التدفقات النقدية.

ثانيا : الوضع في أسواق رأس المال

فعندما يكون سوق رأس المال مستقر وهناك تحركات متكررة للأسعار، تميل إدارة الشركات إلى إتباع سياسة توزيع سخية والعكس صحيح ، عندما يكون السوق غير مستقر وتواجه الشركة تقلبات متكررة في الأسعار فإنّ سياسة التوزيع تكون متحفظة (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 388).

ثالثا: التعامل في أسواق رأس المال

بالنسبة للشركات الكبيرة التي تحقق إستقرارا في أرباحها من المؤكد أنه من السهل عليها الدخول إلى أسواق رأس المال وبالتالي يمكنها الحصول على التمويل من أسواق رأس المال، أما بالنسبة للشركات الصغيرة والجديدة فمن الصعب عليها الحصول على الأموال من أسواق رأس المال سواء عن طريق الأموال الخاصة أو الإقتراض، وبالتالي فالأمر ضروري للحفاظ على الأرباح كأرباح محتجزة نظرا لحاجتها للأموال الإضافية لإستثماراتها المختلفة (ويستون و برجام ، 1993، صفحة 371).

رابعا: إعتبرات متعلقة بالسوق

إن إحتمالات إستجابة السوق المالي لأنواع معينة من السياسات قد يساعد هو الآخر في صياغة الشركة لسياسة التوزيع ، إذ يؤمن المساهمون بقيمة وأهمية المستويات المستقرة أو المتزايدة من التوزيعات مقابل أنماط التوزيع المتذبذبة أو غير المستقرة، وهذا ما تم إثباته من خلال الدراسة التي أجراها (1959) John Linter الذي أثبت أن إدارة الشركة تتجنب تغيير مبلغ التوزيعات إستنادا للتغير الذي قد يحصل في الأرباح، وبشكل خاص عند إنخفاض الأرباح (النعيمي و التميمي ، 2009، صفحة 482).

خامسا: الإشارات المالية والمحتوى المعلوماتي

ينظر المستثمرين إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات Information Content عن الربحية المستقبلية للشركة، بمعنى أنهم ينظر إليها على أنها إشارات مالية Financial Signaling تعكس مدى النجاح المتوقع، فإجراء الشركة لتعديلات على سياستها في التوزيع قد يفهم على أنه إشارات على التوقعات بشأن الربحية المستقبلية، فحتى الشركات التي تتمتع بمركز مالي قوي لا ينبغي أن تخفض من التوزيعات أو زيادتها إلا إذا كانت تتوقع زيادة في الأرباح المستقبلية أو إستقرارها على الأقل، فالتغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم يمكن تفسيره على أنه رد فعل عن التوقعات المستقبلية لربحية الشركة (هندي ، 2005، صفحة 333).

سادسا: السياسات التي تتبعها الشركات البديلة

تعمل معظم الشركات على معرفة نسبة التوزيعات التي تتبعها الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة، أو التي تتمتع بنفس معدل النمو، بالنظر إلى أن إتباع سياسة مماثلة يعطي مبررا لتلك السياسة (هندي، 1998، صفحة 348).

سابعا: التضخم

في حالة التضخم فإن الإهلاك المتجمع عادة لا يكفي لإحلال الأصول الثابتة التي إنتهى عمرها الافتراضي، وهو ما يؤدي لإحتجاز المزيد من الأرباح للمحافظة على القوة الإيرادية للشركة (هندي ، 2005، صفحة 337)، كما أن التضخم يؤدي إلى إرتفاع تكلفة إستبدال الأصول الثابتة وعدم كفاية مخصصات الإهلاكات لهذه الأصول لإستبدالها وهو ما يدفع الشركة إلى الإحتفاظ بالأرباح لتمويل إستبدال هذه الأصول، وبالتالي زيادة الأرباح المحتجزة و إنخفاض نسبة التوزيعات في فترات التضخم (تيم ، 2013، صفحة 267).

ثامنا: الضرائب

إذ تلعب السياسة الضريبية دورا مهما في توجيه الشركات نحو التوزيع أو الإحتجاز، فغالبا ما يراعي المساهمون و إدارة الشركات الوضعية الضريبية للمساهم و الشركة عند وضع سياسة التوزيع .

1. الضريبة الشخصية على دخل المساهم

يخضع المساهم إلى ضريبة على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات أو في شكل أرباح رأسمالية وعلى العموم تكون الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من الضريبة التي تفرض على التوزيعات (حنفي و قرياقص، 2004، صفحة 403)، فحتى لو تساوى المعدل الإسمي للضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية فإن معدل الضريبة الفعلي على الأرباح الرأسمالية سيكون أقل نظرا لأن الضريبة على الأرباح الرأسمالية لا تستحق إلا عند بيع السهم فعليا (هندي ، 2005، صفحة 335)، وهذا يعني أن النظام الضريبي يشجع الحصول على دخول إضافية في شكل أرباح رأسمالية ووفقا لهذه الميزة فإن المساهمين يفضلون أن تقوم الشركة بتمويل الإستثمارات من التمويل الداخلي أي من الأرباح وتدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن (حنفي و قرياقص، 2004، صفحة 403) فإذا كانت الشريحة الضريبية للمساهمين مرتفعة، فإنهم لا يفضلون توزيع الأرباح ويفضلون بدلا من ذلك الحصول على أرباح رأسمالية أو الإنتظار حتى ينخفض معدل الضريبة المفروضة عليهم في المستقبل (تيم ، 2013، صفحة 268).

2. الضرائب على المبالغة في إحتجاز الأرباح

يمكن للشركة أن لا تقوم بإجراء التوزيعات وإحتجاز الأرباح بالكامل بشرط أن يتم إستخدام الأموال في شراء أصول إنتاجية وأن لا تقتصر على عملية الإحتجاز في شكل نقدي، فإذا تراكم لدى الشركة إستثمارات شبه سائلة نتيجة إحتجاز الأرباح وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، بالرغم من أن هذا الأسلوب غير مستحب إلا أنه أداة فعالة تغني الشركات للجوء لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح (حنفي و قرياقص ، 2013، صفحة 450).

3. الضرائب على دخل الشركة

يمنح التمويل عن طريق القروض ميزة ضريبية ناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي، وهذه الميزة تشجع الشركات على الإعتماد على هذا النوع من التمويل في هيكل رأسمالها بدرجة أكبر من إعتمادها على الأموال الخاصة، وبالتالي فإن تطبيق هذا الأسلوب يؤدي إلى زيادة التدفق النقدي الخارجي (الفوائد) بينما يتبقى الجزء الأقل لمواجهة التوزيعات (حنفي و قرياقص ، 2013، صفحة 451).

المطلب الثاني: المحددات الداخلية

تكون هذه المحددات مرتبطة بالشركة بمعنى أنه يمكن للمدير المالي للشركة إدارتها أو التحكم فيها، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أولاً : مدى توافر الفرص الإستثمارية

تؤثر درجة توافر الفرص الإستثمارية المتاحة أمام الشركة على مقدار العائد الذي تقوم بتوزيعه، فإذا زادت الفرص الإستثمارية المتاحة أمامها فإن ذلك يشجعها على تخفيض مقدار العائد الموزع لتوفير الأموال اللازمة لإستغلال هذه الفرص، بينما إذا قل عدد الفرص الإستثمارية المتاحة فإن هذا يشجع الشركة على زيادة مقدار العائد الموزع على المساهمين (غنيم، 2006، صفحة 212)، وهذا ما يفرض على الشركة عدم إحتجاز الأرباح لإعادة إستثمارها في فرص إستثمارية تحقق عوائد تقل عن تلك العوائد التي يحققها المالكين من إستثماراتهم الخارجية الخاصة وبمخاطر متساوية ، فإن تبين للشركة بأن المالكين يمتلكون فرص إستثمارية أفضل، فإن عليها دفع نسب عالية من أرباحها كتوزيعات، أما إن كانت الفرص الإستثمارية التي تمتلكها تعطي نتائج أفضل من حيث العائد و المخاطرة من ما تعطيه الفرص الإستثمارية الخارجية، فإن عليها دفع نسب منخفضة من أرباحها كتوزيعات (النعيمي و التميمي ، 2009، صفحة 481).

ثانيا: تفضيلات المساهمين

قد يعارض المساهمون إصدار أسهم جديدة كأسلوب للتمويل لأنه يؤدي إلى إنحلال الملكية نتيجة دخول مساهمين جدد في الشركة، ولذلك فإنهم يفضلون التمويل بالقروض أو التمويل بالأرباح المحتجزة على التمويل عن طريق إصدار أسهم، وهو ما يؤدي إلى إحتجاز الأرباح في مثل هذه الشركات وبالتالي إنخفاض الأرباح الموزعة (تيم ، 2013، صفحة 267).

ثالثا: إمكانية ترقيق أو ترشيق الملكية

إن دفع الشركة لنسب عالية من الأرباح كتوزيعات، فإن رأس المال الممتلك الجديد سوف يرتفع مع الأسهم العادية، وإن إصدار أسهم عادية جديدة سوف يؤدي إلى تخفيف كل من السيطرة والأرباح لحملة الأسهم الحاليين، أما في حالة دفع الشركة لنسب متدنية من أرباحها كتوزيعات فهي بذلك تمنع حصول عملية الترفيق أو الترشيق (النعمي و التيمي ، 2009، صفحة 482).

رابعا: معدل التوسع للأصول (معدلات النمو)

كلما كان معدل نمو الشركة سريعا كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول و زادت حاجة الشركة في المستقبل للأموال، وبالتالي يزيد احتمال إحتجاز الشركة للأرباح بدلا من توزيعها (ويستون و برجام ، 1993، صفحة 380)، وإذا كانت الشركة تبحث عن أموال من مصادر خارجية تلجأ إلى إصدار المزيد من الأسهم لتمويل النمو المرتقب، وهذا الإجراء يترتب عليه تكلفة بالإضافة إلى إضعاف مركز المساهمين الأصليين في الجمعية العمومية أو تعرضهم للخسائر بسبب الإنخفاض المحتمل في القيمة السوقية للسهم، وإذا كانت الفرص الإستثمارية تحتل التأجيل سيتوفر للشركة مرونة أكبر بشأن نسبة الأرباح الموزعة (هندي، 1998، صفحة 346)، وعلى العموم فإن الشركات الجديدة تفضل الإعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضج في هذه الحالة تبدأ في توزيع الأرباح بدلا من الإحتفاظ بها (الحناوي و سلطان ، 1999، صفحة 415).

خامسا: التحكم في الشركة

فبدائل المصادر التمويلية تؤثر على حالة التحكم في الشركة، فالحصول على أموال عن طريق بيع أسهم إضافية جديدة يضعف من تحكم المساهمين الحاليين في الشركة ، وكذلك الأمر بالنسبة للتمويل بالديون الذي يؤدي إلى زيادة المخاطرة المتعلقة بتذبذب أرباح المساهمين الحاليين للشركة ، وبالتالي فإن الإعتماد على التمويل الداخلي بغرض التحكم في الشركة يخفض من التوزيعات الممنوحة للمساهمين (ويستون و برجام ، 1993، الصفحات 381-382)؛

سادسا: السيولة

يتم توزيع الأرباح على المساهمين من الأرباح التي تحققها الشركة غير أن توافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا رقم الربح الناتج عن عمليات الشركة والتي قد تكون ناتجة عن عمليات آجلة لم يتم تحصيلها بعد، وهو ما يعني أن رصيد النقدية لدى الشركة لا يساوي رقم الربح المحقق فالشركات التي تكون في مرحلة نمو وتوسع توجه جزء من النقدية لشراء الأصول الثابتة وهذا يعني نقص النقدية لدى هذه الشركات (الحناوي و سلطان ، 1999 ، صفحة 415)، وبالتالي فإن نسبة الأرباح الموزعة تزداد كلما توفر للشركة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية (هندي، 1998 ، صفحة 345)، وعليه إجراء التوزيعات على المساهمين لا يتوقف على الربح المحقق فقط بل على المركز النقدي للشركة (الحناوي و سلطان ، 1999 ، صفحة 415)؛

سابعاً: معدل الربح

إن معدل العائد على الأصول يحدد درجة الجاذبية النسبية لدفع التوزيعات على المساهمين (الذين سيستثمرونها في أماكن أخرى) أو استخدام هذه الأرباح في الشركة الحالية (ويستون و برجام ، 1993 ، الصفحات 380-381) ؛

ثامناً: الرفع المالي

حسب (1982) Rozeff فإن الرفع المالي العالي يزيد من تكاليف المعاملات ومخاطر الشركة ، إذ كلما إرتفعت نسبة الرفع المالي تقل فرص توزيع الأرباح وذلك لإرتباط الرفع المالي سلبيا مع التوزيعات وهو ما تدعمه نظرية الوكالة (Kazmierska-Jóźwiak, 2015, p. 474)؛

تاسعاً: حجم الشركة

فالشركات الكبيرة على العموم تكون لديها قدرة أكبر للوصول إلى السوق وتكون لديها سهولة في الحصول على الأموال بأقل تكلفة وبقيد أقل، وبالتالي فإن الإعتماد على التمويل الداخلي يتناقص مع حجم الشركة، وعليه فالشركات الكبيرة تكون لديها إمكانية أكبر لتوزيع الأرباح (Turki, 2013, p. 32)؛

عاشراً: إستقرار الأرباح (المخاطر)

من المفترض أن يكون هناك تأثير إيجابي لإستقرار الأرباح على توزيع الأرباح، ففي الغالب تميل الشركات إلى تجنب الإلتزام بدفع توزيعات أرباح عالية عندما يكون عدم اليقين في الدخل مرتفعاً، إذ يقترح Amidu & Abor (2006) أن الشركات ذات الدخل أو الأرباح المستقرة من المرجح أن تكون مستعدة أكثر لدفع توزيعات

أعلى من أرباحها على عكس الشركات التي تحقق أرباح غير مستقرة، حيث تشير أغلب الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين تقلبات الأرباح والتوزيعات المدفوعة (Turki, 2013, p. 36) ؛

إحدى عشر: تكاليف المعاملات

عند قيام المستثمر بشراء سهم جديد أو بيع سهم يمتلكه فإنه يتحمل تكلفة جراء ذلك، تتمثل هذه التكلفة في تكاليف السمسرة وتكاليف الوقت المنقضي لإتمام الصفقة أو العملية (حني ، 2007، صفحة 227)، وبالتالي فإن سياسة إحتجاز الأرباح تعد وسيلة غير مكلفة للمستثمر لزيادة ملكيته في الشركة، فالبدل لتحقيق ذلك إذا قامت الشركة بإجراء توزيعات هو قيام المساهم بشراء أسهم الشركة من البورصة وهو الأمر الذي يترتب عليه تكاليف للمعاملات، أما في حالة شراء أسهم شركة أخرى، فإنه يفضل أن تقوم الشركة بتوزيعات نقدية مرتفعة (الحناوي و سلطان ، 1999، صفحة 417)؛

إثني عشر: تكاليف الإصدار

إن قيام الشركة بإصدار أوراق مالية جديدة يترتب عليه تكاليف تتمثل في رسوم التسجيل، تكاليف إدارية وغيرها، وبالتالي فإن إحتجاز الشركة للأرباح وإستخدامها في تمويل الفرص الإستثمارية يجنبها هذه التكاليف (الحناوي و سلطان ، 1999، صفحة 416)؛

ثلاثة عشر: تكاليف الوكالة

يفضل المقرضون أن تحتفظ الشركة بالسيولة لكي تفي بإلتزاماتها إتجاههم، في حين يفضل المساهمون توظيف الأموال في مشاريع تحقق معدلات عائد مرتفعة فيما لو قامت إدارة الشركة بتخفيض نسبة السيولة، فإدارة الشركة يجب أن تعمل على خدمة مصالح المساهمين أكثر من المقرضين، لذلك تشير عديد الدراسات أن إدارة الشركة حتى لو واجهت صعوبات مالية لا تقوم بتخفيض التوزيعات للمحافظة على مصالح المساهمين، فعندما تكون للشركة فوائض نقدية كبيرة فإن المدراء يتعرضون إلى رقابة صارمة من طرف المساهمين وللتخلص من هذه الرقابة يقوم المدراء بدفع تلك الفوائض النقدية كتوزيعات للمساهمين وبالتالي تخليص الشركة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المدراء أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة (العلي، 2013، الصفحات 384-385).

المطلب الثالث: المحددات القانونية والتعاقدية

لا تتوقف سياسة التوزيع في الشركة على المحددات الخارجية والداخلية فقط، فهناك قيود وقواعد قانونية تفرضها الدولة إضافة إلى قيود أخرى تعاقدية يفرضها المقرضون وحملة الأسهم الممتازة.

أولاً: القيود القانونية

يتم وضع هذه القيود من أجل توفير حقوق ملكية تكفي لضمان التزامات الشركة إتجاه المقرضين (النعيمي و التيمي ، 2009، صفحة 478)، إذ تختلف هذه القيود أو القواعد من بلد لآخر ومن أهمها نجد:

1. قيد إضعاف رأس المال

يهدف هذا القيد إلى حماية رأس مال الشركة من التآكل من جزاء التوزيعات بإعتباره الضامن الأساسي لها (هندي ، 2005، صفحة 338)، إذ توفر هذه القاعدة حماية للمقرضين عن طريق منع دفع توزيعات الأرباح من رأس المال لأن دفع التوزيعات للمساهمين من رأس المال سيؤدي إلى توزيع رأس المال بدلا من توزيع الأرباح (ويستون و برجام ، 1993، صفحة 378)، فقد يفرض القانون على الشركات نسبة من الإحتياطي القانوني (نسبة من الربح يتم إحتجازها) بمعنى أنه لا يمكن للشركة توزيع أرباحها إلا بعد إحتجاز نسبة معينة من الأرباح (تيم ، 2013، صفحة 266)؛

2. قيد صافي الأرباح

يشير هذا القيد إلى أنه لا ينبغي إجراء توزيعات إذا لم تحقق الشركة أرباح سابقة، والهدف هو منع المساهمين من سحب إستثماراتهم في الشركة (هندي ، 2005، صفحة 339).

3. قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم

الهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول الشركة تزيد عن خصومها بماشم معين كحد أدنى كضمان للدائنين (حنفي ، 2007، صفحة 226)، وبالتالي على إدارة الشركة عدم دفع التوزيعات إذا كانت أصول الشركة غير كافية للوفاء بالتزاماتها لأن القيام بالتوزيعات في هذه الحالة من شأنه أن يضر بمصلحة المقرضين ويسمى هذا القيد كذلك بقيد الإعسار إذ يشير هذا القيد بأن الشركات لا يمكنها القيام بالتوزيعات عند الإفلاس، فالإعسار يعني أن إلتزامات الشركة تزيد عن أصولها وبالتالي فدفع التوزيعات في هذه الحالة يعني إعطاء المساهمين أموالا تخص الدائنين (ويستون و برجام ، 1993، صفحة 379).

4. قيد العقوبة الضريبية

قد تلجأ بعض الشركات إلى تخفيض نسبة التوزيعات بشكل مريب (مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية) الأمر الذي يساعد المستثمرين على تأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم، في هذه الحالة يمكن لمصلحة الضرائب فرض ضريبة خاصة إضافية للحد من محاولات المساهمين من الأغنياء في التأثير على سياسة التوزيع عن طريق إعطاء أفضلية لإحتجاز الأرباح (هندي ، 2005، صفحة 339).

ثانيا: القيود التعاقدية

تشير القيود التعاقدية إلى الإتفاقيات والعقود التي تبرمها إدارة الشركة مع الدائنين وحملة الأسهم الممتازة، فقد يفرض الدائنون شروطا لمنح التمويل كعدم دفع التوزيعات إلاّ بعد تسديد الديون، كذلك الأمر بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة الذين قد يشترطون على إدارة الشركة عدم دفع التوزيعات لحملة الأسهم العادية إذا لم يتم دفع توزيعات لهم (تيم ، 2013 ، صفحة 266)، قد يشترط الدائنون كذلك الحفاظ على مستوى معين من رأس المال العامل أو قيودا على الإستثمارات وهذه الشروط قد تحد من حرية تصرف الشركة (حنفي، 2004، صفحة 235)، كذلك قد تتضمن عقود القروض قيودا يقضي بعدم إجراء توزيعات من أرباح سبق إحتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، كما يمكن أن ينص العقد على منع التوزيعات مالم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد في مستوى معين بهدف ضمان توفير موارد يسهل تحويلها إلى نقدية لخدمة الدين (هندي ، 2005 ، صفحة 339)، ويهدف هذا النوع من المحددات إلى توفير الحماية للمقرضين من الخسائر التي قد يتعرضون لها في حالة عدم تمتع الشركة بالملاءة الكافية (النعمي و التميمي ، 2009 ، صفحة 409).

خلاصة الفصل

ترتكز سياسة توزيع الأرباح في شركات الأعمال على تحديد مقدار التوزيعات للمساهمين أو الإحتفاظ بالأرباح كتمويل ذاتي، ويعد تحديد ذلك المقدار تحديا يواجه المدراء الماليين نظرا لعدم وجود أسلوب أو نهج معين تتبعه معظم الشركات، فلكل شركة خصائصها ولكل سوق خصائصه ومقوماته، إذ تكتسي سياسة توزيع الأرباح أهمية كبيرة في شركات الأعمال نظرا لإمكانية تأثيرها على أداء الشركة وكذلك لتفضيل المساهمين زيادة ثروتهم بإعتبار التوزيعات جزء منها.

ويمكن أن تأخذ سياسة التوزيع عدة أشكال أبسطها وأشهرها التوزيعات النقدية كما يمكن أن تكون في شكل أسهم أو إعادة شراء الأسهم التي أصبحت الشكل المفضل للشركات الأمريكية في السنوات الأخيرة، كما تقوم سياسة توزيع الأرباح على مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية وكذلك القيود القانونية والتعاقدية التي تفرضها إما الحكومة أو المقرضين والتي قد يكون لها تأثير كبير على رسم سياسة التوزيع داخل الشركة.

الفصل الثاني

سياسة توزيع الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين

المبحث الأول: القيمة كمقياس لثروة المساهمين

المبحث الثاني: محددات ومقاييس ثروة المساهمين

المبحث الثالث: سياسة توزيع الأرباح كآلية لتعظيم ثروة

المساهمين

تمهيد

يتمثل الهدف المالي لأي شركة في تعظيم ثروة المساهمين والتي تقوم على إفتراض أن المديرين يعملون لخدمة مصالح المساهمين، وتعد ثروة المساهمين دالة في قرارات الشركة المتعلقة بالإستثمار والتمويل وسياسة توزيع الأرباح، وقد إكتسب موضوع سياسة توزيع الأرباح وعلاقته بثروة المساهمين أهمية بالغة في الأدبيات.

فقد تم تقديم العديد من الدراسات التي تتناول هذا الموضوع من أهمها دراسة (M&M(1961 والتي تعرف بجدادية التوزيعات والتي كانت بمثابة الإنطلاقة لعديد الدراسات في هذا الشأن وهو ما سيتم تحليله في هذا الفصل من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث كمايلي:

المبحث الأول: القيمة كمقياس لثروة المساهمين؛

المبحث الثاني: محددات ومقاييس ثروة المساهمين؛

المبحث الثالث: سياسة توزيع الأرباح كآلية لتعظيم ثروة المساهمين.

المبحث الأول: القيمة كمقياس لثروة المساهمين

تختلف نظرية القيمة في الفكر الإقتصادي عنها في الفكر المالي، حيث كانت تركز على قيمة السلعة في الفكر الإقتصادي بينما من منظور الفكر المالي فهي تتعلق بالقيمة المرتبطة بالشركة، في إطار ما يعرف بقيمة الشركة التي تستمد مرجعيتها من الفكر الإقتصادي من الناحية النظرية والفكر المحاسبي فيما يخص أدوات القياس (سويسي ، 2008، الصفحات 25-26).

فهناك العديد من التعاريف للقيمة كما توجد عدّة تخصصات متضمنة فيها، ففي الإقتصاد تم تطوير القيمة وفق نظريتين: نظرية قيمة العمل ونظرية قيمة المنفعة، حيث يعتبر رواد المدرسة الكلاسيكية أن قيمة الشيء تحدد عن طريق كمية العمالة اللازمة للإنتاج (سميث، ماركس، ريكاردو)، أما آخرون يرون أن قيمة السلعة تحدد عن طريق المنفعة التي تحققها، أما من وجهة النظر المالية فالقيمة تمثل الحد الأقصى لمقدار الثروة التي تم خلقها للجهات الفاعلة في الشركة بمعنى المساهمين، إذ يشير خلق القيمة إلى الفائض من العوائد المحققة على رأس المال المستثمر (Assous, 2015, p. 28).

فحسب Koller & al(2010) فإن القيمة هي "البعد المحدد للقياس في إقتصاد السوق"، ويعتبر أنه في إقتصاد السوق قدرة الشركة على خلق قيمة لمساهميها ومقدار تلك القيمة هي المقاييس الرئيسية التي يتم من خلالها الحكم على الشركة (KOLLER, GEODHART, & WESSELS, 2010, p. 3). ويعرف Koller & al(2010) القيمة بأنها "مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة عند نقطة قياس زمنية محددة" أما خلق القيمة "فهو التغير في القيمة نتيجة التغير في أداء الشركة"، حيث يتم الإشارة إلى القيمة وخلق القيمة على أساس التوقعات الصريحة في النمو المستقبلي ROIC والتدفقات النقدية (KOLLER, GEODHART, & WESSELS, 2010, p. 18).

ويؤكّد Copland & al(2000) على أهمية القيمة ويشير أن القيمة هي مقياس الأداء الوحيد الذي يستخدم معلومات كاملة (Bausch, Hunoldt, & Matysiak, 2009, p. 16).

كما يرى (الحنوي و العبد، 2002، صفحة 491) أن القيمة "مقياس للثروة، وتعبر عن مقدار ما تحقّقه شركات الأعمال من ثروة للمساهمين".

من التعريف السابق يتضح الارتباط الدقيق بين مفهومي القيمة والثروة، فحسب (Bhasin & Shaikh, 2013) فإنه على الرغم من إستخدامهما بشكل متبادل إلا أنه يوجد فرق دقيق بين خلق "القيمة" وخلق "الثروة" حيث يعتمد منظور القيمة على قياس القيمة مباشرة من المعلومات المستندة إلى المحاسبة مع بعض التعديلات

بينما يعتمد منظور الثروة بشكل أساسي على معلومات سوق الأوراق المالية فبالنسبة للشركة المتداولة في السوق فإن هذين المفهومين متطابقين عندما (Bhasin & Shaikh, 2013, p. 109):

- توفر الإدارة جميع المعلومات ذات الصلة بأسواق رأس المال؛

- الأسواق تؤمن وتثق في الإدارة.

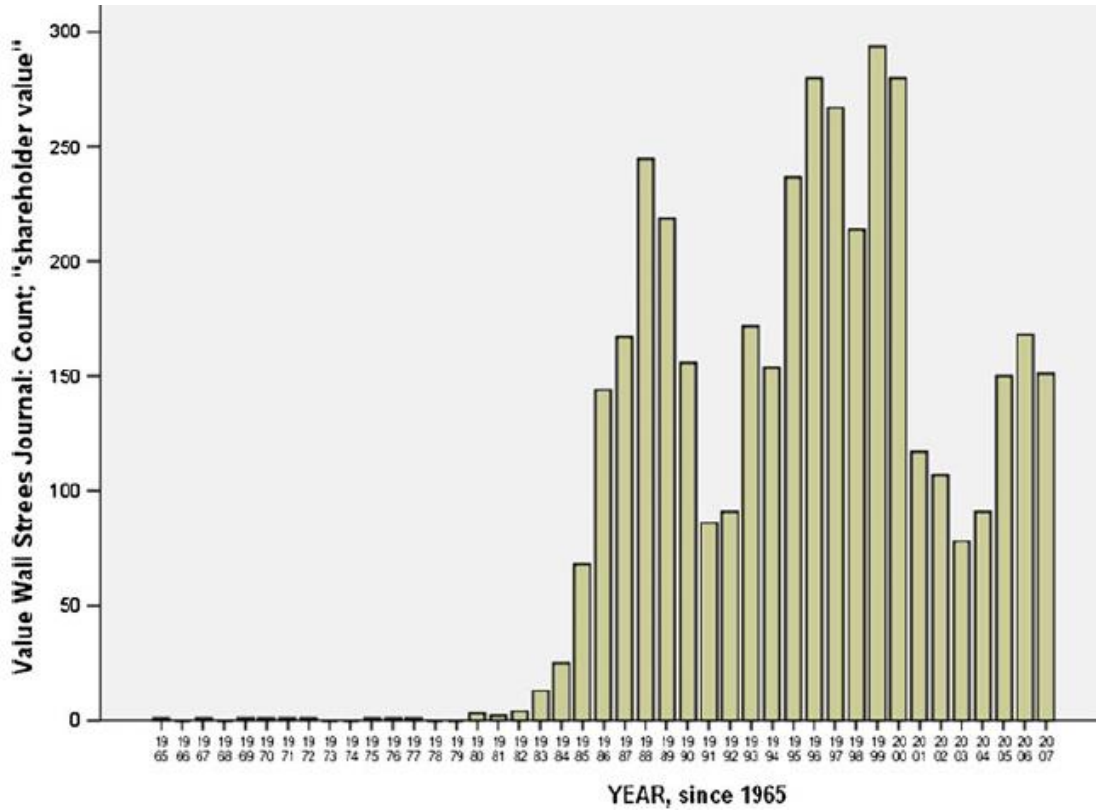
وقبل التطرق إلى وجهة نظر كل جهة (المساهمين وأصحاب المصلحة) سيتم الإشارة إلى جدول مصطلح قيمة المساهمين والذي يبدو أنه حديث نسبيًا كما أن هناك جدل حول من تبنى هذا المفهوم وفي أي سياق ظهر وتطور؟.

المطلب الأول: جدول مصطلح قيمة المساهمين في USA

يشير الباحثون (Heilbron, Verheul, & Quak, 2014) أن هناك نقص في الوضوح بشأن التسلسل الزمني لظهور مصطلح قيمة المساهمين فعادة ما يتم ذكر أواخر السبعينات والثمانينات هذا من جهة، من جهة أخرى هناك آراء متباينة حول الجهات الفاعلة التي بدأت في الترويج لفكرة أنّ على المساهمين التحكّم في الشركات إذ ليس من الواضح متى ومن تبنى فكرة قيمة المساهمين (Heilbron, Verheul, & Quak, 2014, p. 4).

لذلك حاول الباحثون (Heilbron, Verheul, & Quak, 2014) إستكشاف أصول قيمة المساهمين في الو.م.أ من خلال تحليل المنشورات في وسائل الإعلام التجارية البارزة وقد تم إختيار المصدر الأساسي الذي يعتبر موثوقًا به إلى حد ما في عرض التطورات في الشركات الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت بإعتبارها صحيفة الأعمال الأمريكية الرائدة، وقد قام الباحثون بتحليل تطور مصطلح قيمة المساهمين في الصحيفة من سنة 1965 إلى غاية 2007 لتفسير وتحليل تردد وتكرار المصطلح خلال هذه الفترة كما هو موضّح في الشكل الموالي.

الشكل (1-2): تردد مصطلح قيمة المساهمين في صحيفة وول ستريت من 1965-2007



Source : (Heilbron, Verheul, & Quak, 2014, p. 8)

توصل الباحثون أن مصطلح قيمة المساهمين لم يذكر في الصحيفة قبل عام 1965 ولا المصطلحات المشابهة له، حيث من 1965 إلى غاية 1979 تم ذكر المصطلح في 8 مقالات فقط وبدأ التردد في الزيادة من 1980 فصاعداً بوتيرة بطيئة ثم بوتيرة أسرع من 1983 حتى الوصول إلى الذروة الأولى عام 1988، حيث كان المقال الأول الذي ظهر فيه مصطلح قيمة المساهم هو تقرير عن شركة Allied Chemical سنة 1965 والذي بموجبه أعلن رئيس مجلس الإدارة عن توزيعات أعلى لأنّ نتائج الشركة كانت جيدة.

يؤكد الباحثون كذلك أنه قد تم إعادة تحديد قيمة المساهم خلال السنوات من 1980-1982 إذ لم يعد يتم تحديد قيمة المساهمين من حيث توزيعات الأرباح ولكن من حيث القيمة السوقية للشركة، وقد حدث هذا التغيير في سياق عمليات الإستحواذ العدائية التي وضعت إدارة الشركة تحت الضغط والسيطرة، حيث أصبح المساهمون أكثر نشاطاً وبرزوا في شؤون الأعمال خلال هذه السنوات لكن خلال هذه المرحلة وعلى الرغم من تغير معنى فكرة قيمة المساهمين إلا أن الإدارة إستمرت في أن تكون الفاعل الأساسي وفي مركز الإهتمام الصحفي.

في سنوات 1983-1986 حدوث طفرة في قيمة المساهم حيث إزداد إستخدام مصطلح قيمة المساهمين بسرعة والسياق الذي ظهر فيه هو في أغلب الأحيان سياق الإستحواذات العدائية وكذلك القضايا

المرتبطة بإعادة الهيكلة وإستراتيجية الشركة إذ أن إستخدامات مفهوم قيمة المساهمين كانت مرتبطة بالصراع على إعادة توجيه إستراتيجية الشركة، ففي سنة 1983 يشير ثلاثة عشر مقال إلى قيمة المساهم، كذلك إشراك المستثمرين المؤسسين بحلول 1984 تم تخصيص العديد من المقالات في "المستثمر المؤسسي" بشكل واضح لتعزيز قيمة المساهمين، ففي عام 1985 تم إعلان تأسيس مجلس المستثمرين المؤسسين والذي يضم 22 صندوقاً للمعاشات العامة حيث أعلن المجلس أنه سيتولى تعزيز قيمة المساهمين، إضافة إلى دور الشركات الإستشارية والبنوك الإستثمارية فبين عامي 1984 و1985 تم نشر 4 مقالات كانت فيها هذه الجهات كجهات فاعلة حيث كانت عبارة عن إعلانات من شركات إستشارية تعرض خدمات للشركات لمساعدتها على زيادة قيمتها السوقية حيث أعلنت على السعر السوقى كأفضل حماية ضد الإستحواد العدائي كما قامت بإستخدام تقنيات الإدارة القائمة على القيمة.

وبالتالي منذ حوالي 1985 يبدو أن مفهوم قيمة المساهمين قد إكتسب مكانة بين الجهات الفاعلة الرئيسية في المجال الإقتصادي بعد مقاومة أولية يبدو أن الإدارة قد قبلت فكرة أن المساهمين يجب أن يأخذوا في الحسبان بجدية أكبر.

بالرغم من أن دراسة (Heilbron, Verheul, & Quak, 2014) قد تم إنتقادها من قبل بعض الباحثين أمثال Taylor(2015) إذ كان أهم إنتقاد هو إستخدام صحيفة في محاولة معرفة تطور المصطلح (إبراز وجهة نظر الصحفيين وليس المدراء التنفيذيين) إلا أنه لا يمكن إهمال دورها في تسليط الضوء وتوضيح الرؤيا حول جدور مصطلح قيمة المساهمين في USA الذي أصبح نهجا أو مقارنة يتم الإستناد إليها، وهو ماجعل (Taylor, 2015) يستخدم نفس الطريقة كأساس للتحليل في دراسته من خلال تحليل التقارير السنوية للشركات والإحصاءات المالية كدليل، وقد إقتصر في تحليله على دراسة حالة شركة Coca Cola(KO) وشركة General Electric Company(GE) وشركة Johnson&Johnson(JNJ) والتي تم إختيارها عمدا لأنها من بين أكبر الشركات الصناعية لمدة 41 سنة من 1960 إلى غاية 2000 وقد أشار (Taylor, 2015) أنه لا يوجد إجماع حول المجموعات التي بدأت ثورة المساهمين وكيف ساهمت أفعالهم في إعادة تشكيل المجال الإقتصادي في USA كما أكد أنه بالرغم من ظهور مصطلح قيمة المساهمين في الثمانينات إلا أنه لم ينتشر حتى التسعينات.

إضافة إلى ما توصل إليه (Heilbron, Verheul, & Quak, 2014) و (Taylor, 2015) فقد أشار (Lazonick & O'Sullivan, 2000) أن الإزدهار الذي شهدته سوق الأسهم الأمريكية أدى إلى تعزيز الإعتقاد وعلى نطاق واسع بالفوائد الإقتصادية لتعظيم قيمة المساهمين كمبدأ لحكومة الشركات ففي عام 1999 أصدرت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية وثيقة تؤكد فيها على وجوب إدارة الشركات أولا وقبل كل شيء لصالح المساهمين إذ

- يعتبر التركيز الحصري للشركات على قيمة المساهمين ظاهرة حديثة نسبيا فيما يسمى بالإقتصادات الأجلوساكسونية للوم أ وبريطانيا (Lazonick & O'Sullivan, 2000, pp. 13-14).
- في ذات السياق يشير كل من (Elali, 2007) و (Kapoor, 2009) إلى أن الإهتمام بقيمة المساهمين إكتسب زخما نتيجة للتطورات الرئيسية التالية:
- عولمة الأسواق المالية وتحريرها؛
 - التطورات الجديدة في تكنولوجيا المعلومات خاصة الأثرنت؛
 - التوسع في الإستثمار المؤسسي؛
 - التغير في سلوك الإدخار والإستثمار مع مرور الوقت (Elali, 2007, pp. 10-11)؛
 - خطر الإستحواذ على الشركات من قبل أولئك الذين يسعون إلى التقليل من قيمتها؛
 - التأييد من قبل قادة الشركات الذين تبني هذا النهج؛
 - الإعتراف المتزايد بأن إجراءات المحاسبة التقليدية مثل EPS و ROI لا ترتبط بشكل موثوق بقيمة أسهم الشركة؛
 - الإبلاغ عن عائدات المساهمين إلى جانب مقاييس الأداء الأخرى في الصحافة التجارية؛
 - الإعتراف المتزايد بأن التعويضات طويلة الأجل للمديرين التنفيذيين يجب أن تكون مرتبطة بشكل أوثق بعوائد المساهمين (Kapoor, 2009, p. 8).

المطلب الثاني: ظهور الإدارة القائمة على القيمة

إلى غاية بداية القرن العشرين كان المساهمون يسيطرون على المناصب الإدارية الرئيسية، ومع تطور الأسواق المالية وظهور الشركات الكبرى لم يعد المساهمون هم من يديرون شركاتهم بل قاموا بتوكيل مهمة إدارتها إلى مدراء محترفين وهذا ما جاء به نظرية الوكالة التي أكسبت المدراء نفودا إداريا يمكنهم من تحقيق منافعهم الخاصة ومنافع أصحاب المصلحة الآخرين على حساب مصالح المساهمين وقد تعرّض هذا النفوذ إلى إنتقاد أدى إلى تبني الشركات لقواعد الحوكمة للحد من مخاطر هذا النفوذ (مهنا، 2017، صفحة 43).

كما أن تزايد المنافسة في أسواق رأس المال العالمية بشكل عام والتأثير المتزايد للمستثمرين المؤسسيين بشكل خاص أدى إلى زيادة شعبية مفاهيم الإدارة القائمة على القيمة وتكثيف الضغط على الشركات للتركيز على توجه القيم والذي يتطلب إنشاء إستثمارات تتجاوز عوائدها التكلفة الرأسمالية للإستثمار، وهذا ما يعني أنه

أولاً يجب على المديرين أن يكونوا قادرين على تحديد وتنفيذ إستراتيجيات خلق القيمة ولكن نظراً لأن نظرية حقوق الملكية (Alchaaïn&Demsetz (1972 ونظرية الوكالة (Jensen&Meckeling(1976 تجادلان بأن مصالح المديرين والمساهمين قد تختلف فإن هذه القدرة غير كافية، ثانياً تقديم حوافز تتماشى مع إستراتيجيات خلق القيمة ويجب أن تتوافق هذه الحوافز بين مصالح المساهمين والمديرين، فقد يؤدي السلوك الإداري الذي تمليه المصلحة الذاتية إلى تدمير القيمة، وبالتالي قد تكون الإدارة القائمة على القيمة حلاً لكلا التحديين السابقين (Bausch, Hunoldt, & Matysiak, 2009, p. 16).

كذلك ساهمت ضغوط المساهمين وأسواق رأس المال عن طريق عمليات الإستحواذ وتيار فعالية المساهمين في حدوث تغيير مهم في إدارة الشركات (مهنياً، 2017، صفحة 43)، إذ كانت إحدى سمات عصر الليبرالية الجديدة هي التغييرات التي أحدثتها في سلوك الشركات بإسم "خلق قيمة للمساهمين"، حيث أكدت دراسة لمنظمة التعاون الإقتصادي على أن أحد أهم التغييرات الهيكلية في إقتصادات دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية في الثمانينات والتسعينات هو ظهور أسواق ذات كفاءة متزايدة في مراقبة الشركات وما صاحب ذلك من زيادة في قدرة المساهمين على التأثير في إدارة الشركات المملوكة ملكية عامة إذ أصبح قياس أداء الشركات من خلال أسواق رأس المال وكذلك قياس إنضباط الإدارة وبالتالي أصبح الإلتزام بتحقيق قيمة المساهمين أقوى، وهو ما يمثل تغييراً كبيراً في سلوك الشركات الكبيرة، إضافة إلى عمليات الإستحواذ العدائية من خلال إنشاء سوق للسيطرة على الشركات، كذلك قد يؤدي تشديد الرقابة من قبل المساهمين إلى تحسين الكفاءة في ظل نظرية الوكالة (STOCKHAMMER, 2005, p. 198).

كل هذه العوامل السابقة الذكر إضافة إلى عوامل أخرى أدت بالشركات إلى دفع الإهتمام بمصالح المساهمين وظهور ما يعرف بمفهوم الإدارة القائمة على القيمة VBM والذي يجعل من الضروري على الشركات تغيير المنظور الإداري التقليدي الذي يهدف إلى تعظيم الربح ويصلح لمخاطر الأعمال الصغيرة والشركات العائلية لصالح النهج الجديد الذي يعتبر إنتاج قيمة المساهمين الهدف الأساسي للإدارة فمع توسع الشركات من حيث الحجم والتعقيد أصبح تقديم الإدارة القائمة على القيمة كنهج إداري أمراً لا مفرّ منه (Mella & Pellicelli, 2008, p. 4).

وعلى العموم يمكن إرجاع فكرة الإدارة القائمة على القيمة إلى نهاية القرن التاسع عشر (Bausch, Hunoldt, & Matysiak, 2009, p. 16) وقد ظهر هذا المفهوم نتيجة لتطور العديد من المفاهيم الأخرى بدءاً من نظرية الدخل المتبقي التي قدّمها ألفريد مارشال (Alfred Marchal) في مبادئ الإقتصاد التي نشرت عام 1890 (الزبيدي، الجنابي، و الشريفي، 2019، صفحة 499)، ولكن لم يتم الإعتراف بهذا المفهوم على نطاق واسع حتى نشر ألفريد رابابورت كتابه "خلق قيمة المساهمين" سنة 1986 ومنذ ذلك الوقت طوّرت العديد من الشركات الإستشارية إجراءات مختلفة قائمة على القيمة لتمكين الشركات من إتخاذ قرارات إستراتيجية وتشغيلية بما يتماشى

مع هدف خلق القيمة، حيث تتميز المقاييس القائمة على القيمة بميزة أساسية وهي أنها تحقق القيمة الحقيقية من خلال مراعاة فكرة المخاطرة، وتأثير التضخم، وتكاليف الفرصة البديلة (Bausch, Hunoldt, & Matysiak, 2009, p. 16).

وقد تم تطوير نظام الإدارة القائمة على القيمة أو ما يصطلح عليه VBM لتوليد القيمة للمساهمين، والذي يسعى إلى دمج الفرضيات المالية مع الفلسفة "الإستراتيجية" و"الإقتصادية" للشركة وكان (Taggart, 1994) أول من صاغ مصطلح VBM وإقترح إطار عمل يربط إستراتيجية الشركة بقيمتها في سوق رأس المال، وحدد 5 محركات رئيسية للقيمة المؤسسية (الحوكمة، التخطيط الإستراتيجي، تخصيص الموارد، إدارة الأداء، تعويض الإدارة العليا) التي تعتبر ضرورية لخلق قيمة مستدامة وبالتالي تمكّن VBM الشركة من تحقيق النتائج المرجوة وخلق قيمة للمساهمين (Bhasin & Shaikh, 2013, p. 110).

فالإدارة القائمة على القيمة هي نموذج إداري حديث ومتبع في أفضل الشركات الرأسمالية وهي تتضمن مبادئ ومقترحات تتعلق بإتخاذ القرارات الإستراتيجية والتشغيلية التي تهدف إلى تعظيم القيمة للمساهمين وأصحاب المصالح كالزبائن، الموظفين، الموردين، المقرضين، والمجتمع (الزبيدي، الجنابي، و الشريفي، 2019، صفحة 499).

كما تمثل الإدارة القائمة على القيمة VBM نهجا حديثا في حوكمة الشركات وتوجيهها مع التركيز على خلق القيمة إذ يعرف (CIMA, 2004) هذا المفهوم على أنه "عملية إدارية تربط بشكل فعال الإستراتيجية والقياس والعمليات التشغيلية في النهاية بخلق قيمة للمساهمين" حيث يتيح قياس الأداء ومواءمته مع أدوات المكافأة والتحفيز وهو ما يؤدي إلى التركيز على ثلاث مكونات رئيسية: خلق القيمة، الإدارة من أجل القيمة، وقياس القيمة، ويختلف تطبيق VBM لكل شركة إذ يمكن أن يكون غرض الشركة إما إقتصاديا (قيمة المساهم) أو يمكن أن يستهدف مكونات أخرى مباشرة (قيمة أصحاب المصلحة) (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, 2012, p. 39) & BERGLER, كما يمكن أن تكون VBM أداة إدارية شاملة تستخدم لحل مشكلة الوكالة من خلال تقريب وجهات نظر وطريقة تفكير المدراء والمساهمين (مهنا، 2017، الصفحات 43-44).

وفي هذا الإطار يشير (Boulos & al, 2001) أن هناك خمس عوامل مفتاحية لخلق القيمة ويعدّ التنفيذ الصحيح لها ضروري لتنفيذ الإدارة القائمة على القيمة في الشركة وهذه العوامل هي (Ogarca, 2011, p. 149) :

- يجب أن يكون هناك إلتزام صريح من المديرين لخلق القيمة وذلك من خلال تركيز نشاط الشركة لصالح المساهمين؛

- تطوير وتحسين عدد كبير من المديرين والموظفين لتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين؛

- تطوير فكرة المصلحة المشتركة من خلال إتباع سياسة المكافأة المناسبة أو الإدارة لجميع الموظفين بالإعتماد على الفوائد الاقتصادية التي حققتها الشركة؛

- تطوير ودعم الوحدات الاقتصادية التي تخلق قيمة للمساهمين من خلال تقييم أفضل وتنفيذ المشاريع للمستثمرين؛

- تحقيق إعادة الهيكلة العامة، إذ أن أهم القواعد لتطبيق الإدارة القائمة على القيمة هي: تجنب الأخطاء الناشئة بسبب قيود البيانات المحاسبية وتحديد القيمة التي تم إنشاؤها في الشركة لإعتماد إستراتيجيات تشغيلية جديدة تستهدف المستثمرين، وليس أقلها تطوير نظام المعلومات.

من أهم مزايا الإدارة القائمة على القيمة أنها إستراتيجية لإدارة الأعمال وهي عبارة عن عملية متماسكة لبدء القيم وتشكيلها أي أنها تقوم على ثقافة القيمة المشتركة وفهم أفضل لأهداف الشركة، كما تأخذ بعين الإعتبار الشفافية الداخلية والخارجية للشركة من خلال تسهيل التواصل مع المستثمرين والمحللين والمساهمين ووضع معايير واضحة لسياسة التعويضات، كما تعمل على إدارة أفضل للحالات المعقدة وعالية الخطورة، ومنتجات أفضل وخدمة أفضل للعملاء، وبالرغم من المزايا السابقة الذكر إلا أن الإدارة القائمة على القيمة تنطوي على بعض العيوب خاصة من حيث التكلفة والوقت لأنها نصح غالبا ما يتضمن تغييرا في الثقافة التنظيمية، وتتطلب وقتا طويلا، وكذلك موارد كبيرة (Ogarca, 2011, p. 150).

في الأخير يمكن القول أن الإدارة القائمة على القيمة ليست مجرد مفهوم تروج له الشركات الإستشارية، ولكنها طريقة لتكييف الشركة مع واقع الأعمال المعقد الذي يسعى إلى دعم الشركة على طريق التنمية (Ogarca, 2011, p. 150).

المطلب الثالث: منح قيمة المساهمين مقابل منح قيمة أصحاب المصالح

تعرف الشركة من الناحية القانونية أنها كيان قانوني منفصل عن إدارتها ومساهميها، وللمديرين واجبات ومسؤوليات مختلفة عند إدارة الشركة، وهذه الواجبات يفرضها النظام الأساسي للشركة، وبالتالي يجب على المديرين التصرف بحسن نية وبما يخدم مصلحة الشركة ككل (Esser, 2005, p. 719).

بينما من وجهة نظرية الوكالة فيعرف (Jensen & Meckling, 1976) الشركة بأنها عبارة عن عقدة من العقود وتقوم هذه النظرية على إفتراض جوهرية وهو وجود تعارض في المصالح بين المديرين وأصحاب المصلحة الآخرين وبالأخص المساهمين وهذه النظرية تعد إمتدادا لفكرة (Berle & Means, 1932) التي تشير إلى أن كل طرف من الأطراف ذات المصلحة يسعى لتحقيق مصلحته الشخصية على حساب مصلحة باقي الأطراف (قدام، 2018، صفحة 16).

من جهة أخرى يعرّف Clarkson (1995) الشركة بأنها نظام من مجموعة أصحاب المصلحة ومجموعة معقدة من العلاقات بين مجموعات أصحاب المصلحة ذات الحقوق والأهداف والتوقعات والمسؤوليات المختلفة، كما يؤكد على أهمية أصحاب المصلحة لأن نجاح الشركة يعتمد على قدرة المديرين على تكوين ثروة كافية لجميع أصحاب المصلحة (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, p. 41).

مما سبق نرى أن تعدد الأطراف ذوي المصلحة قد يؤدي إلى تعدد أغراض الشركة، وصعوبة تحديد الهدف الذي يحظى بالإجماع من قبل جميع الأطراف خاصة في ظل نظرية الوكالة وإنفصال الملكية عن الإدارة، وهو الأمر الذي لا يزال حوله الجدل والنقاش قائما ومستمرًا.

فقد إكتسب النقاش حول الشكل الإداري المناسب والغرض من الشركات إهتماما كبيرا خاصة بعد الأزمة المالية لسنة 2008، وفي هذا الشأن تم تطوير مفاهيم إدارية مختلفة، والتي تقترح أهدافا للشركات، خاصة في ظل نهج الإدارة القائمة على القيمة وكذلك نظرية أصحاب المصلحة (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012) كما تباينت الآراء ووجهات النظر حول مصلحة من تسيير الشركة، لمصلحة المساهمين أم لمصلحة مختلف أصحاب المصلحة بما فيهم المساهمين؟ أو بالأحرى لمن وكيف يتم خلق القيمة؟ (مهنا، 2017، صفحة 39).

ولم يتوقف الجدل والنقاش حول هدف موحد ووحيد للشركات بل أخذ مفهوما أوسع من مجرد تحقيق الهدف الإقتصادي للشركة فقد جادل Berle&Means (1932) بأن الشركات لديها مجموعة متنوعة من الأغراض والمصالح بما في ذلك تشجيع ريادة الأعمال والإبتكار وبناء المجتمعات، هذه النظرة الأوسع تكتسب المزيد من الزخم في السنوات الأخيرة وهو ما يشير إلى أن المساهمين لا يهتمون فقط بالعوائد المالية ولكنهم مهتمون بالمسؤولية الإجتماعية للشركات (O'Connell & Ward, 2020, p. 2)، ففي غالب الأحيان يتم مناقشة دور الشركة كخيار حصري متبادل بين المسؤولية الإقتصادية للمساهمين والمسؤولية الإجتماعية إتجاه المجتمع (Queen, 2015, p. 683) أو ما يصطلح عليه في الآونة الأخيرة تعظيم قيمة المساهمين المستنيرة، إذ يشير (Queen, 2015) أنه يمكن أن يكون تعظيم قيمة المساهمين على المدى الطويل كهدف مؤسسي متوافقا مع نظرية أصحاب المصلحة عندما يتم تبني إستراتيجية مستنيرة لتعظيم قيمة المساهمين.

أولا: نهج قيمة المساهمين (نظرية المساهمين)

تنص نظرية المساهمين على أن الهدف الأساسي للإدارة هو تعظيم قيمة المساهمين (O'Connell & Ward, 2020, p. 2) ، وقد تم تعريف مفهوم قيمة المساهمين من قبل Rappaport (1986) في عمله "خلق القيمة للمساهمين" أن أساس هذه النظرية هو المساهم ومصالحه التي تعتبر مركز جميع الإجراءات الإستراتيجية بمعنى خلق

القيمة حصريا من منظور المساهم أو المستثمر (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, p. 40)

تجادل نظرية المساهمين أن المساهمون هم المالكون النهائيون لأصول الشركة وبالتالي فإن أولوية المديرين ومجالس الإدارة هي حماية هذه الأصول وتنميتها لصالح المساهمين إذ تفترض نظرية المساهمين أن المساهمين يقدرون أصول الشركة بمقياسين قابلين للقياس هما: توزيعات الأرباح وسعر السهم ، لذلك يجب على الإدارة إتخاذ قرارات تزيد من القيمة المجمعة للتوزيعات والزيادة في أسعار الأسهم (O'Connell & Ward, 2020, p. 2).

كما تؤيد نظرية المساهمين أن المديرين التنفيذيين للشركات يجب أن يوجهوا الموارد ويركزوا ثروة الجهود على مساهمي الشركات وذلك بوضع إحتياجات المساهمين في المرتبة الأولى والمكونات الأخرى في المرتبة الثانية، وتقييم ما إذا كانت الإستراتيجيات المسؤولة إجتماعيا تتماشى مع الإستراتيجيات المالية (Queen, 2015, p. 685).

يشير Rappaport (1986) إلى إفتراض أساسي هو أن دور الشركات داخل المجتمع هو الكفاءة الإقتصادية فمن خلال تعظيم قيمة المساهمين سيتم أيضا تعظيم الثروة الإجتماعية وبالتالي فإنه لا يستبعد أصحاب المصالح والمسؤولية إتجاههم، لكنه يرى هذه المصالح على أنها وسيلة وليست غاية في حد ذاتها (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, p. 40)

يرى (Elali, 2007) كذلك أنه لا يوجد نقص في الأدلة على أن التركيز على تحسين قيمة المساهمين هو أفضل طريقة لضمان إزدهار الشركة لمدة طويلة وإستند في ذلك على (MCTaggarT&al(1994) الذين جادلوا بأن "تعظيم قيمة المساهم هو أفضل من أي نظام تحكم آخر أو هدف تتبناه الشركة لأنه سيقود المديرين إلى إتخاذ القرارات التي من المرجح أكثر أن تزيد من القوّة التنافسية والتنظيمية والمالية للشركة في كل وقت" ومع ذلك قد لا يشارك مديرو الشركات دائما في المعاملات التي تكون في مصلحة المساهمين، وبالمثل إقتراح Copeland & al(1996) أن تعظيم قيمة المساهمين يرتبط إرتباطا وثيقا بمستوى معيشة أعلى وإنتاجية عامة أكبر وقدرة تنافسية وسوق أسهم تعمل بشكل أفضل (Elali, 2007, p. 9).

في ذات السياق تشير أغلب تحليلات (KOLLER, GEODHART, & WESSELS, 2010) إلى أنه بالنسبة لمعظم الشركات وفي سعيها لخلق قيمة طويلة الأجل للمساهم فإن ذلك لا يسبب لأصحاب المصلحة الآخرين أي ضرر بل يشير الباحثون إلى أبعد من ذلك ويجادلون في أن الشركات المكرّسة لخلق القيمة أكثر قوة وذات إقتصاديات أقوى ومستويات معيشة أعلى وتوفّر المزيد من الفرص للأفراد، فالشركات التي تخلق القيمة تخلق المزيد من فرص العمل، كما تميل الشركات التي تخلق قيمة إلى إظهار إلتزام أكبر في الوفاء بمسؤولياتها الإجتماعية، كما أنّ العديد من الشركات يمكن أن تساعد مبادرات المسؤولية الإجتماعية التي تتخذها الشركات على خلق قيمة للمساهمين (KOLLER, GEODHART, & WESSELS, 2010, pp. 11-12).

يلخص فريدمان في مقاله الذي نشر في مجلة نيويورك تاميز بعنوان "الإستجابة الإجتماعية للأعمال هي زيادة أرباحها" (Poitras, 1994, p. 126) وجهة نظره فوفقا لـ Milton Fridman(1970) يتمثل دور الشركة في زيادة أرباحها كهدف لها مع عدم وجود مكان للمسؤولية الإجتماعية كوظيفة تجارية لكن غالبا ما يكون هذا التركيز المحدود مصدر الخلاف ما إذا كان تعظيم قيمة المساهمين هدفا مناسباً للمديرين التنفيذيين للشركات لا يمثل مشكلة في حد ذاته (Queen, 2015, p. 684)، فبالنسبة لمؤيدي نظرية المساهمين فإن المسؤولية الإجتماعية الوحيدة للشركة هي الإنخراط في منافسة شفافة وحرّة دون خداع أو إحتيال بهدف زيادة أرباح الشركة التي تعود على المساهمين (Queen, 2015, p. 683).

في المقابل يشير المدافعون عن قيمة المساهمين إلى طفرة في سوق الأسهم خلال التسعينات وإزدهار الإقتصاد الأمريكي في أواخر التسعينات كدليل إيجابي على الفوائد الإقتصادية التي حققها السعي وراء قيمة المساهمين إذ يرى Lazonick(2000) أن السعي وراء قيمة المساهمين هو الطريق إلى الإزدهار المستدام (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

وتقوم وجهة نظر مؤيدي هذا النهج على مجموعة من الحجج التي تدعم الحماية الحصرية للمساهمين لخصّها (Esser, 2005, p. 721) فيمايلي:

-الحجة الأولى

يملك المساهمون الشركة وأصولها، وبالتالي فإن لديهم مطالب مشروعة بإدارة الشركة بما يخدم مصالحهم الخاصة، ومع ذلك هناك عيب في هذه الحجة: إعتبارا من تاريخ التأسيس أصبحت الشركة شخصا إعتباريا منفصلا له شخصية قانونية منفصلة وبالتالي لا يمكن إمتلاكها.

-الحجة الثانية

تتعلق بالمخاطر، نظرا لأن المساهمين يتحملون مخاطر ضعف أداء الشركات فيجب أن يحتفظوا بالحق في الدخل المتبقي للشركة، الحجة المضادة هي أن المساهمين يمكن أن يقللوا بشكل كبير من مخاطرتهم الإجمالية من خلال سياسة التنويع، لذلك إذا كان من الممكن تقليل المخاطر التي يواجهونها، فمن المؤكد أن المطالبة بالحماية الحصرية تضعف أيضا.

-الحجة الأخيرة

وربما الأكثر شرعية من الثلاثة، تتعلق بالعقود، يجب أن يحصل المساهمون على حماية حصرية لأنهم لا يستطيعون حماية أنفسهم عن طريق العقد فقد يعتمدون على النظام الأساسي لكن الإدارة تضع الشروط من جانب واحد إذ يمكن للموظفين والدائنين حماية أنفسهم عن طريق عقد ولكن هذا الخيار غير متاح للمساهمين.

كما تشير (O'Connell & Ward, 2020, pp. 3-4) إلى أربعة حجج رئيسية لدعم أولوية المساهمين على أصحاب المصلحة الآخرين لخصتها فيمايلي:

- منظور الوكالة

يرى هذا المنظور أن المديرين لديهم التزام تعاقدي بإعطاء الأولوية لتعظيم قيمة المساهمين على حساب أصحاب المصالح فبموجب نظرية الوكالة ينظر إلى الشركة على أنها "سلسلة من العقود"، إذ يقوم المساهمون بتعيين وكلاء لإدارة شركاتهم، ويجب على مجالس الإدارة إتخاذ قرارات تعزز على المدى الطويل إستدامة الشركة.

- منظور السيطرة

من وجهة نظر السيطرة المساهمون هم المسيطرون وبالتالي هم أصحاب المصلحة الأكثر أهمية، فلكل سهم حق في التصويت وبالتالي يمكنهم التأثير على إتخاذ قرارات مجلس الإدارة من خلال حقوق التصويت في الإجتماعات لذلك على الرغم من أن المساهمين نقلو التحكم في إتخاذ القرار التشغيلي إلى مجلس الإدارة إلا أن المساهمين يحتفظون بالسيطرة النهائية، ونتيجة لذلك فإن المساهمون هم أهم أصحاب المصلحة ويجب على مجلس الإدارة والمديرين والموظفين العمل على زيادة ثروة المساهمين في الأسهم لأن ذلك سيضمن إستدامة الشركة على المدى الطويل.

- المطالب المتبقية

تستثمر الشركة الأموال التي يقدمها المساهمون في شراء الأصول لذلك أي أصل يتم شراؤه بأموال المساهمين هو ملك للمساهمين، ومع ذلك تأتي القيود التعاقدية لمطالبين آخرين (الموظفون، الموردون...) مرتبة أمام المطالبات التعاقدية للمساهمين، وهو ما يعني أن المساهمين يحق لهم الحصول على القيمة المتبقية عندما تنتهي الشركة فقط أي بعد إرضاء جميع المطالبين المتعاقدين الآخرين ونتيجة لذلك يتحمل المساهمون المزيد من المخاطر، وبالتالي فإن لديهم إهتمام أكبر بإستدامة الشركة على المدى الطويل مقارنة بأصحاب المصلحة الآخرين، فكل قرار يتخذه المجلس له تأثير مباشر على تعظيم ثروة المساهمين في حين أن جميع مطالبات أصحاب المصلحة الآخرين

عادة ما تكون ثابتة، لذلك يجب أن تركز مجالس الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين في الأسهم لأن ذلك سيضمن إستدامة الشركة على المدى الطويل.

- التطابق مع الثروة الإجتماعية

تشير هذه الحجة أن تعظيم قيمة المساهمين لها قيمة في المجتمع الأوسع فعندما تركز مجالس الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين، ينتج عن ذلك فوائد لأصحاب المصلحة الآخرين.

بالرغم من الحجج التي يستند إليها مؤيدو هذا النهج إلا أن حججهم لم تسلم من النقد من قبل مؤيدي نهج أصحاب المصلحة، إذ يؤكّد نقاد نظرية المساهمين أنه عندما يتم تطبيق الموارد بشكل ضيق لتعظيم ثروة المساهمين فإن نهج المسؤولية الإجتماعية للشركة (نهج أصحاب المصلحة) يحظر العطاء على الإدارة كجهود هادفة للعمل لتحسين معنويات الموظفين أو توجيه الأموال إلى مجموعات مكونة أخرى (ضارة بمجموعات جيدة بشكل عام) (Queen, 2015, p. 686).

ثانياً: نهج قيمة أصحاب المصلحة (نظرية أصحاب المصلحة)

يرجع ظهور مفهوم أصحاب المصلحة إلى سنة 1963 في إجتماع ستانفورد للأبحاث في الولايات المتحدة الأمريكية أما تبلور نظرية أصحاب المصلحة فكان على يد Igor Ansoff في كتابه "Stratégie Corporative" ليشمل المساهمين والعاملين والعملاء والمقرضين والموردين والمجتمع مع التأكيد على ضرورة الإهتمام بمصالح كل تلك الأطراف لتصبح الشركة مصدر ربح مالي وإجتماعي، وذلك بالانتقال من Shareholders إلى Stakeholders (أرباح هلال ، 2017 ، صفحة 74)، فمصطلح Stakeholders والذي يعني إصطلاحاً "صاحب المصلحة" كان إنشاؤه نابعا من إرادة متعمدة للعبث بمصطلح Stockholder والتي تعني المساهم (بلحمو و كرزاي ، 2019 ، صفحة 117).

ويعرّف أصحاب المصلحة على أنّهم أفراد أو أطراف تساهم طوعاً أو عكس ذلك في قدرة الشركة على خلق الثروة (Jones & Felps, 2013, p. 214)، أما Freeman (1984) فيعرف أصحاب المصلحة "بأنها أي مجموعة أو فرد يمكنه التأثير أو يتأثر بتحقيق أهداف الشركة" بينما تشير بعض التعريفات الأقل إتساعاً إلى أصحاب المصلحة على أنّهم فقط تلك المجموعات التي لها صلة إقتصادية بنجاح الشركة (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, p. 41).

ويؤكّد Clarkson (1995) على أهمية أصحاب المصلحة بصفتهم أطراف مهمة إذ يعتمد بقاء الشركة وإستمرار نجاحها على قدرة مديريها على تكوين ثروة كافية أو قيمة أو إرضاء أولئك الذين ينتمون إلى كل مجموعة من أصحاب المصلحة بحيث تستمر كل مجموعة كجزء من نظام أصحاب المصلحة في الشركة وعدم المحافظة على

مشاركة أصحاب المصلحة سيؤدي إلى فشل نظام الشركة (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012)، كما يصنّف (1995) Clarkson أصحاب المصلحة إلى أصحاب المصالح الأساسيون والثانويون، فالفئة الأولى يكون لديها حق ناتج من العلاقات التعاقدية وتشمل هذه الفئة من أصحاب المصلحة (المساهمين، المستثمرين، الموظفين، العملاء، الموردون، والسلطات العمومية)، أما الفئة الثانية أي الثانويون فهم الذين يؤثرون ويتأثرون بالشركة إلا أنهم ليس لهم تعاملات معها وهم ليسوا ضروريين لبقائها (بلحمو و كرزاي ، 2019، صفحة 119).

طرح (1984) Freeman نظرية أصحاب المصلحة من منظور الإدارة الإستراتيجية وتم تبنيها من قبل العديد من الشركات لكن نقاط الضعف الرئيسية في هذه النظرية هي أنها لا تركز على تعظيم ثروة المساهمين فقط بل تأخذ جميع أصحاب المصلحة في الشركة ويشير (2001) Jensen أنه لا يمكن تعظيم قيمة الشركة بتجاهل قيمة المساهمين (PANIGRAHI S. K., 2017, pp. 216-217).

تسعى نظرية أصحاب المصلحة لتحل محل النظرة التقليدية للشركة والتي تعرف بنظرية المساهم التي تفترض أن المديرين لديهم واجب إثماني للعمل في مصلحة المساهمين فقط (بلحمو و كرزاي ، 2019، صفحة 117)، فقد تم إنتقاد التركيز الأحادي على قيمة المساهمين من قبل العديد من المؤلفين والممارسين لأنه يؤدي إلى إهمال أصحاب المصلحة الآخرين والذي قد يكون ذات أهمية رئيسية للإستقلالية وإمكانات التنمية وبالتالي لبقاء الشركة (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, p. 41)، فقد إعتبر (1994) Freeman أن عملية خلق القيمة للمساهمين فقط هو خطأ حيث أضاف عوامل أخرى في سيورة خلق القيمة كالعاملين والنقابات كما أكّدت دراسة (1992) Heskett&Kotter أنه في فترة 11 سنة شهدت الشركات الأمريكية التي تولي إهتماما للأطراف ذات المصلحة إرتفاعا في مبيعاتها بحوالي 4 أضعاف مقارنة بالشركات التي تولي إهتماما للمساهمين فقط (بوديسة و عشوي، 2018، صفحة 94).

فنظرية أصحاب المصلحة تؤيد الشمولية الإدارية إذ أن الفئات الأخرى من أصحاب المصلحة تهتم بنفس القدر بمستوى أداء الشركة (N. Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 3)، وتتخطى نظرية أصحاب المصالح العلاقة بين المساهمين والمديرين لتأخذ بعين الإعتبار مجموعات المصالح الأخرى في الشركة حيث وحسب Sanda , Mikailu, Garba فإن الأطراف الأخرى مثل الموردين والموظفين والمجتمعات المضيفة والحكومة كلها ذات صلة برفاهية الشركة حيث تؤثر ثرواتها عليهم بالتساوي، لذلك تقترح نظرية أصحاب المصالح أنه يجب على كل شركة أن تسعى لخلق قيمة لجميع أصحاب المصلحة وليس فقط تعظيم ثروة المساهمين (N. Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 05).

ويعدّ الجوهر الرئيسي لنظرية أصحاب المصلحة هو تحفيز مبدأ المسؤولية الإجتماعية كما تدافع هذه النظرية عن حقيقة أن الشركة هي مساهمات جماعية بواسطة الدوائر الإنتخابية المتعدّدة (Alhumaymidi, 2021, p.

10) وبالتالي يعتقد منظرو أصحاب المصلحة أن الشركات تتحمل مسؤولية إتجاه المساهمين وكذلك أصحاب المصلحة الآخرين لأن الأعمال والمجتمع متشابكان، لذلك تؤثر تصرفات مديري الشركات على مساهمي الشركات ومجموعات أصحاب المصالح الأوسع (Freeman, 1984)، بالنسبة لنظرية أصحاب المصلحة يتوقع من مديري الشركات والواجب عليهم الإنخراط في سلوك العمل المناسب الذي يستخدم موارد الشركة بطرق تساعد المجتمع إذ يلتزم مديرو الشركات كأعضاء في المجتمع بأخذ المجتمع الكبير في الإعتبار عند إتخاذ القرارات بغض النظر عن المنافع الشخصية أو المباشرة لهم أو لوكلائهم (Queen, 2015, p. 684).

كما يمكن تفسير تطور مفهوم قيمة أصحاب المصلحة على أنه إجابة على مفهوم قيمة المساهمين، إذ يتناول بعض نقاط النقد الموجهة إلى قيمة المساهمين لكن ذلك لا يعني أن هذا المفهوم لا يخلو من النقد بل هناك بعض الإنتقادات كمحاولة إيجاد نظام قياس كمي من أجل حماية تفعيل هذا المفهوم كنموذج القيمة المضافة لأصحاب المصلحة لكن تنفيذ ذلك معقد للغاية بسبب صعوبة تحديد أصحاب المصلحة وإحتياجاتهم والتي عادة ماتكون ديناميكية وغير متجانسة، في ذات السياق فقد تم تطوير نظريات بناء على مفهوم قيمة أصحاب المصلحة مثل "المسؤولية الإجتماعية للشركات" التي تأخذ في الإعتبار تأثير النشاط التنظيمي على البيئة والمجتمع، ونظرية أخرى أسسها (Elkington, 1997) أطلق عليها إسم "مسألة الشركات" حيث طالب بإصدار تقارير الإستدامة من جميع الشركات للمساهمين (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, pp. 41-42).

وبالتالي فنظرية أصحاب المصلحة ليست نظرية معارضة أو معاكسة لنظرية المساهمين فقد تم تصميمها لأخذ مصالح الفئات الأخرى في الإعتبار، النظرية هي ببساطة نظرة أوسع لمصالح الشركات من نظرية المساهمين إذ يتم تشجيع الشركات من خلال النظرية على إستيعاب المزيد من المصالح لجميع فئات الشركات الأخرى إذ تتنوع المصالح بين هذه المجموعات ومع ذلك فجميعهم يؤثرون ويتأثرون بقرارات الشركة وأنشطتها (Alhumaymidi, 2021, p. 8)، إذ تقترح نظرية أصحاب المصالح مستوى معيناً من الشمولية يوسع نطاق الإهتمام الإداري بما يتجاوز مصلحة تعظيم ثروة المساهمين ليشمل أصحاب المصلحة الآخرين الذين يحق لهم بشكل شرعي الحصول على كل من الثروة التي أنشأتها الشركة والمعلومات المالية الجيدة (N. Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 05).

في الأخير تشير الأدبيات إلى أن الإختلاف الواضح في بين النهجين يتمثل في توجيه مسؤولية الإدارة، التي ينظر إليها على أنها إلتزام تعاقدي من قبل مؤيدي المفهوم الأول وكإلتزام أخلاقي من قبل أتباع النهج الثاني، ومع ذلك فإن حجة تحديد أي مفهوم هو الأكثر ملائمة لم تنته بعد إذ يوازن (Wallace, 2003) بين كلا المفهومين، بحجة أنه يجب على الشركات أولاً إرضاء المساهمين من أجل التمكن من إرضاء مجموعات أصحاب

المصلحة الرئيسيين، كما يلاحظ أنه حتى نقطة معينة كلما زادت الفوائد التي تعود على أصحاب المصلحة زادت القيمة للمساهمين (MUNTEANU, DANAIATA, HURBEAN, & BERGLER, 2012, p. 42).

وأمام هذا الجدل في أي النهجين يتم تنبيه من قبل الشركات ظهر نهج القيمة المستنيرة للمساهمين والذي حاول الجمع بين النهجين السابقين من خلال التركيز على قيمة المساهمين دون إهمال أصحاب المصلحة الآخرين، إذ يؤيد المفهوم الأوسع لقيمة المساهمين.

ثالثا: القيمة المستنيرة للمساهمين في ظل نظرية قيمة المساهمين

تبنى وجهة نظر متطورة بين مديري الشركات نهجا متكاملا يركز على خلق قيمة طويلة الأجل لتعظيم المساهمين وإدارة أصحاب المصلحة يحفزها تكوين ثروة طويلة الأجل للمساهمين، يشير (Queen, 2015) في مقال بعنوان: **تعظيم المساهمين المستنير: هل هذه الإستراتيجية قابلة للتحقيق؟** أنه يمكن أن يكون تعظيم قيمة المساهمين على المدى الطويل كهدف مؤسسي متوافقا مع نظرية أصحاب المصلحة عندما يتم تبني إستراتيجية مستنيرة لتعظيم المساهمين.

يركز نهج القيمة المستنيرة للمساهمين على خلق القيمة على المدى الطويل ومصالح مختلف أصحاب المصلحة في تعزيز قيمة المساهمين إذ تهتم مصالح المساهمين ومع ذلك فإن تعزيز مصالحهم لا يتطلب تجاهل مصالح المجموعات الأخرى التي تعتبر مهمة لنجاح الشركة، فيسمح للمديرين بأخذ مصالح أصحاب المصلحة المختلفة في الاعتبار إذا كانت متوافقة مع تعظيم ثروة المساهمين على المدى الطويل، لأنه سيكون من الصعب على مجالس الإدارة إتخاذ قرارات تتعامل مع رفاهية الموظفين أو البيئة على أنها السبب الرئيسي للعمل (ما لم تكن مبنية على إلتزامات قانونية بموجب قانون العمل أو البيئة)، وبالتالي لا يمتد النهج المستنير ليشمل حقوقا إضافية لأصحاب المصلحة ولا يعطي هذا النهج الأولوية لأصحاب المصلحة الآخرين على حساب المساهمين ومع ذلك فإنه يجادل بأن جميع أصحاب المصلحة يستفيدون من وجهة نظر طويلة الأجل وبالتالي إستدامة الشركة (O'Connell & Ward, 2020, p. 6).

إذ يمكن أن يحقق نهج قيمة المساهمين المستنير التوازن بين مصالح المساهمين والمجتمع الأوسع أي أن الشركة ستظل تدار بما يحقق مصلحة المساهمين مع مراعاة أصحاب المصلحة الآخرين عندما يقتضي الدستور أو التشريعات ذلك، لذلك ينبغي السماح للشركات بمراعاة مصالح أصحاب المصلحة الآخرين ولكن لا ينبغي إلزامها القيام بذلك في كل الظروف لأن الشركات ستعاني على أي حال من عواقب سلبية إذا لم تلتزم بالحوكمة الرشيدة وتتصرف بطريقة مسؤولة إجتماعيا هذا من جهة (Esser, 2005, p. 724).

من جهة أخرى فقد فشلت نظرية المساهمين في إعتبار أن المساهمين والشركات قد يكون لديهم أهداف أخرى لا تستند للأداء المالي (الهدف المالي) إذ يشير (Kyriakou, 2018) أن خلق القيمة للمساهمين مهم و مع ذلك يجب أن يكون متوازنا مع مصالح أصحاب المصلحة الآخرين وهو ما يشار إليه النهج المستنير لتعظيم قيمة المساهمين (O'Connell & Ward, 2020, p. 2)، إذ تفترض نظرية قيمة المساهم أن المساهمون مهتمون فقط بالعائدات المالية لكن قد يكون هذا الافتراض غير مناسب، ففي سبعينات القرن الماضي قدم المساهمون مقترحات بشأن القضايا الاجتماعية وهذا يشير إلى أن المساهمين لديهم مصالح غير العوائد المالية وأنه من خلال تلبية مصالح أصحاب المصلحة الآخرين فإن مجالس الإدارة تعمل في الواقع على تلبية مصالح المساهمين (O'Connell & Ward, 2020, p. 6)، كما يشير (De Klerk, de Villiers, & van Staden, 2015) عن أن أسعار الأسهم تكون مرتفعة في الشركات ذات المستوى الأعلى من الإفصاح عن الإستدامة وبالتالي يمكن أن تكون الإستدامة وتعظيم القيمة متكاملين، فهناك متطلبات قانونية متزايدة على الشركات للنشر في الأمور الاجتماعية والبيئية كتوجيه الإتحاد الأوروبي لإعداد التقارير غير المالية 2014/95/EU، كذلك بدأت أسواق الأسهم في مطالبة أعضائها بالإمتثال لقواعد حوكمة الشركات التي تحتوي على متطلبات الإفصاح عن الأمور الاجتماعية والبيئية (O'Connell & Ward, 2020, p. 7).

ومع ذلك فإن منتقدي تعظيم المساهمين المستنير كهدف للشركة يؤكدون أن هذه الإستراتيجية تتعارض مع تعظيم قيمة المساهمين إذ يؤكد منتقدو هذا النهج أنه يلي مصالح أصحاب المصلحة من خلال التضحية بتعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي لا يحقق المساهمين الحد الأقصى من ثروة المساهمين عندما يتم توجيه الموارد نحو إفادة أصحاب المصلحة الآخرين (Queen, 2015, p. 686).

المبحث الثاني: محددات ومقاييس قياس ثروة المساهمين

في الواقع يوجد العديد من الطرق لتحديد قيمة المساهمين كما يوجد جدل ونقاش حول كيفية قياسها بالتحديد وكلّ هذه الطرق التي طوّرت لقياس ثروة المساهمين (خلق الثروة للمساهمين)، يمكن تقسيمها أو تصنيفها إلى قسمين:

- مقاييس قائمة على المحاسبة؛

- مقاييس قائمة على القيمة.

وقبل التعرض لهذه المقاييس والتي سيتم التركيز فيها أكثر على مقاييس القيمة القائمة على القيمة وإعطائها حيزًا أكبر مقارنة بالمقاييس التقليدية نظرا لحداثتها وإستخدامها بشكل أكثر من قبل الباحثين في الآونة

الأخيرة هذا دون إلغاء أهمية ودور المقاييس المحاسبية التي أخذت نصيبها ولا زالت من البحث، إذ حاولت الباحثة من خلال عدد من الدراسات السابقة التطرق لبعض العوامل المحددة لثروة المساهمين.

المطلب الأول: محددات تعظيم ثروة المساهمين

نظرا لمحدودية البحوث التي تتناول بصفة دقيقة ومباشرة العوامل المؤثرة على ثروة المساهمين إتمدت الباحثة على مجموعة من الدراسات السابقة التي إختبرت بعض المحددات وتأثيرها على تعظيم ثروة المساهمين، إذ يشير الباحثون في هذا الشأن إلى وجهات نظر مختلفة لتأثيرها، وفيما يلي بعض المحددات التي من المفترض لها تأثير على تعظيم ثروة المساهمين:

أولا: قرار الإستثمار Investment Decision

يشير (Shodiya, SANYAOLU, OJENIKE, & OGUNMEFUN, 2019) أنه يجب على الشركات التي ترغب في تجميع المزيد من الإستثمارات أن تتبنى تعظيم ثروة المساهمين كإستراتيجية تنافسية، فنتيجة للأدوار البارزة لتعظيم ثروة المساهمين يتم تقييم القرارات الإدارية والإستراتيجيات والسياسات المالية للتأكد من فعاليتها وكفاءتها في زيادة ثروة المساهمين والتي يعبر عنها بالقيمة السوقية لأسهم الشركة، والتي تعتمد بدورها على إستثمارات الشركة طويلة أو قصيرة الأجل إذ يعد تعظيم الثروة رغبة كل مستثمر محتمل أو مساهم، وبالتالي فالشركات المدرجة يكون لديها الحافز لإتخاذ قرارات إستثمارية بناء على هذا التوقع، إذ يتخذ المستثمرون قرارات إستثمار تستند إلى توقع أن الإدارة ستخلق قيمة لهم (Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 2)، فتعظيم ثروة المساهمين هو مقياس لمستوى ربحية إستثمار المساهمين العاديين وإنعكاسا لكفاءات المديرين في إستخدام الموارد المتاحة لخلق القيمة (Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 1).

فقد توصلت دراسة (غري و محرز، 2022) حول تأثير قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين ل46 شركة مدرجة في السوق المالي الأمريكي وتحديدًا في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة من 2009 إلى غاية 2020 إلى أن قرار الإستثمار مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية يدعم هدف تعظيم ثروة المساهمين ويؤثر إيجابيا على القيمة السوقية المضافة التي تقيس مقدار الثروة التي تم خلقها نتيجة إستثمار المساهمين لأموالهم في الشركة حيث أكدّت الدراسة أن زيادة عدد الأسهم يؤدي إلى زيادة في ثروة المساهمين، وهو ما يعني أنه يمكن تعظيم الثروة للمساهمين بالنظر إلى الزيادة في عدد الأسهم .

ثانيا: هيكل رأس المال Capital Structure

يشير (Nagalahshmi 2015) أن قرار التمويل يستلزم إختيار مزيج التمويل المناسب عن طريق الجمع بين الديون والأموال الخاصة في هيكل رأس مال الشركة، ويؤكد (Myers 2001) أنه يجب على الشركات الإقتراض بدلا

من إصدار الأسهم عندما يكون التمويل الداخلي غير كاف (Akintunde, NWABUISI, & OYEYEMI, 2021, p. 19).

كما يرى (Akintunde, NWABUISI, & OYEYEMI, 2021) أن إحدى وسائل تعظيم ثروة المساهمين هي تحسين هيكل رأس المال بمعنى الحصول على النسب الصحيحة من جميع وسائل التمويل المتاحة، حيث ومن خلال فحص العلاقة بين قرار التمويل وتعظيم ثروة المساهمين لعينة تتكون من 35 شركة غير مالية مدرجة في بورصة نيجيريا للفترة من 2008 إلى غاية 2017 توصل أن الشركات في نيجيريا تعتمد على خيار التمويل الذاتي كأفضل مصدر لتمويل عملياتها، في حين أن قرار التمويل عن طريق الديون والأسهم تمثل خيارات تمويل باهظة التكلفة بسبب معدل الفائدة المرتفع والسياسات النقدية الحكومية المتكررة التي لها تأثير كبير على البنوك، وبالتالي فإن التمويل الذاتي يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية المضافة، بينما التمويل بالأسهم والديون كان لهما تأثيرا سلبيا على القيمة السوقية المضافة ومنه ثروة المساهمين.

ثالثا: إدارة رأس المال العامل Working Capital Management

تعد إدارة رأس المال العامل جزء لا يتجزء من الإدارة المالية الوظيفية التي تهدف إلى تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين وإمكانية ربحية الشركة، وإدارة رأس المال العامل بطريقة فعالة أمر بالغ الأهمية لتحقيق هذا الهدف لأنه يؤثر على مخاطر الشركة وربحيته وبالتالي ثروة المساهمين (Panigrahi, Al Farsi, Kumaraswamy, Ali Khan, & Rana, 2022)، كما تعد إدارة رأس المال العامل عامل أو محدد رئيسي في تحديد ربحية الشركة فحسب (Kusama&Bachiar, 2018) فإن إدارة رأس المال العامل هي السيطرة على الأصول والخصوم المتداولة للشركة، إذ يشير (Preve&Sarria-Allende, 2010) أنه قد يؤدي عدم التوافق بين إستحقاق أصول الشركة وخصومها إلى أنماط تمويل دون المستوى الأمثل وقضايا سيولة مما قد يؤدي إلى تعثر وصعوبات مالية.

كما حاول (Panigrahi, Al Farsi, Kumaraswamy, Ali Khan, & Rana, 2022) التحقيق في العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وثروة المساهمين لـ 31 شركة صناعية مدرجة في بورصة مسقط للأوراق المالية خلال الفترة من 2004 إلى 2019، وقد تم التعبير عن إدارة رأس المال العامل بثلاث متغيرات ممثلة في أيام رأس المال العامل والتي تصف الأيام التي إستغرقتها الشركة في تحويل رأس مالها العامل إلى إيرادات، فالشركات التي تستغرق وقتا أقل تكون أكثر كفاءة من الشركات التي تستغرق وقتا أطول، كذلك دورة التحويل النقدي والتي تعبر عن الوقت المستغرق لتحويل إستثمارات المخزون إلى نقد، بالإضافة إلى الفترة المؤجلة المستحقة الدفع والتي تعبر عن الوقت الذي تستغرقه الشركة لتسديد مدفوعات لمورديها أو دائنيها، فالشركات التي تسدد إلى دائنيها ومورديها

بشكل أسرع تكون أكثر كفاءة، وتوصل الباحثون إلى أن إدارة رأس المال العامل لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين معبرا عنها بمعدل العائد على الأصول، في حين أكدت الدراسة أن عناصر إدارة رأس المال العامل كانت عاجزة عن التأثير على ثروة المساهمين مقاسة بربحية السهم الواحد.

رابعا : جودة التقارير المالية Financial Reporting Quality

يعد إعداد التقارير المالية إحدى الوسائل لقياس وعكس الأداء المالي للشركة بما في ذلك تعظيم ثروة المساهمين، فجودة التقارير المالية تتعلق بجودة المعلومات المنقولة في التقارير المالية بما في ذلك الإفصاحات، حاول Rajpogal&Venkatachalam(2011) فحص التباين في عوائد الأسهم والمتغيرات التي تؤثر على جودة التقارير المالية وتوصلا من خلال دراستهما إلى أن التدهور في جودة التقارير المالية كان مرتبطا بتقلب عوائد الأسهم على مدار أربعين عام، كما فحصت دراسة Haruna&Kighir(2018) تأثير اعتماد المعايير الدولية IFRS لإعداد التقارير المالية على ثروة المساهمين في بنوك الودائع المالية في نيجيريا للفترة من 2008 إلى غاية 2015 وتوصلت الدراسة إلى أن التقارير المالية السابقة واللاحقة لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين (N. Nwaobia & Ajayi, 2020, pp. 5-6).

كما جادلت دراسة (N. Nwaobia & Ajayi, 2020) أن تعظيم ثروة المساهمين لا يمكن تحقيقه إلا عندما تكون الجهود الإدارية موجهة نحو جودة الإفصاح وإعداد التقارير بشفافية والإمتثال لمتطلبات الكشف عن المعلومات والتي تعد الطريقة الوحيدة لعكس الواقع الإقتصادي، وقد توصلت الدراسة إلى أن تعظيم ثروة المساهمين تتأثر إيجابيا بجودة التقارير المالية وذلك في اختبار لعينة من 10 شركات مدرجة في بورصة نيجيريا لمدة 10 سنوات كما أوصت الدراسة بضرورة ممارسة المديرين مستوى عالي من الكفاءة والفعالية في إدارة حقوق المساهمين لضمان عوائد قوية بهدف جذب الإستثمارات في الأسهم.

خامسا: جودة الأرباح Earning Quality

يعرّف Williams (2005) و Penman (2003) جودة الأرباح بأنها الدرجة التي تعكس بها الأرباح المبلّغ عنها الواقع الإقتصادي، حيث يشير Penman(2003) أن الأرباح العالية الجودة هي الأرباح التي تحتوي على مؤشر جيد للأرباح المستقبلية فيما يتعلق بالأداء الحالي للشركة بمعنى يجب أن تكون جودة الأرباح التي يتم الإفصاح عنها حاليا ذات مصداقية بحيث يمكن للمستثمر أن يعتمد عليها كمتنبئ جيد للأرباح المستقبلية (N. Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 03).

فجودة الأرباح تشير إلى موثوقية أرباح الشركات في تقييم أداؤها المستقبلي، فهي تلعب دورا مهما في أي شركة لإظهار رفايتها المالية وكفائتها الرأسمالية، فالمستثمرون والمحللون الماليون يراقبون أرباح الشركة كمصدر رئيسي

للمعلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية والأداء المالي (Panigrahi, Al Farsi, Kumaraswamy, Ali Khan, & Rana, 2022, pp. 1-2)، إذ توصلت دراسة (Panigrahi, Al Farsi, Kumaraswamy, Ali Khan, & Rana, 2022) إلى أن تعزيز الشركات لجودة الأرباح يؤدي إلى خلق المزيد من الثروة للمساهمين.

سادسا: حجم الشركة Size

عادة ما يتم قياس حجم الشركة عن طريق إجمالي الأصول، إجمالي المبيعات، أو الرملة البورصية، فالزيادة في هذه المؤشرات المعبرة عن الحجم لن يؤدي بالضرورة إلى الزيادة في ثروة أو قيمة المساهمين، فدراسة (Korankye, 2013) توصلت إلى وجود تأثير سلبي للحجم معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول على قيمة المساهمين للبنوك المدرجة في غانا وهذا يعني أن الحجم الأكبر لا يترجم بالضرورة إلى خلق ثروة لمساهمي هذه البنوك، فقد يؤدي زيادة حجم البنك إلى ما بعد نقطة معينة إلى حدوث حالات عدم استقرار في الحجم حيث يؤدي تراكم التكلفة بدلا من توفيرها إلى التسبب في أن يصبح الحجم وصفا لتدمير ثروة المساهمين بدلا من تعظيمها، في حين أكدت دراسة (Akintunde, NWABUISI, & OYEMEMI, 2021) أن حجم الشركة معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول يؤثر إيجابيا على تعظيم ثروة المساهمين.

سابعا: نمو المبيعات Sale Growth

يعد نمو المبيعات عاملا رئيسيا في مساعدة الشركات على تحسين أدائها المالي وربحيتها، وهو ما دفع بالعديد من الشركات إلى تقدير نمو مبيعاتها وتضمينه في تقاريرها السنوية، ومع ذلك فقد جادل البعض أن نمو المبيعات يخدم المديرين بدلا من المساهمين في بعض الأحيان فقد وجد (Peesker&al(2021) من خلال إستبيان قام بإعداده أن الهدف الأكثر تكرارا من قبل كبار المديرين هو المبيعات، فوفقا ل(Argenti(2018) غالبا ما تبدأ أنظمة التخطيط بأهداف المبيعات، كما أن التأكيد على نمو المبيعات يوفر للإدارة معيارا عمليا تسعى من أجله، إذ توصلت دراسة (Panigrahi, Al Farsi, Kumaraswamy, Ali Khan, & Rana, 2022) أن نمو المبيعات يؤثر إيجابيا على خلق الثروة للمساهمين.

ثامنا: التحفظ المحاسبي Accounting Conservatism

تختلف الممارسات والسياسات المحاسبية من شركة إلى أخرى، الأمر الذي يستوجب من المحاسبين تقديم تقاريرهم المالية بأمانة وحيادية، فالبعض منهم يطبق سياسة التحفظ المحاسبي خاصة في حالات عدم اليقين والذي يعبر عن الحيلة والحذر، وبالتالي فإن تطبيق التحفظ المحاسبي داخل الشركة يؤثر بشكل كبير على البيانات المالية (Al-Fasfus, Al-Rawashdeh, Al-Theebah, & Al-Enabi, 2022, p. 286)، ويمكن تعريف التحفظ المحاسبي بأنه ممارسة عملية يميل إليها المحاسبون عند إعداد التقارير المالية من خلال إتباع البدائل المحاسبية التي تعتمد على تقليل

الأصول والإعتراف بجميع الخسائر المتوقعة مع تأجيل الإعتراف بأيّ أرباح متوقعة (Al-Fasfus, Al-Rawashdeh, Al-Theebah, & Al-Enabi, 2022, p. 288).

في الحقيقة تشير بعض الدراسات إلى تأثير التحفظ المحاسبي على الأداء المالي وكفاءة الإستثمار من بين هذه الدراسات تشير دراسة (Ma & Jeong, 2022) إلى التحقق من أن تطبيق السياسة المحاسبية المتحفظة يحسن كفاءة الإستثمار وقد توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي له تأثير سلبي على عدم كفاءة إستثمار الشركات الصينية، وأشارت إلى أن التحفظ المحاسبي يمكن أن يكبح حدوث إستثمار غير فعّال، كما يختلف هذا التأثير باختلاف نوع الشركة إذ كان للشركات العامة تأثير سلبي أضعف من الشركات الخاصة، في حين تشير دراسة (Al-Fasfus, Al-Rawashdeh, Al-Theebah, & Al-Enabi, 2022) إلى عدم وجود تأثير للتحفظ المحاسبي على كل من معدل العائد على حقوق الملكية وربحية السهم لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، كما حاولت دراسة (Watts & Zuo, 2011) معرفة أثر التحفظ المحاسبي على قيمة الشركات خلال الأزمة المالية لسنة 2008 لعينة من 2983 شركة أمريكية غير مالية وتوصلت إلى أن الشركات الأكثر تحفظاً تصدر المزيد من الديون وتضطلع لمزيد من الإستثمار خلال فترة الأزمة كما أظهرت الدراسة كذلك أن الارتباط الإيجابي بين التحفظ المحاسبي وعوائد الأسهم يكون أكثر وضوحاً في الشركات التي تكون فيها تكاليف الوكالة مرتفعة، كما أشار (Watts & Zuo, 2011) أن دراستهم تتفق مع الأدلة التي ترى أن التحفظ المحاسبي يحسن القدرة على الإقتراض ويقلل من نقص الإستثمار ويقيّد الإنتهازية الإدارية ويعزز قيمة الشركة.

المطلب الثاني: مقاييس ثروة المساهمين القائمة على المحاسبة

تقوم هذه المقاييس على المعلومات المحاسبية، حيث يتم حسابها بناء على التقارير المالية للشركات وذلك بالإعتماد على القوائم المالية من ميزانية وجدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة، فالعديد من الشركات في الآونة الأخيرة تقوم بالإفصاح عنها في قوائمها المالية مما يعطي للمستثمرين والمحللين نظرة عن الوضعية المالية للشركة وعن توقعاتها المستقبلية.

وقد تعددت المقاييس المحاسبية التي يتم على أساسها قياس أو تحديد ثروة المساهمين كما أنها تختلف فيما بينها حسب الهدف من القياس ووجهة النظر إليها، وعلى العموم سيتم التركيز على ثلاث مقاييس¹ ذات أهمية بالغة لقياس وتحديد ثروة المساهمين إذ تعدّ الأكثر إنتشاراً وإستخداماً وقد تم تبنيها من قبل العديد من الباحثين وهذه المقاييس هي: ربحية السهم الواحد EPS، معدل العائد على حقوق الملكية ROE، معدل العائد على الأصول ROA.

¹ على سبيل المثال لا الحصر

أولاً: ربحية السهم الواحد Earning Per Share

يعرف المعيار المحاسبي الدولي IAS 33 ربحية السهم الواحد EPS بطريقة بسيطة على أنها قسمة الأرباح على عدد الأسهم، حيث يركز المعيار على تحديد عدد الأسهم التي يتم إستخدامها في الحساب ويقدم قواعد إرشادية حول حساب الربح (حماد ، 2008، صفحة 153)، إذ يمكن أن تظهر EPS قدرة الشركة على جني وتوزيع الأرباح فكلما إنخفضت قيمة ربحية السهم الواحد قلّ احتمال قيام الشركة بالتوزيع لذلك فالمستثمرون يكونون أكثر إهتماماً بالأسهم التي تحقق ربحية سهم عالية مقارنة بأسهم لديها ربحية سهم منخفضة لأن الربح المنخفض قد ينتج عنه إنخفاض في السعر السوقي للسهم (Soeindoen & Siagian, 2021, p. 353).

ويوضّح EPS الربح الذي يحققه السهم الواحد، بمعنى نصيب السهم الواحد من الأرباح ويتم حسابه بطريقة سهلة ومبسطة من خلال قسمة النتيجة الصافية مطروحاً منها التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة على متوسط عدد الأسهم القائمة، ويتم الإعتماد على متوسط عدد الأسهم بالنظر إلى إمكانية التغيّر في عدد الأسهم، وذلك وفقاً للعلاقة التالية (PANIGRAHI, ZAINUDDIN, & AZIZAN, 2014, p. 282):

$$EPS = \frac{\text{Net Income} - \text{Dividend on Perfect Stock}}{\text{Average Outstanding Share}} \dots\dots (2-1)$$

أما في حالة وجود أسهم عادية فقط، فيتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$EPS = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Outstanding Share}} \dots\dots\dots(2-2)$$

يشير (Graham&al (2004) من خلال مسح تم إجراؤه لـ 400 مدير مالي تنفيذي في الولايات المتحدة الأمريكية بأن أغلبيتهم يؤكّدون على أن EPS هو أهم مقياس للأداء الذي يتم تقديمه لأطراف أصحاب المصلحة الخارجيين؛ كما يؤكّد (Rappaport(2005 أن EPS كمقياس للأداء قصير الأجل تكون مهمة بالنسبة للشركات الفتية التي تتوقع نمواً في المستقبل وتكون أكثر حساسية للأداء الحالي مقارنة بالشركات الناضجة التي لها تاريخ تشغيلي طويل (Wet, 2013, p. 265).

كما يشير (Blume&Friend(1978 أن الأرباح المتقلّبة مؤشر أساسي عن المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر، وهو نفس رأي (Minton,Schrand & Walter (2002 اللذان أكّدا بأن المستثمرون يفضلون الإستثمار في الشركات التي لديها تقلباً أقل في الأرباح، لأن التنبؤ بالأرباح يكون أبسط ويتوقع أن يكون الإستثمار فيها أقل خطورة (Robbetze, de Villiers, & Harmse, 2017, p. 141).

تجدر الإشارة كذلك أنه يمكن لـ EPS أن تعمل على تشويه تركيز المديرين على عمليات إعادة شراء الأسهم لأن تخفيض عدد الأسهم يؤدي تلقائياً إلى الزيادة في ربحية السهم الواحد (Hopson, 2016).

ثانيا: معدل العائد على حقوق الملكية Return On Equity

يقيس هذا المعدل العائد على مجموع إستثمارات المساهمين (العمار ، 1997، صفحة 84) إذ يركّز العائد على حقوق الملكية على الأموال الخاصة فقط في الإستثمار، ويمكن حسابه من خلال قسمة النتيجة الصافية على القيمة الدفترية للأموال الخاصة كما يلي (Oana, 2014, p. 4):

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Book\ Value\ of\ Equity} \dots\dots\dots(2-3)$$

العائد على حقوق الملكية هو أحد مقاييس الربحية وهو مقياس لمدى نجاح الإدارة في خلق قيمة لأصحاب الأسهم العادية فعادة ما تتمتع الشركات التي لديها عائد أعلى على حقوق الملكية بمزايا تنافسية على منافسيها مما يؤدي إلى عوائد أعلى للمستثمرين، وبالتالي فهو مقياس مهم للإدارة التي تحاول فهم نقاط قوتها وضعفها كما أنه مهم للمستثمر الذي يبحث عن إستثمار، لذا فإن هذا المعدل يعتبر مقياس مهم لأنه يقيس فعالية إستخدام رأس المال لتحقيق أرباح للمساهمين (Al-Fasfus, Al-Rawashdeh, Al-Theebah, & Al-Enabi, 2022, p. 291).

ويعد معدل العائد على حقوق الملكية شديد الحساسية للتغير في الديون المالية (PANIGRAHI, ZAINUDDIN, & AZIZAN, 2014, p. 283)

ويمكن حساب ROE كذلك وفق العلاقة التالية (PANIGRAHI, ZAINUDDIN, & AZIZAN, 2014, p. 282):

$$ROE = \frac{Earnings}{Sales} * \frac{Sales}{Assets} * \frac{Assets}{Equity} \dots\dots\dots(2-4)$$

يشير معدل العائد على حقوق الملكية كذلك إلى نجاح الإدارة أو فشلها في تعظيم العائد للمساهمين بناء على إستثماراتهم في الشركة (Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah, & Tarhini, 2015, p. 135).

وبالتالي فإن ROE أداة يستخدمها المستثمرون وقادة الشركات لقياس مقدار الربح الذي يتم الحصول عليه من ملكيتهم الخاصة في الشركة كما أن تحليل معدل العائد على حقوق الملكية أمر بالغ الأهمية للمستثمرين لأنه عامل جذاب للإستثمار (Wijaya, 2019, p. 9).

ثالثا: معدل العائد على الأصول Return On Assets

يقيس هذا المعدل العائد على مجموع إستثمارات الشركة (العمار ، 1997، صفحة 83) وبحسب ROA وفق العلاقة التالية (Indraswono & Cahyo, 2021, p. 70):

$$ROA = \frac{Net\ income}{Total\ assets} \dots\dots\dots(2-5)$$

إذ يمكن أن يوقر ROA معلومات حول مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول لتحقيق إيرادات وبالتالي هناك نوعان من العوامل التي تؤثر على العائد على الأصول وهي النتيجة الصافية وإجمالي الأصول إذ تظهر نسبة العائد على الأصول المرتفعة أن الشركة فعالة في استخدام الأصول ولها القدرة على توليد الأرباح وهو ما يوقر معدل عائد أكبر للمستثمرين (Indraswono & Cahyo, 2021, p. 67).

إضافة إلى ذلك غالباً ما يستخدم المحللون العائد على الأصول لتقييم الأداء التشغيلي للشركة بالنسبة للإستثمارات التي تتم بغض النظر في ما إذا كانت الشركة تستخدم الديون أو رأس المال لتمويل الإستثمارات (Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah, & Tarhini, 2015, p. 135).

ويؤكد Whittington (1980) على أهمية النسب المالية وعلى أن الشركات التي تظهر أسس تشغيلية قوية وتولد عائدا مرتفعا على أصولها سيكون لديها عمليات ناجحة ومستدامة، كما تشير دراسة (Fabozzi 2012) ودراسة (Lewellen 2004) أن نسبة العائد على الأصول هي أحد أكثر المقاييس أهمية لتقييم القدرة المالية للشركة وكفائتها في استخدام مواردها (Pandey & Diaz, 2019, p. 134).

فوفقاً لـ Syamsuddin يعدّ ROA مؤشر على أنّ الشركة تستخدم مواردها المالية لتوليد القيمة للمساهمين، فكلما ارتفع معدل العائد على الأصول للشركة كان الأداء المالي للشركة أفضل كما يجذب العائد على الأصول ROA المرتفع المستثمرين للإستثمار لأن الشركات قادرة على الإستفادة من أصولها (Sukmawati & Garsela, 2016, p. 54).

يشير (Panahi, Nigel Preece, Wan Zakaria, & Rogers, 2014, p. 292) أنّه تم إنتقاد المقاييس القائمة على المحاسبة من قبل العديد من الباحثين على أن هذه المقاييس ليست مناسبة لإتخاذ قرارات إستراتيجية من ثلاث جوانب هي :

- تتجاهل هذه المقاييس تكلفة رأس المال المستثمر؛

- تحديد تأثير العوامل الإستراتيجية المختلفة (مقاييس الأداء التقليدية مجمعة للغاية) ؛

- هذه المقاييس غير قادرة على تحديد أسباب الأداء المرتفع أو المنخفض للشركة.

يشير كذلك (PANIGRAHI, ZAINUDDIN, & AZIZAN, 2014, pp. 281-282) أنه بالرغم من أن

المقاييس التقليدية أو المحاسبية تتميز بالبساطة إلا أنّها يشوبها بعض العيوب منها:

- يمكن التلاعب بالأرباح إذا قام المديرين بإختيار محاسبة مختلفة؛

- قد يكون المدراء متحمسين للإحتفاظ بالأصول القديمة وعدم إستبدالها من أجل تحسين الأداء، لكن هذه الخطوة في المستقبل قد تقلل من الأداء؛

- إهمال التدفق النقدي والقيمة الزمنية في حساب الدخل بناء على المحاسبة على أساس الإستحقاق؛

- تركّز هذه المقاييس على أداء مديري الوحدات ولكنّها لا تقيس الأداء فيما يتعلق بهدف الشركة ككل؛

من وجهة نظر الباحثة بالرغم من أوجه القصور التي أظهرها العديد من الباحثين فيما يخص المقاييس المحاسبية في تفسيرها لثروة/قيمة المساهمين حيث كان أهم إنتقاد ما إذا كانت البيانات المالية للشركة تقيس بالفعل القيمة الإقتصادية لها إلا أنّه لا يمكن إهمال الدور الذي تلعبه هذه المقاييس في عكس الوضعية المالية للشركة وكذلك التنبؤ بالوضعية المستقبلية لها، فعلى سبيل المثال يمكن أن يعطي مؤشر EPS العديد من الإشارات والتحليلات للمهتمين بدراسة الوضعية المالية للشركة، بالرغم من أنّ هذا المؤشر يعتمد بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية للشركة وبعبارة أدق على الأرباح المحاسبية إلا أنه يحظى بالإهتمام من قبل المحللين الماليين وكذلك المستثمرين، وهو ما يتم ملاحظته من خلال التقارير المالية للشركات التي تركّز على عرض هذا المؤشر فيها نظرا لأهميته.

المطلب الثالث: مقاييس ثروة المساهمين القائمة على القيمة

إستجابة للإنتقادات أوتقاط الضعف التي أظهرتها المقاييس القائمة على المحاسبة تم تطوير المقاييس القائمة على القيمة، إذ تشير العديد من الدراسات في الآونة الأخيرة إلى الأهمية المتزايدة للمقاييس القائمة على القيمة كمعايير لتقييم وإدارة أداء الشركات فكل جهة تحاول الترويج لمؤشرات القياس الذي تبنته وهو ما دفع Myers(1996) إلى تسميتها ب "حرب المقاييس" (Elali, 2007, p. 19).

وعلى العموم سيتم التطرق إلى أهم المقاييس القائمة على القيمة التي يتم إستخدامها في قياس ثروة المساهمين وهذه المقاييس هي²: القيمة الإقتصادية المضافة EVA، القيمة السوقية المضافة MVA، معدل العائد الإجمالي للمساهمين TSR، مؤشر Tobin'Q، القيمة المضافة للمساهمين SVA، خلق القيمة المضافة للمساهمين CSV.

² على سبيل المثال لا الحصر

أولاً: القيمة الاقتصادية المضافة

يعد معيار القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المقاييس المبنية على القيمة ومن أكثر مداخل قياس القيمة استخداماً نظراً للأهمية التي يحظى بها من قبل الشركات فأغلب الشركات في الوقت الراهن تعمل على تبني EVA كمقياس لتقييم أدائها والحكم على مدى كفاءة الإدارة التنفيذية.

1. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يعتبر مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة من أهم الأفكار الجديدة الذي قدمته إحدى أهم الشركات الإستشارية الأمريكية المتخصصة وهي شركة (Stern & Stewart CO) وقد إعتبر تغيراً جذرياً وجديداً في نظم الإدارة المالية الحديثة أو هو ثورة في علم الإدارة المالية بل هي الفكر المالية الساخنة (Hot Financial Idea) (الزيدي، 2004، صفحة 241).

إذ يجمع أغلب الباحثين أن EVA لا تعتبر إكتشافاً جديداً فهي أحد أشكال الدخل المتبقي فحسب Wallace(1997) يعد ألفريد مارشال أول من ذكر مفهوم الدخل المتبقي سنة 1890 (Alam & Nizamuddin, 2012, p. 160)، حيث عرّف مارشال الربح الإقتصادي بأنه "الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد تخفيض تكلفة رأس المال" (معالم و بوحفص، 2017، صفحة 401).

وتعود أصول مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة إلى أوائل القرن العشرين إذ يشير (Biddel & al (1997) إلى أن الإقتباسات حول EVA في صحافة الأعمال قد نمت من 1 سنة 1989 إلى 294 في سنة 1996، كما وصفت مجلة Fortune magazine في مقال لها سنة 1993 EVA: "بأنها المفتاح الحقيقي لتكوين الثروة" (Elali, 2007, p. 20)، إذ تعتمد الفكرة الأساسية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة على الربح الإقتصادي وليس الربح المحاسبي فقيمة الشركة تتحرك إرتفاعاً وهبوطاً تبعاً للربح الإقتصادي (الحنوي و العبد، 2002، صفحة 492).

وعلى العموم فقد تعددت التعاريف المقدمة للقيمة الاقتصادية المضافة لكنها كلها إرتبطت بمفهوم الربح الإقتصادي إذ يمكن تعريفها بأنها:

"مقياس للأداء المالي تعتمد على مفهوم أن كل رأس مال له تكلفة وأن تحقيق عائد أكبر من تكلفة رأس المال يخلق قيمة للمساهمين وبالتالي فهي عبارة عن مقدار القيمة الاقتصادية المضافة للمساهمين من قبل الإدارة" (Alam & Nizamuddin, 2012, p. 161).

كما تعرف بأنها: "الربح أو الخسارة الذي يتبقى بعد طرح تكلفة جميع أنواع رأس المال المستخدم" (حكمت، 2015، صفحة 52)

EVA "هو مقياس لقدرة الشركة على تحقيق ربح إقتصادي، أي عائد يزيد عن تكلفة رأس المال" (Elali, 2007, p. 22).

EVA "هو مقياس أداء داخلي لعمليات الشركات على أساس سنوي، إذ يعكس النجاحات التي حققتها جهود مديري الشركات بإضافة قيمة لإستثمارات الشركة".

كما يمكن تعريف EVA على "أنها القيمة التي يضيفها المديرون للمساهمين خلال السنة" (Orsag & Džidić, 2018, p. 19).

EVA هو مقياس الأداء الأكثر ارتباطا بإنشاء ثروة المساهمين وهو أفضل بنسبة 50% تقريبا من EPS و ROE و ROI في شرح التغيرات في ثروة المساهمين، إذ تعتمد EVA على المفهوم القائل بأن: "الشركة الناجحة يجب أن تكتسب على الأقل تكلفة رأس المال لأنّ الشركات التي تحقق عوائد أعلى من تكلفة رأس المال ستعود بالفائدة على المساهمين و تؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين" (Bhasin & Shaikh, 2013, p. 111).

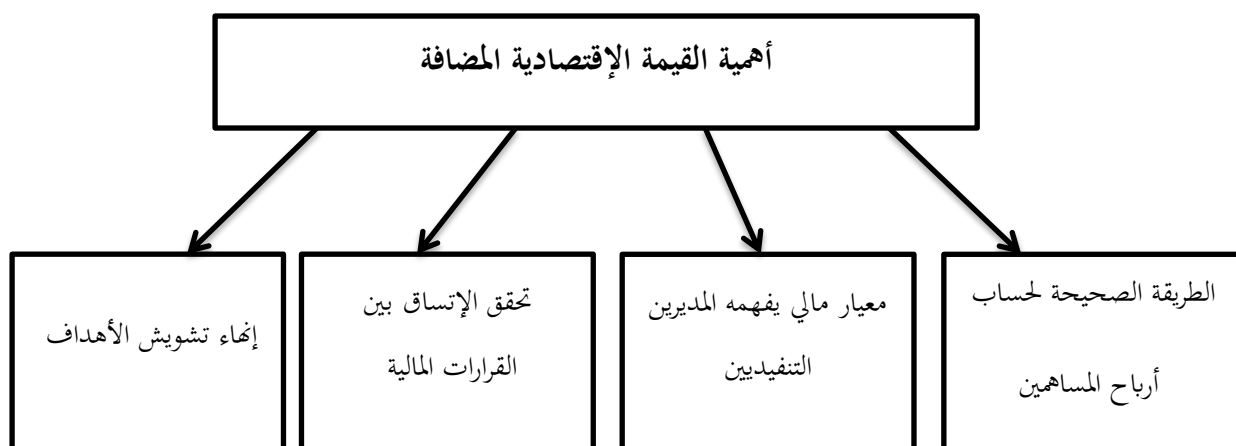
لا تعتمد EVA بشكل مباشر على سعر السوق للأسهم العادية، بل يتم حسابها بالإعتماد على البيانات المحاسبية لذلك فهو يقدم مؤشر أداء إداري لخلق القيمة للمساهمين على مدى فترة زمنية، كما يتم فرض القيمة الإقتصادية المضافة أيضا كنظام لمكافأة مستويات الإدارة المختلفة وفقا لمساهمتها في خلق القيمة المضافة (Orsag & Džidić, 2018, p. 19).

2. أهمية القيمة الإقتصادية المضافة

تعكس القيمة الإقتصادية المضافة الربح الإقتصادي الحقيقي للشركة، وذلك من خلال التركيز على السؤال التالي (حكمت، 2015، الصفحات 52-53-54): كم ستولد الشركة عوائد تفوق تكلفة رأس المال لإستثمار ما؟.

وتتضح أهمية إستخدام القيمة الإقتصادية المضافة في النقاط المبينة في الشكل أدناه:

الشكل (2-2): أهمية القيمة الاقتصادية المضافة



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على (حكمت، 2015)

تعد القيمة الاقتصادية المضافة ذات أهمية لأنها تعمل على حساب الربح الحقيقي للمساهمين وذلك بأخذ تكلفة رأس المال في الإعتبار وهو ما يميزها عن الطرق المحاسبية التقليدية التي قد تبين الشركات رابحة ولكنها عكس ذلك، فحسب بيتر دراكر فإن: "إلى أن تكسب الشركة عائدات أكبر من تكلفة رأسمالها، تعتبر تعمل بخسارة، إنما بذلك لا تحقق ثروة بل هي تتدمر"، وعليه فهي طريقة تفرض على المديرين العمل على تعويض رأس المال المستخدم، كما أن للقيمة الاقتصادية المضافة الميزة أن مبادئها بسيطة ومن السهل شرحها للمدراء غير الماليين الذين يجدون في الغالب صعوبة في فهم الأدوات المالية، كما أنها تمكن من تسهيل عملية الإتصال من خلال سهولة فهمها مما يعظم التكاليف داخل الشركة، كما تمكن EVA من تحقيق الإتساق بين القرارات الإدارية وثروة المساهمين فحسب ستيرن ستيوارت تساعد EVA المدراء على إستعمال قاعدتين ماليتين أساسيتين أثناء عملية إتخاذ القرار وهما:

-القاعدة الأولى: الهدف المالي لأي شركة يجب أن يكون زيادة ثروة المساهمين؛

-القاعدة الثانية: قيمة الشركة تعتمد على درجة توقع المستثمرين لمدى معرفة تجاوز الأرباح المستقبلية تكلفة رأس المال.

كما تساهم EVA في إلغاء تشويش تنوع الأهداف: فمعظم الشركات تستخدم معايير مختلفة للتعبير عن الأهداف المالية فمثلا الخطط الإستراتيجية يتم التعبير عنها بواسطة النمو في الأرباح وحصصة السوق، بينما المنتجات وخطوط الإنتاج داخل العمل يتم التعبير عن أدائها المالي بموامش الأرباح أو تدفقاتها النقدية في حين نجد أن شركات الأعمال يتم تقييمها بواسطة العائد على رأس المال أو بالمقارنة بمستوى الربح المتوقع في الميزانية، فقد يؤدي عدم الإتساق في القياسات والأهداف والمفاهيم غالبا إلى التفكك في التخطيط والإستراتيجية

والقرارات، ولكن EVA تجنب التفكك والتشوش بإستخدام معيار مالي واحد يربط بين جميع أنواع القرارات ويجعلها مركزة على شيء واحد: كيف يمكننا تحسين " القيمة الإقتصادية المضافة " .

كما تبرز أهمية القيمة الإقتصادية المضافة فيما يلي (العقون و يوسفى ، 2021 ، الصفحات 237-238):

- توضح القيمة الإقتصادية المضافة التحسن المستمر والحقيقي في ثروة المساهمين؛
- تستخدم كمؤشر حقيقي ووحيد للأداء المالي والإداري لشركات الأعمال؛
- تعد وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب إهتمامات المدراء والمساهمين؛
- أداة للتقييم الشامل لعملية إتخاذ القرارات الإدارية والمالية؛

3. طريقة حساب القيمة الإقتصادية المضافة

يمكن حساب القيمة الإقتصادية المضافة وفق المعادلة التالية (Akgun, Samiloglu, & Oztop, 2018, p.

:108)

$$EVA = NOPAT - (TCE * WACC) \dots \dots \dots (2-6)$$

حيث :

NOPAT : صافي الربح بعد الضريبة؛

TCE : إجمالي رأس المال المستخدم؛

WACC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

وعليه فالقيمة الإقتصادية المضافة تقارن قيمة تكاليف الإستثمار مع عوائده.

ويتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال وفق المعادلة التالية (Johan, 2018, p. 28):

$$WACC = K_d \frac{Debt}{(Debt+Equity)} * (1 - t) + K_e \frac{Equity}{(Debt+Equity)} \dots \dots \dots (2-7)$$

حيث:

K_d : تكلفة الديون ؛

K_e : تكلفة الأموال الخاصة؛

t : معدل الضريبة .

أما تكلفة الديون فتحسب كما يلي:

$$K_d = i * (1 - t) \dots \dots \dots (2-8)$$

حيث:

i : معدّل الفائدة.

بينما تكلفة الأموال الخاصة فهي عبارة عن العائد المتوقع من قبل المستثمرين (المساهمين) لتعويضهم عن التغير في العائد الناجم عن التقلبات في الأسعار أو الأرباح، وعادة ما يتم إستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لحساب تكلفة الأموال الخاصة وذلك وفق العلاقة التالية (Haque, Siddiquee, Hossain, Chowdhury, & Rahman, 2013, p. 100)

$$K_e = R_F + (R_m - R_f) * \beta \dots \dots \dots (2-9)$$

حيث:

R_F : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

R_m : معدل عائد السوق؛

β : معامل بيتا.

ويمكن كذلك حساب القيمة الإقتصادية المضافة من خلال العلاقة التالية (Panahi, Nigel Preece, Wan & Zakaria, & Rogers, 2014, p. 300)

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \dots \dots \dots (2-10)$$

حيث:

$ROIC$ يمثل العائد على رأس المال المستثمر؛

IC رأس المال المستثمر.

فإذا كان (Elali, 2007, p. 26):

$(ROIC - WACC) * IC > 0$ ← هناك خلق للقيمة ؛

$(ROIC - WACC) * IC = 0$ ← يتم الحفاظ على القيمة ؛

$$ROIC - WACC) * IC < 0 \leftarrow \text{يوجد تدمير للقيمة.}$$

ثانيا: القيمة السوقية المضافة

1. مفهوم القيمة السوقية المضافة

تعد القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added (MVA) ثاني معيار تم تسويقه من قبل شركة (Sterm&Seward CO) كمعيار لتقييم الأداء المالي في شركات الأعمال وتعبر القيمة السوقية المضافة عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر من طرف المساهمين والمقرضين (الزبيدي ، 2004 ، صفحة 261) .

ويقوم هذا المقياس على فرضين يترتب على غياب أي منهما عدم إمكانية إستخدامه أو الإخلال بمصداقيته، الفرض الأول هو: أن الشركة لها أسهما عادية متداولة في السوق، أما الفرض الثاني: ينص على أن السوق الذي يتم فيه تداول تلك الأسهم هو سوق كفاء (والذي يعني أن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه تعكس الأداء المستقبلي للشركة)، وفي غياب إرتباط أسعار الأسهم بالأداء المستقبلي للشركة يصبح من غير المقبول الإعتماد على مقياس القيمة السوقية المضافة لتحديد مكافاة الإدارة وهو ما يجب مراعاته عندما يتعلق الأمر بالشركات التي تعمل في أسواق ناشئة تتسم بغياب الكفاءة حيث تتقلب الأسعار لإعتبارات أخرى كثيرة قد لا يكون من بينها مستوى أداء الشركة (هندي، 2007، صفحة 19)، فالقيمة السوقية المضافة تعرض كيفية قيام السوق المالي بتقييم أداء شركة الأعمال من خلال المقارنة بين القيمة السوقية للقروض والقيمة السوقية للأموال الخاصة مع رأس المال المستثمر (الزبيدي ، 2004 ، صفحة 262).

كما أن MVA هو مقياس لمقدار الثروة التي يخلقها المستثمرون على إستثمارهم ويعكس مستوى القيمة المتراكمة مع مرور الوقت (Akintunde, NWABUISI, & OYEMEMI, 2021, p. 20)، وبالتالي يتوافق مفهوم القيمة السوقية المضافة مع الهدف الأساسي للشركة وهو زيادة ثروة المساهمين والذي يعد مفيدا لجميع المساهمين في الشركة (Orsag & Džidić, 2018, p. 19).

بالرغم من أنه واضح للغاية إلا أن مفهوم القيمة السوقية المضافة يشوبه نقاط ضعف في الممارسة خاصة فيما يتعلق بتحفيز الإدارة بالمكافآت والسبب في ذلك هو سعر السهم للأسهم العادية الذي يعتمد فقط على القيمة العادلة في حين أن الجزء الآخر هو نتيجة العرض والطلب وحالة سوق رأس المال (Orsag & Džidić, 2018, p. 19).

2. العوامل المؤثرة على القيمة السوقية المضافة

تتأثر القيمة السوقية المضافة بالعديد من العوامل يمكن تلخيصها فيما يلي (الزبيدي ، 2004 ، صفحة

: (263

1.2. معدلات النمو

وتعني العلاقة بين النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر في الشركة، فيجب أن يكون هناك نمواً في الإيرادات وصافي الأرباح التشغيلية تفوق تكلفة رأس المال المستثمر لكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة.

2.2. كثافة رأس المال المستثمر

ويقصد بكثافة رأس المال المستثمر مقدار رأس المال لتحقيق دينار من الإيرادات، أي كلما قل رأس المال المستثمر لتحقيق دينار من الإيرادات كلما زادت القيمة السوقية المضافة نظراً لانخفاض تكلفة رأس المال.

3.2. قيمة هامش الربح

وتعني الحد الأدنى من هامش الربح اللازم لتحقيق وزيادة قيمة حقوق المساهمين، أي أنه كلما قل الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في حقوق الملكية كلما زادت القيمة السوقية المضافة.

3. حساب القيمة السوقية المضافة MVA

بالنسبة للشركة المدرجة يعبر عن خلق القيمة السوقية المضافة MVA كما يلي (PASQUAL & YANN, 2011, p. 673):

$$MVA = Market Cap + Value net of deptt + Book Value of Economic Assets(2-11)$$

في غالب الحالات وفي غياب المعلومات يتم افتراض أن القيمة السوقية للديون تساوي القيمة المحاسبية (الدفترية) لها، وبالتالي تصبح العلاقة كما يلي :

$$MVA = Market Cap + Book value of debt - (Book value of Equity + Book Value of debt)..... (2-12)$$

وبالتالي يتم حساب القيمة السوقية المضافة من خلال المعادلة التالية:

$$MVA = Market Cap - Book value of Equity.....(2-13)$$

حيث (Akintunde, NWABUISI, & OYEYEMI, 2021, p. 20) :

$$Market Cap = Shares Outstanding * Stock Price(2-14)$$

كما يمكن حساب القيمة السوقية المضافة عن طريق العلاقة التالية (Panahi, Nigel Preece, Wan Zakaria, & Rogers, 2014, p. 300):

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_n}{(1+K)^n} \dots \dots \dots (2-15)$$

أي:

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1+K)^1} + \frac{EVA_2}{(1+K)^2} + \frac{EVA_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{EVA_n}{(1+K)^n} \dots \dots \dots (2-16)$$

حيث:

يمثل K معدل تكلفة رأس المال .

وبالتالي يعد مقياس القيمة السوقية المضافة من أدق المقاييس في حساب مقدار خلق الثروة للمساهم لأنه يعبر عن المقدار المتراكم الناتج عن الزيادة في ثروة المساهم لكن تتجاهل القيمة السوقية المضافة لتوزيعات الأرباح وهو مكون أساسي لثروة المساهم كما أنه لا يمكن حسابها إلا بالنسبة للشركات المدرجة ومن الصعب حسابها لقسم من أقسام الشركة (بحري، 2014، صفحة 96).

ثالثاً: العائد الإجمالي للمساهمين TSR

يعد العائد الإجمالي للمساهمين أحد أكثر مقاييس القيمة الخارجية شيوعاً، وقد تم تطوير هذا المقياس من قبل مجموعة بوسطن الإستشارية (BCG) وهي شركة إستشارات إدارية عالمية رائدة في إستراتيجية الأعمال أسسها Bruce Henderson سنة 1963، وفي عام 1991 إبتكرت مجموعة BCG مع شركة الإستشارات Holt Value Associates نهجاً لإدارة قيمة المساهمين، كما طوّرت CFROI و CVA و TBR كمقاييس قائمة على القيمة والتي تستخدم على نطاق واسع من قبل الشركات (Banupriya & Vethirajan, 2015, p. 107).

ويحسب TSR كمعدل المدرودية للمساهم الذي قام بشراء السهم في بداية الفترة مع حصوله على التوزيعات والتي من المفترض أنه سيقوم بإستثمارها في شراء أسهم جديدة، حيث تقدر في نهاية الفترة محفظتها على أساس آخر سعر للسهم (PASQUAL & YANN, 2011, p. 674)، ويرتبط TSR بخلق القيمة للمساهمين والتي تمثل تجميع للتوزيعات والزيادة في قيمة الأسهم في السوق (خطاب، 2009، صفحة 108).

ويتم حساب TSR من خلال العلاقة التالية (Queen, 2015, p. 688):

$$TSR = \frac{P_1 - P_0 + DPS}{P_0} \dots \dots \dots (2-17)$$

حيث :

P_0 : السعر السوقي للسهم في بداية المدة ؛

P_1 : السعر السوقي للسهم في نهاية المدة؛

DPS : قيمة التوزيعات للسهم الواحد.

إذ تشتمل المعادلة (2-17) على عنصرين أساسيين هما (Čupić & Todorović, 2011, p. 03):

- عائد توزيعات الأرباح كنسبة توزيعات الأرباح لكل سهم وسعر السهم الأولي؛

- النسبة المئوية للتغير في سعر السهم (النسبة المئوية لربح أو خسارة رأس المال).

ومنه يمكن التأكيد على أن TSR يعبر بدقة وبشكل كامل عن مصالح المساهمين لأنه يشير بشكل مباشر إلى مقدار زيادة أو نقصان ثروات المساهمين نظير تعهدهم برأس المال إتجاه الشركة.

وبالتالي ف TSR هو المقياس الأكثر ارتباطا بصفة مباشرة للتغيرات في ثروة المساهمين خلال فترة زمنية معينة معبرا عنها بالنسبة المئوية، كما أنه بسيط الفهم، كما يعتبر مستقلا عن السياسات المحاسبية لأنه لا يتضمن أي معلومات محاسبية، وفي هذا الشأن تقوم صحيفة وول ستريت بنشر تقريرا سنويا يسمى "لوحة نتائج المساهمين" أين يتم تصنيف أكبر 1000 شركة أمريكية من حيث TSR (Elali, 2007, p. 44).

كما يشير (KOLLER, GEODHART, & WESSELS, 2010) أن الشركات التي كان لها أعلى TSR كان لها أكبر الزيادات في التوظيف، كما وجد الباحثون علاقة إيجابية قوية بين عائدات المساهمين طويلة الأجل والاستثمارات في البحث والتطوير، كذلك الشركات التي حققت أعلى عوائد للمساهمين تستثمر أكثر في البحث والتطوير (KOLLER, GEODHART, & WESSELS, 2010, pp. 11-12).

من جهة أخرى إقترح كل من (Arnold (2005), Olssen (2003), Morrin & Jarrel (2001) Stelter (2000) استخدام معدل العائد الإجمالي للمساهمين النسبي RTSR والذي يتم تحديده من خلال مقارنة TSR بمؤشر السوق المحلي أو مجموعة الصناعة النظرية (Čupić & Todorović, 2011, p. 4)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية (Pilch, 2021, p. 66):

$$RTSR = TSR - \overline{TSR} \dots \dots \dots (2-18)$$

ويحسب هذا المعدل على مجموعة من الشركات لمعرفة الشركات التي تحقق معدلات TSR أعلى من المتوسط.

بينما إقترح (Stern (2001) معدل العائد الإجمالي للمساهمين المعياري إذ يكون المعيار هو الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب (تكلفة حقوق الملكية) (Čupić & Todorović, 2011, pp. 3-4)، ويتم حساب معدل

العائد الإجمالي المعياري (benchmarked TSR) أو الفائض (Excess TSR) من خلال المعادلة التالية (Pilch, 2021, p. 66)

$$ETSR = TSR - K_e \dots \dots \dots (2-19)$$

حيث:

K_e تكلفة حقوق الملكية (الأموال الخاصة).

إذ يتم مقارنة TSR مع K_e معدل العائد المطلوب للحكم على الشركة ما إذا كانت تخلق أو تهدم القيمة، فإذا كان (Elali, 2007, p. 45):

$TSR > K_e$ هناك خلق للقيمة؛

$TSR = K_e$ لا يوجد خلق للقيمة؛

$TSR < K_e$ يوجد تدمير للقيمة.

بصفة عامة يمتاز TSR بالعديد من المزايا أهمها (بحري، 2014، صفحة 96):

- أنه مقياس يعكس قرارات إدارة الشركة؛

- يعطي إشارة للمستثمرين عن كفاءة إستراتيجيات الشركة؛

- يلبي رغبات المستثمرين نظراً لأنه يأخذ بعين الإعتبار كل من الأرباح الرأسمالية وكذلك توزيعات الأرباح المتحصل عليها من قبل المساهمين.

ولكن بالرغم من المزايا السابقة الذكر إلا أن هذا المقياس لا يخلو من بعض العيوب فهو يتأثر بالإضطرابات في السوق لأنه يعتمد بصفة أساسية على المعلومات المرتبطة بالسوق وبالتالي لا يمكن الإعتماد عليه من قبل الشركات غير المدرجة (بحري، 2014، صفحة 96)، كذلك يتأثر TSR بطول الفترة الزمنية فقد يختلف TSR خلال فترة زمنية أقصر إختلافاً كبيراً عن TSR المقاس على مدى فترة زمنية أطول (Čupić & Todorović, 2011).

خامسا: القيمة المضافة للمساهمين SVA

1. مفهوم القيمة المضافة للمساهمين SVA

تم وصف هذا المقياس من قبل Rappaport الذي يعتبر أحد أبرز الدعاة في مجال مقاييس قيمة المساهمين ويعد SVA معيار لتقييم الإدارة القائمة على القيمة حيث يعتمد هذا المقياس على التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر، وقد نشأت هذه الطريقة نتيجة للتجارب المرتبطة باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة، إذ تقوم فكرة SVA على أن أموال المساهمين يجب أن تعطي عائدا أعلى مما يمكن تحقيقه من خلال الإستثمار في أصول أخرى بنفس مستوى المخاطرة، إذ يكاد يكون إنشاء القيمة مضمونا عندما يتجاوز العائد على رأس المال تكلفة رأس المال (Largania, Kaviani, & Abdollahpour, 2012, p. 491).

2. العوامل الرئيسية التي يمكن أن تخلق قيمة مضافة للشركة

فيما يلي بعض العوامل الرئيسية التي يمكن أن تخلق قيمة مضافة للشركة (Largania, Kaviani, & Abdollahpour, 2012, p. 495):

1.2. قيادة التكلفة و التمايز: يميّز M.Porter بين نوعين من المزايا التنافسية: قيادة التكلفة والتمايز، حيث تعتمد الإستراتيجية الأولى على تحقيق أقل تكلفة في صناعتها سواء لإنتاج سلعة أو خدمة معينة، أمّا من خلال إستراتيجية التمايز فتحاول الشركة تمييز نفسها عن منافسيها من خلال إختيار الميزات التي يريدها العملاء والتي لا يمكن نسخها من قبل الشركات الأخرى في السوق (المنافسين).

2.2. يتطلب التغيير المستمر قيادة تكنولوجية من الشركات إذا أرادت البقاء في السوق العالمية.

3.2. الإبتكار الإستراتيجي: لا تساعد الإبتكارات الإستراتيجية في تحقيق الميزة التنافسية فقط بل يمكن أن تساعد في إضعاف مكانة المنافسين.

4.2. التعويضات والحوافز: إذ يؤدي تقسيم الملكية والرقابة في الشركات الكبرى العامة إلى إنتاج ما يعرف بتكاليف الوكالة.

5.2. تحسين هيكل رأس المال: إذ تؤدي المديونية المرتفعة في الغالب إلى زيادة التكاليف الإجمالية لرأس المال، فيمكن للشركة من خلق قيمة مضافة لمساهميها من خلال سداد فائض الأموال الخاصة وذلك عن طريق ثلاث خيارات رئيسية هي: التوزيعات، إعادة شراء الأسهم، أو تخفيض القيمة الإسمية للأسهم.

6.2. الإتصالات: المعلومات هي عامل رئيسي في تعظيم قيمة المساهمين، كلما كان المستثمرون أكثر ملاءمة للحكم على المخاطر و فرص العائد.

3. حساب القيمة المضافة للمساهمين SVA

تعد المعادلة التالية إحدى الطرق لحساب SVA (Largania, Kaviani, & Abdollahpour, 2012, p. 491):

$$SVA = NOPAT - (WACC * CAPITAL) \dots \dots (2-20)$$

ويمكن كذلك حساب القيمة المضافة للمساهمين SVA من منظور آخر من خلال العلاقة التالية (Čupić & Todorović, 2011, p. 11):

$$SVA = \text{Increase of Equity Market Value} + \text{Dividends paid during the year} + \text{Other Payments to shareholders (discounts on par value, Share buybacks ...)} - \text{Outlays for Capital Increase, exercise of option and warrants} - \text{Conversion of convertible debentures} \dots \dots (2-21)$$

إذ يتم حساب SVA وفق المعادلة (21-2) من خلال الزيادة في القيمة السوقية لحقوق الملكية إضافة إلى التوزيعات المدفوعة خلال السنة يضاف إليها مدفوعات أخرى للمساهمين (علاوات، إعادة شراء الأسهم) بعدها يتم طرح مصروفات الزيادة في رأس المال والسندات القابلة للتحويل.

سادسا: خلق القيمة للمساهمين CSV

طوّر هذا المقياس من قبل Pablo Fernandez سنة 2001 كمقياس لخلق القيمة للمساهمين والمعروف بإسم نموذج Fernandez (CSV-F) ويتم الحصول على (CSV-F) بضرب القيمة السوقية لأسهم الشركة في العائدات التي حصل عليها المساهمون بعد خصم تكلفة حقوق الملكية (Basana, Julio, & Soehono, 2020, p. 4) ويعدّ CSV مقياس للتغيير في ثروة المساهمين في نهاية السنة مقارنة ببداية السنة إذ يتم إنشاء القيمة للمساهمين عندما يتجاوز العائد على المساهمين تكلفة حقوق الملكية، وتحسب CSV وفق العلاقة التالية (Čupić & Todorović, 2011, p. 12):

$$CSV = (\text{Shareholder return} - \text{Cost of equity}) * \text{equity market value} \dots \dots (2-22)$$

وتحسب كذلك من خلال المعادلة التالية (Venugopal, Sharma G., & Reddy M., 2018, p. 5):

$$CSV = SVA - (\text{equity market value} * \text{Cost of equity}) \dots \dots (2-23)$$

وتعني الشركة التي لديها CSV إيجابي أنها قد نجحت في إنشاء قيمة للمساهمين، بينما الشركة التي لديها CSV سالب فإن الشركة فشلت في خلق قيمة للمساهمين، إذ تشير المعادلة (22-2) إلى ثلاث مؤشرات مهمّة يجب مراعاتها في نموذج فيرنانديز (CSV-F) هي القيمة السوقية للأسهم، عائد المساهمين، وتكلفة حقوق الملكية (Basana, Julio, & Soehono, 2020, p. 4).

ويتم حساب عائد المساهمين من خلال قسمة القيمة المضافة للمساهمين لسنة واحدة على القيمة السوقية للأسهم في بداية السنة كما يلي (Largania, Kaviani, & Abdollahpour, 2012, p. 494):

$$\text{Shareholder return} = \frac{SVA}{\text{equity market value}} \dots\dots(2-24)$$

فحسب (Fernandez&Reinoso (2002) فإنه من بين 276 شركة في USA كانت شركة Microsoft هي الرائدة في إنشاء القيمة للمساهمين والتي تم قياسها من خلال CSV، بينما كانت شركة Cisco الرائدة في تدمير القيمة وذلك لسنة 2001، وقد لاحظ الباحثان أن قوائم الترتيب السنوية لأبرز منشئي ومدبري القيمة للمساهمين التي قاما بتحديددها للفترة (1998-2001) تختلف كثيرا عن قائمة الترتيب الخاصة بشركة Stern Stewart&Co التي تم تحديدها بناء على EVA، كما أظهروا أن الإرتباط بين CSV و EVA قدر بـ 17.66% فقط (Čupić & Todorović, 2011, p. 12).

سابعا: Tobin's Q

تم تطوير هذا المقياس من قبل J. Tobin سنة 1969 لقياس أداء الشركات وهو يعبر عن نسبة القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية لأصولها (القيمة الإستبدالية للأصل)، فعندما تكون النسبة أقل من 1 فهذا يعني أن شراء أو إستبدال السلع الرأسمالية المنشأة حديثا أسوء من شراء السلع الرأسمالية جاهزة مما يجعل المزيد من الإستثمار مستحيلا على الشركة أو يؤدي إلى فرص إستثمارية منخفضة أو منعدمة، من الناحية العملية تختلف طريقة قياس Tobin's Q إذ تشير دراسة (Zaigham, Wang, & Ali, 2019, p. 5) إلى طريقة القياس التالية:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value Of Equity} + \text{Book Value Of Total Debt}}{\text{Book Value Of Total Assets}} \dots\dots(2-25)$$

حيث :

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية (الرسمة البورصية) ؛

BVD: القيمة الدفترية لإجمالي الديون ؛

BVA: القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

وتمثل Tobin's Q توقعات السوق لأداء الشركات (Al-ahdal, Alsamhi, Tabash, & Farhan, 2020, p. 04) وقد إعتمد نفس القياس السابق في حساب Tobin's Q.

المبحث الثالث: سياسة توزيع الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين

لا يزال الجدل قائماً بين الباحثين حول مدى أهمية سياسة توزيع الأرباح للشركات والمساهمين على وجه التحديد، فقد طرح العديد من الباحثين أمثال مودكلياني ومولر، جون جوردن ولينتر الحائزون على جائزة نوبل بعض الإقتراحات والنظريات حول سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على ثروة المساهمين إذ تعد أعمال هؤلاء بمثابة الإنطلاقة والمرجعية الأساسية للدراسات التي تلتها.

وفيما يلي سيتم طرح أهم النظريات التي حاولت تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وإبراز وجهة نظر كل أطروحة في تحليلها.

المطلب الأول: نظرية عدم ملائمة التوزيعات (حيادية التوزيعات)

لا أحد يمكن أن ينكر الفضل الذي قدمه الباحثان M&M عند تفسيرهما لتأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للأسهم، فقد شكلت دراستهما سنة (1956) وكذلك سنة (1963) حول تأثير هيكل رأس المال على تكلفة الأموال، ومحاولتهما لتفسير وجود هيكل رأس مال أمثل إضافة كبيرة في مجال المالية والتمويل، ولم يكتف الباحثان في البحث على هيكل التمويل الأمثل بل حاولا البحث عن هيكل التوزيع الأمثل الذي تمكن الشركة من تعظيم الثروة لمساهميها وهو ما كان بالفعل من خلال دراسة (Miller & Modigliani, 1961) في مقال تحت عنوان: " Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares " .

حيث أكدّ الباحثان أن ثروة المساهمين لا تتأثر بقرار توزيع الأرباح وبالتالي فالمساهمون غير مبالون بالتوزيعات، فمن وجهة نظرهم فإن ثروة المساهمين تتأثر بالأرباح الناتجة عن قرارات الإستثمار التي تتخذها الشركة، وليس بكيفية أو طريقة توزيع هذه الأرباح، فقد جادل الباحثان أن قيمة الشركة تتحدد من خلال قدرتها على تحقيق الأرباح وقرارات الإستثمار بغض النظر عن كيفية توزيع الشركة لأرباحها، وإقترحوا أنه نظراً لسياسة الإستثمار الخاصة بالشركة يتم دفع توزيعات الأرباح فالسياسة التي تختار إتباعها لن تؤثر على السعر الحالي لأسهمها ولا على إجمالي العوائد للمساهمين (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010, p. 174).

وتستند نظرية M&M(1961) على الإفتراضات التالية:

- المستثمر يتصرف بالرشد ؛
- التأكد التام (الإستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مسبقاً) (هندي ، 2005 ، صفحة 309)؛
- لا توجد ضرائب (الضريبة على التوزيعات تساوي الضريبة على الأرباح الرأسمالية) ؛

- لا توجد تكاليف معاملات لعمليات بيع أو شراء الأسهم ، ولا تكاليف إصدار؛

- لا توجد تكاليف وكالة؛

- لا يوجد عدم تماثل المعلومات (المعلومات متاحة للجميع وفي نفس الوقت وبدون أي تكاليف)، بمعنى أن سوق رأس المال يتسم بالكفاءة (SALIH, 2010, p. 36)؛

- سياسة الإستثمار مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، كما أن سياسة الإستثمار ثابتة ولا تتغير؛

- لا يوجد تأثير للتمويل عن طريق القروض على تكلفة رأس المال في الشركة (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 392).

إنطلاقاً من الفرضية الأخيرة وبإفترض أن هيكل رأس مال الشركة يتكون من الأموال الخاصة فحسب، وفي حال قيام الشركة بتوزيع أرباح على مساهميها وتمويل ذلك عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة بسعر بيع جديد P^* ، وهو ما يمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية وفق التحليل أدناه (هندي ، 2005 ، الصفحات 310-311):

$$n * DPS = \Delta n * P^* \dots\dots\dots(2-26)$$

حيث:

n : عدد الأسهم القديمة ؛

DPS : نصيب السهم الواحد من التوزيعات؛

Δn : عدد الأسهم الجديدة؛

P^* : سعر بيع الأسهم الجديدة.

إذ يمثل $n * DPS$ قيمة التوزيعات للمساهمين القدامى بينما $\Delta n * P^*$ فتمثل قيمة متحصلات بيع الأسهم الجديدة (المصدرة) لتمويل التوزيعات.

وبالرجوع إلى الفرضية التي تقضي بأن سياسة الإستثمار ثابتة ولا تتغير فإن الأرباح سوف تبقى ثابتة سواء من حيث النمط أو المخاطر، وهو ما يعني أن القيمة السوقية للأسهم العادية قبل إجراء التوزيعات تساوي القيمة السوقية للأسهم العادية بعد إجراء التوزيعات، وهو ما تبينه المعادلة التالية:

$$n * P = (n + \Delta n) * P^* \dots\dots\dots(2-27)$$

مع الإشارة إلى أن السعر السوقي للسهم الواحد بعد عملية الإصدار P^* سوف ينخفض عما كان عليه قبل الإصدار $P < P^*$.

فتصبح المعادلة (27-2) على النحو التالي:

$$n * P = n * P^* + \Delta n * P^* \dots\dots\dots(2-28)$$

وبتعويض المعادلة رقم (26-2) في المعادلة (28-2) نجد:

$$n * P = n * P^* + n * DPS \dots\dots\dots(2-29)$$

وعليه فإن:

$$P = P^* + DPS \dots\dots\dots(2-30)$$

إذ تعني المعادلة (30-2) أن القيمة السوقية للسهم قبل إجراء التوزيعات (قبل القيام بعملية الإصدار لتمويل التوزيعات) يساوي القيمة السوقية للسهم بعد إجراء التوزيعات زائد قيمة التوزيعات، وهو ما يدل على أنه في حالة حصول المساهم على التوزيعات، فإن القيمة السوقية للسهم سيتخفف بمقدار قيمة التوزيعات، وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$P - P^* = DPS \dots\dots\dots(2-31)$$

حيث أن $P - P^*$ يعبر عن مقدار التغير في سعر السهم، أي مقدار الإنخفاض في قيمته السوقية بعد إصدار الأسهم الجديدة، أي أن:

$$-\Delta P = DPS \dots\dots\dots(2-32)$$

وهذا يعني أن الإنخفاض في السعر السوقي للسهم يساوي بالتحديد نصيب السهم الواحد من التوزيعات وهو ما يعني أن سياسة توزيع الأرباح لن تؤثر على ثروة المساهمين.

يشير التحليل السابق إلى عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين وذلك في ظل فرضية التأكد التام، وبعد إسقاط فرضية التأكد التام أي في حالة عدم التأكد يؤكد (M&M (1961 نفس النتيجة أي أن التوزيعات لا تؤثر على ثروة المساهمين.

إذ يقترح M&M(1961 فكرة التوزيعات الشخصية Home made Dividend التي تقضي بأن المستثمر يمكنه إنشاء سياسة التوزيع الخاصة به من خلال الحصول على دخل من جزاء بيع أسهم يكون مساويا لقيمة النقد الذي كان سيحصل عليه في شكل أرباح موزعة من قبل الشركة، كما يمكن للمستثمر إعادة استثمار

توزيعات الأرباح النقدية التي توزعها الشركة إذا لم يكن بحاجة إلى السيولة، وبالتالي لن يتأثر المستثمر من سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة (Atia, 2016, p. 14)، أي أن المستثمر يمكنه أن يحدد سياسة التوزيع الخاصة به من خلال بيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها وعليه يكون أمام الشركة الخيار لإختيار سياسة التوزيع التي تناسبها دون إهتمامها برد فعل المستثمر إلتجاه هذه السياسة (هندي، 2007، صفحة 669).

لكن أهم إنتقاد لنظرية حيادية التوزيعات (بما فيها التوزيعات الشخصية) هو أنها لا يمكن أن تكون مقبولة عمليا إذ تركز نظرية بناء سياسة توزيع خاصة لكل مستثمر على فرضية السوق الفعّال وبدون تكاليف للمعاملات، بالإضافة إلى عدم دفع الضرائب على توزيعات الأرباح وكذلك الأرباح الرأسمالية، كما أن إعتقاد توزيعات أرباح محددة (خاصة) بكل مستثمر قد تكون مكلفة، فقد تكون سياسة التوزيع النقدية التي تتوافق مع إحتياجات المستثمرين أقل تكلفة من بناء سياسة توزيع أرباح خاصة، كما تم بناء النظرية على فرضية أن المستثمر رشيد (عقلاني) في إلتخاذ قراراته لكن الإختبارات النفسية تشير أن البشر ليسوا عقلانيين مائة بالمائة فيما يتعلق بصنع القرار (SALIH, 2010, pp. 37-38).

وتؤيد الباحثة هذه الإنتقادات كونها بعيدة عن الواقع لكن وبالرغم من عدم واقعية إفتراضات M&M(1961) إلا أنها تبقى ذات مرجعية أساسية في الأدبيات المالية المتعلقة بسياسة التوزيع وعلاقتها بثروة المساهمين.

المطلب الثاني: نظرية Gordon

بعد الإنتقادات التي وجهت إلى نظرية حيادية التوزيعات (M&M(1961) والتي إعتبرها العديد من الباحثين أنها غير مقبولة عمليا، حاول الباحث Gordon(1962) تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم وذلك من خلال نموذج إقتحه يستند على مجموعة من الإفتراضات وذلك في ظل التأكد وكذلك في ظل عدم التأكد.

أولا: نظرية Gordon في ظل التأكد

تقوم نظرية Gordon في ظل التأكد على مجموعة من الإفتراضات هي (هندي، 2007، الصفحات 671-672):

-تعتمد الشركة على الأموال الخاصة فقط أي لا يوجد تمويل خارجي؛

-لا توجد ضرائب؛

- معدل العائد المتوقع على إستثمارات الشركة ثابت \bar{K} ؛

- معدل العائد المطلوب على الإستثمار ثابت K ؛

- معدل نمو الشركة ثابت g ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة T في معدل العائد المتوقع على إستثمارات الشركة \bar{K} أي:

$$g = T * \bar{K} \dots \dots \dots (2-33)$$

- معدل العائد المطلوب على الإستثمار K أكبر من معدل النمو g ، أي : $K > g$

- نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين ثابتة.

وقد إعتد جوردن في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح Dividend Capitalization Model، والذي يؤكّد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم معين (الزبيدي ، 2004 ، صفحة 912)، وعليه وفقاً لنموذج Gordon يتم تحديد القيمة السوقية للسهم من خلال القيمة الحالية لما لا نهاية من التوزيعات كما يلي (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 369):

$$P = \sum \frac{D_n}{(1+k)^n} \dots \dots \dots (2-34)$$

$$P = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} \dots \dots \dots (2-35)$$

أي (هندي، 1998، صفحة 79):

$$P = \frac{D_1}{K} \dots \dots \dots (2-36)$$

حيث:

P : القيمة السوقية للسهم؛

D_1 : التوزيعات في نهاية السنة الأولى ؛

K : معدل العائد المطلوب ؛

إذ تشير المعادلة السابقة (2-36) إلى حالة ثبات قيمة التوزيعات من سنة إلى أخرى أمّا إذا تم إفتراض أن التوزيعات السنوية تنمو بمعدل ثابت g فإن القيمة السوقية للسهم تساوي (هندي، 1998، صفحة 80):

$$P = \frac{D(1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D(1+k)^\infty}{(1+k)^\infty} \dots \dots \dots (2-37)$$

$$P = \frac{D_1}{K-g} \dots \dots \dots (2-38)$$

حيث:

g : المعدل السنوي لنمو التوزيعات.

إنطلاقاً من المعادلة (2-38) ولإثبات وجهة نظر Gordon فيما يخص تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين، ونظراً لأن التوزيعات التي يحصل عليها المساهم تمثل في ربحية السهم R_1 مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات $(1 - T)$ فإن المعادلة السابقة تصبح كما يلي (هندي، 1998، صفحة 226):

$$P = \frac{R_1(1-T)}{K-g} \dots \dots \dots (2-39)$$

حيث:

T : نسبة الأرباح المحتجزة؛

بما أن:

$$g = T * \hat{K} \dots \dots \dots (2-40)$$

فإن:

$$P = \frac{R_1(1-T)}{K-(\hat{K}*T)} \dots \dots \dots (2-41)$$

وفي حالة تساوي معدل العائد المطلوب على الإستثمار K ومعدل العائد المتوقع على الإستثمار \hat{K} ، أي أن $K = \hat{K}$ تصبح المعادلة السابقة كمايلي:

$$P = \frac{R_1(1-T)}{K-K*T} \dots \dots \dots (2-42)$$

أي :

$$P = \frac{R_1(1-T)}{K(1-T)} \dots \dots \dots (2-43)$$

وبالتالي (هندي، 1998، صفحة 227):

$$P = \frac{R_1}{K} \dots \dots \dots (2-44)$$

إذ يتضح من المعادلة (2-44) أن القيمة السوقية للسهم تتأثر بربحية السهم ومعدل العائد المطلوب، وهذا يعني أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم و هذا في ظل تساوي معدل العائد المطلوب و معدل العائد المتوقع للإستثمار $K = \hat{K}$. وهذه النتيجة تتفق مع وجهة نظر M&M (1961).

أما في حالة عدم تساوي معدل العائد المطلوب ومعدل العائد المتوقع على الإستثمار فإن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على ثروة المساهمين، ففي حالة كانت قيمة K أصغر أو أكبر من قيمة \hat{K} فإنه سيتم التعامل مع

المعادلة رقم (2-41):

$$P = \frac{R_1(1-T)}{K-(\hat{K}*T)} \dots \dots \dots (2-45)$$

فإذا كانت قيمة $K > \hat{K}$ فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض أي أن P ستخفض مع الزيادة في قيمة الأرباح المحتجزة T ، أي أن القيمة السوقية للسهم ستخفض مع الزيادة في نسبة التوزيعات و المعبر عنها بالقيمة $(1 - T)$ ، بينما في حال كانت قيمة $K < \hat{K}$ فإن القيمة السوقية للسهم سترتفع مع زيادة الأرباح المحتجزة.

ثانياً: في ظل عدم التأكد التام

يشير تحليل Gordon أنه في ظل إفتراض التأكد التام بأن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم وذلك في حال تساوي معدل العائد المتوقع على الإستثمار مع معدل العائد المطلوب (تكلفة الأموال) إلا أن Gordon عاد وأثبت أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للسهم حتى عند تساوي معدل العائد على الإستثمار وتكلفة الأموال وذلك في ظل عدم التأكد وذلك من خلال نظرية عصفور في اليد "Bird in Hand" (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 376).

فوفقاً لـ Kapoor (2009) تم تقديم هذه النظرية من قبل Linter (1962) و Gordon (1963) وجوهرها أن المساهمين يكرهون المخاطر (Ozuomba, Anichebe, & Okoye, 2016, p. 6)، وقد أخذت النظرية هذه التسمية من المثل القائل "عصفور في اليد يساوي إثنين في الأدغال"، وتنص أن التوزيعات أكثر سهولة في الحصول عليها مقارنة بالأرباح الرأسمالية، وبالتالي فهي أكثر أماناً، أي أن المستثمرون يفضلون التوزيعات على الأرباح الرأسمالية، إذ يعتمد المستثمر على المخاطرة أو النفور من المخاطرة لذلك يختار وفقاً لذلك (Rahman & Khan, 2018, p. 9).

وتعرف هذه النظرية كذلك بنظرية تفضيل العائد إذ تمثل التوزيعات ذلك العائد، ووفقاً لهذه النظرية فإن المستثمرون يفضلون الإستثمار في الشركات التي تقوم بتوزيعات أكبر وبالتالي يقبلون على شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع المزيد من أرباحها وعلى العكس من ذلك يعزف المستثمرون على شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة منخفضة من التوزيعات مما يؤدي إلى إنخفاض أسعار أسهمها (غنيم، 2006، الصفحات 210-211).

وعليه وفقاً لهذه النظرية فإنه لا يمكن إفتراض ثبات سعر الخصم (تكلفة الأموال) فمع زيادة درجة التأكد وتجنب المخاطر سيطلب المستثمر بمعدل عائد أعلى أي أن معدل الخصم سيزداد كلما زادت نسبة الأرباح

المتجزئة، فإذا كان معدل الخصم يزداد بالنسبة للتوزيعات المستقبلية فإن القيمة السوقية للسهم تكون وفق المعادلة التالية (الحناوي و العبد، 2002، الصفحات 376-377):

$$P = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} \dots \dots \dots (2-46)$$

$$P = \sum \frac{D_n}{(1+k)^n} \dots \dots \dots (2-47)$$

حيث تشير P إلى قيمة السهم عندما تتبع الشركة سياسة توزيع مجمل أرباحها (لا توجد أرباح محتجزة)، كما أن معدل الخصم في السنة القادمة يكون أكبر من معدل الخصم للفترة الحالية أي أن (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 378):

$$(\dots \dots \dots, K_3 < K_4, K_2 < K_3, K_1 < K_2)$$

وعند قيام الشركة بإحتجاز جزء من الأرباح وتوزيع الجزء المتبقي فإن التوزيعات قد تنمو بمعدل نمو g يساوي نسبة الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد على الإستثمار، وذلك عندما يتم إعادة إستثمار الأرباح المحتجزة بمعدل العائد على الإستثمار، وبالتالي فإن التوزيعات في العام الثاني تساوي:

$$D_2 = D(1 + g) \dots \dots \dots (2-48)$$

بينما التوزيعات في العام الثالث فتساوي:

$$D_3 = D(1 + g)^2 \dots \dots \dots (2-49)$$

وبغرض تحديد قيمة السهم فإنه يتم خصم التوزيعات بمعدل خصم $K_1, K_2, K_3 \dots$ تصبح لدينا المعادلة التالية (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 378):

$$P * = \frac{D}{(1+K_1)} + \frac{D(1+g)^1}{(1+K_2)^2} + \dots + \frac{D(1+g)^{n-1}}{(1+K_n)^n} \dots \dots \dots (2-50)$$

وعليه تشير المعادلة الأخيرة $P *$ إلى قيمة السهم في حالة إحتجاز جزء من الأرباح وخصم التوزيعات المستقبلية بمعدل خصم أعلى من التوزيعات الحالية، وعليه فإن قيمة السهم سوف تختلف $P *$ عن قيمة السهم P في المعادلة (2-50) إذ أن متوسط معدل الخصم في المعادلة الأخيرة أي في حالة إحتجاز جزء من الأرباح يكون أعلى من معدل الخصم في المعادلة (2-47) أي في حالة توزيع مجمل الأرباح، وبالتالي فإن قيمة السهم $P *$ سيكون أقل من قيمة السهم، فحسب Gordon فإن التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل لأن المستقبل غير مؤكّد (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 379).

المطلب الثالث: نظرية التمييز الضريبي ونظرية أثر الزبون

سيتم الإشارة في هذا المطلب إلى كل من نظرية التمييز الضريبي ونظرية أثر الزبون من خلال تفسيرهما لتأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين.

أولاً: نظرية التمييز الضريبي Tax Differential Thoery

تؤثر الضريبة على أرباح الشركات على قرار الإستدانة من خلال الوفرات الضريبية وعلى عكس من ذلك فإنها لا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح وذلك لأن النتيجة الصافية التي تحققها الشركة تخضع للضريبة على الأرباح سواء قرّرت الشركة توزيعها أو احتجازها، بينما الضريبة على دخل المستثمر (الضريبة على ما يحصل عليه من توزيعات أو ما يحققه من أرباح رأسمالية) فيمكن أن يكون لها تأثير على ثروة المساهمين، وهو ما تؤيده نظرية التمييز الضريبي التي ترى أن احتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يسهم في تعظيم ثروة المساهمين وهو ما يقود إلى القول بأن هذه النظرية نظرية عكسية لنظرية عصفور في اليد إذ ترى أن عصفور على الشجرة هو ذات قيمة أكبر من عصفور في اليد (هندي ، 2005، الصفحات 341-342).

فقد إستبعدت إفتراضات (M&M (1961 لسوق رأس المال المثالي أيّ تأثير ضريبي محتمل لكن هذه الإفتراضات بعيدة كل البعد عن الواقع، فقد يكون للضرائب تأثير كبير على سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، إذ تشير فرضية التأثير الضريبي إلى أن نسب توزيعات الأرباح المنخفضة تقلل من تكلفة رأس المال وتزيد من سعر السهم بعبارة أخرى تساهم نسب توزيعات الأرباح المنخفضة في تعظيم قيمة الشركة، لأن التوزيعات تخضع لمعدلات ضرائب أعلى من الأرباح الرأسمالية، كما أنها تفرض فورا على التوزيعات بينما على الأرباح الرأسمالية فيتم تأجيل الضرائب حتى يتم بيع الأسهم، هذه المزايا الضريبية للأرباح الرأسمالية تجعل المستثمرين الذين يتمتعون بمعاملة ضريبية تفضيلية على الأرباح الرأسمالية يميلون إلى تفضيل الشركات التي تحتفظ بمعظم أرباحها بدلا من دفعها كتوزيعات (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010, p. 179).

ففي حالة كان معدل الضريبة على التوزيعات أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، قد يطالب المساهمون بمعدل عائد أعلى مقارنة بشركة تقوم بإحتجاز مجمل أرباحها أو جزء كبير منها، إذ يؤدي الإرتفاع في معدل العائد المطلوب إلى زيادة في تكلفة رأس المال، الأمر الذي يسبب إنخفاضاً في القيمة السوقية للشركة وبالتالي إنخفاض في القيمة السوقية للسهم الواحد (الزبيدي ، 2004، صفحة 930)، فوفقاً لنظرية التمييز الضريبي فإنه يستوجب على الشركات التي ترغب في تعظيم قيمة أسهمها أن تخفض من التوزيعات النقدية إلى أدنى حد (زرغون، 2010، صفحة 87).

ويمكن إرجاع الأسباب التي تجعل المستثمرين يفضلون التوزيعات المنخفضة مقارنة بالتوزيعات المرتفعة وفقا لنظرية التمييز الضريبي إلى (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 392):

- في غالب الأحيان يتم فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية بمعدلات أقل من الضرائب على التوزيعات؛
- يتم فرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية عند بيع الأسهم، وهذا يعني أن الضريبة ستدفع في المستقبل، وهو ما يجعل القيمة الحالية لها منخفضة؛
- قد تسمح قوانين بعض الدول (مثل USA) بإعفاء الضريبة على الأرباح الرأسمالية عندما يمتلك مساهم سهم أو عددا من الأسهم حتى وفاته.

ففي حالة وجود إختلاف في معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية يشير Farrar & Selwyn (1967) إلى احتمال نشوء ما يسمى بظلة التوزيعات Dividend Tilt، والتي تعني أن سهم الشركة التي تقوم بالتوزيعات يجب أن يدرّ عائدا قبل الضريبة أكبر من العائد الذي يحققه سهم شركة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر وتقوم بإحتجاز الأرباح، وهذه الزيادة يجب أن تكفي للتعويض على الفرق بين المعدلين (هندي ، 2005، صفحة 343)، أما Brennar (1970) فإنه يرى أن المساهمون يفضلون التوزيعات المنخفضة وذلك نظرا لأن توزيعات الأسهم تخضع لمعدلات ضريبة أعلى من الأرباح الرأسمالية (خاصة في USA)، فبعض الأنظمة المالية تقوم بالترويج لعدم دفع التوزيعات وإعادة إستثمارها لتحفيز الشركة وإبقاءها في شكل أرباح محتجزة، حيث أن دفع الضرائب على توزيعات الأسهم يكون في السنة التي يتم فيها الدفع بينما يتم دفع الضرائب على الأرباح الرأسمالية عند إعادة بيع الأسهم وهو ما يعطي ميزة محتملة لإحتجاز الأرباح (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, 2014, p. 392)، بينما إقترح Miler & Scholes (1978) أنه يمكن أن يكون لإحتجاز الأرباح جاذبيته في ظل النظام الضريبي الذي يميّز الأرباح الرأسمالية والتوزيعات ميزة ضريبية عن العائد المتمثل في التوزيعات (هندي ، 2005، صفحة 353).

وحتى في حال تساوى معدل الضريبة على التوزيعات مع الأرباح الرأسمالية سيبقى لإحتجاز الأرباح أثر على القيمة السوقية للسهم فإحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها يعطي للمستثمر مرونة تمكنه من تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى غاية البيع، وهو ما يؤدي إلى إرتفاع قيمة السهم وزيادة جاذبيته (هندي، 1998، صفحة 368).

في ذات السياق تشير دراسة (Wang & Guo, 2011) أنه في 13 جوان 2005 تم فرض ضريبة على توزيعات الأرباح للمستثمرين الأفراد في الصين بمعدل 10% بدلا من 20%، وقد كانت أهداف تخفيض الضريبة على التوزيعات زيادة احتمالية قيام الشركات بدفع توزيعات الأرباح، تخفيف تضارب المصالح بين كبار وأقلية

المساهمين، حماية مصالح مساهمي الأقلية، وتشجيع الإستثمار العام، وعلى ضوء الإجراء السابق في النظام المالي الصيني والذي جاء بصفة أساسية لتحقيق الأهداف السابقة الذكر، حاولت دراسة (Wang & Guo, 2011) إكتشاف أثر تخفيض معدل الضريبة على التوزيعات على زيادة دفع التوزيعات أو بالأحرى معرفة ما إذا كان تخفيض معدل الضريبة على التوزيعات سيؤدي بالشركات إلى زيادة دفع التوزيعات وتقييم آثار إصلاح ضريبة التوزيعات في الصين، ولفحص ذلك حاول الباحثان إختبار عينة من الشركات المدرجة في الصنف A من سنة 2003 إلى 2007 باستخدام طريقة تقدير الفروق لتقدير تأثير تخفيض الضريبة على التوزيعات على سياسة توزيع الأرباح، وقد خلص الباحثان أن تخفيض ضريبة توزيع الأرباح سنة 2005 دفع بالشركات الصينية إلى زيادة مدفوعات أرباحها وهو ما يفسر على أن إصلاح الصين للضرائب على توزيعات الأسهم قد حقق هدفه.

ثانياً: نظرية أثر الزبون Clientele Theory

يشير M&M(1961) أنّ لكل سياسة من سياسات التوزيع فريق من المستثمرين الذين يفضلونها عن غيرها من السياسات، وييدي هؤلاء المستثمرون إعجابهم بتلك السياسة من خلال شراء أسهم تلك الشركة التي تتبعها، حيث كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع محددة إرتفعت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركة، كما يشير (Graham & Dodd (1951 أن الشركات يمكن أن تعتمد سياسة توزيع أرباح مغرية لجذب المستثمرين، إذ يفضل بعض المستثمرين الحصول على دولار واحد من التوزيعات بدلا من دولار واحد من الأرباح الرأسمالية وهو ما يشار إليه بتأثير الزبون (Turki, 2013, p. 18)، ويقصد بأثر الزبون قيام الشركة بتبني سياسة توزيع أرباح معينة لجذب فئة معينة من الزبائن (المستثمرين) الذين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى مع تفضيلاتهم (زرقون، 2010، صفحة 87)، فوفقا لهذه النظرية يكون لكل شركة عملائها من المستثمرين الذين يمتلكون الأسهم على وجه التحديد بسبب سياسة توزيع الأرباح (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 393).

ويرى (Black & Scholes (1974 أن كل مستثمر يقوم بإجراء مجموعة من الحسابات الضمنية الخاصة فيما يتعلق بالمفاضلة بين فوائد التوزيعات النقدية المرتفعة أو إحتجازها في ظل ظروفه الخاصة التي يعيشها ومنها الشريحة الضريبية التي يخضع لها بشكل عام، وهو ما يعني أن المستثمرين لن يستثمروا إلا في الشركات التي تتفق سياسة التوزيع التي تتبعها مع رغباتهم وإحتياجاتهم وظروفهم الخاصة وهذا ما يعرف بتأثير العميل (سعيدي ، 2016، صفحة 406).

كما يقترح (Allen & al (2000 أن العملاء كالمستثمرين المؤسسين ينجذبون إلى الإستثمار في الشركات التي تقوم بدفع التوزيعات لأن لديهم مزايا ضريبية نسبية مقارنة بالمستثمرين الأفراد، كما أنه غالبا ما تخضع هذه الفئة من المستثمرين لقيود في المواثيق المؤسسية (كقاعدة الرجل الحكيم أو الحذر) والتي تمنعها إلى حد ما من الإستثمار في الشركات التي لا تقوم بدفع التوزيعات أو تدفع توزيعات منخفضة، في المقابل تفضل الشركات ذات

الجودة العالية جذب العملاء من المستثمرين المؤسسيين من خلال دفع توزيعات كونهم على دراية أفضل من المستثمرين الأفراد ولديهم قدرة أكبر على مراقبة الشركات وإكتشاف جودتها، كما أكد Allen & (2000) أن " تأثير هؤلاء العملاء هو السبب الحقيقي لوجود التوزيعات" في إشاراته لتأثير المستثمرين المؤسسيين (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010, pp. 182-183).

المطلب الرابع: نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

نظرية الإشارة هي إجراء تتخذه إدارة الشركة لتقديم إرشادات ومعلومات للمستثمرين حول كيفية رؤية الإدارة لآفاق الشركة وهذه المعلومات التي تقدمها الشركات يمكن أن تكون في شكل تقارير مالية أو من خلال توزيع الأرباح (Basana, Julio, & Soehono, 2020, p. 3)، إذ تعتبر نظرية الإشارة توزيعات الأرباح كأداة للإتصال بين الشركة والسوق (Bellalah, 2000, p. 1)، وقد ظهرت فكرة الدور المعلوماتي لتوزيعات الأرباح لأول مرة في دراسة Linter(1956) حيث أشار أن الشركات تزيد من التوزيعات عندما تحدث زيادة منتظمة في الأرباح (Bellalah, 2000, p. 7)، كما تم تطوير نظرية الإشارة لسياسة توزيع الأرباح في أواخر 1970 بحجة عدم تماثل المعلومات بين مديري الشركات والمستثمرين الخارجيين، إذ يمكن للمديرين الحصول على المعلومات حول الربحية المتوقعة للشركة في حين لا يمكن للمستثمرين الحصول عليها، لذلك يتم إستخدام سياسة التوزيع كإشارة للربحية المتوقعة للشركة (TRAN, 2016, p. 9).

فكسكس إفتراضات M&M(1961) الذين إفتراضا أن المستثمرين الخارجيين والمديرين الداخليين لهم نفس المعلومات عن الأرباح الحالية والفرص المستقبلية للشركة إفتتح Miller & Rock (1985) تعويض الفرضية السابقة وإفتراضا أنه من المعقول أن المديرين يعرفون أكثر من المستثمرين الخارجيين عن الحالة الحقيقية للأرباح الحالية للشركة (MILLER & ROCK, 1985, p. 1031) وهو نفس الإفتراض الذي إفتتحه Bhattacharya (1979) الذي أشار إلى أن المستثمرين الخارجيين لديهم معلومات غير كاملة فيما يخص أرباح الشركة (Bhattacharya, 1979, p. 259)، بناء على هذه الإفتراضات تم تطوير العديد من نماذج الإشارة لسياسة توزيع الأرباح (التوزيعات) من بينها Bhattacharya(1979)، kalay (1980)، Miller & Rock (1985)، إذ تشير هذه النماذج أنه يمكن إستخدام سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة الفعالة (Turki, 2013, p. 24)، فحسب هذه النماذج يمكن أن يكون للتوزيعات جانبين (Taleb, 2019, p. 12) :

أولاً: يمكن إستخدام توزيعات الأرباح كإشارة مسبقة للإبلاغ عن القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية الصادرة عن الشركة (Bhattacharya(1979) ؛

ثانياً: يفترض أن توزيعات الأرباح يمكن أن تنقل معلومات عن الأرباح الحالية للشركة (Miller & Rock (1985) و Jonh & Williams (1985) .

فقد طوّر Bhattacharya (1979) نموذجاً تعمل فيه توزيعات الأرباح النقدية كإشارة للتدفقات النقدية المتوقعة للشركات في بيئة معلومات غير كاملة وحاول توضيح سبب قيام الشركات بدفع التوزيعات بالرغم من العيب الضريبي (Bhattacharya, 1979)، ويكمن الاختلاف مع نموذج Klay (1980) الذي يفترض أن الإشارة بالتوزيعات تؤثر على أجر المدير من خلال عقوبة معيّنة هو أن نموذج Bhattacharya (1979) يفترض كذلك عقوبة لكنها غير مباشرة وتنعكس هذه العقوبة في فقدان القيمة التي تتعرض لها الشركة نتيجة الإشارة بالتوزيعات ويفترض أن المديرين يتم إختيارهم من قبل المساهمين من أجل تمثيل مصالحهم داخل الشركة وبالتالي فالقرارات التي يتخذها المديرين مدفوعة بتعظيم ثروة المساهمين الحاليين وأن الإعلان عن توزيعات الأرباح يسمح للمستثمرين بتحديد قيمة الشركة (Taleb, 2019, p. 5).

إقترح Klay (1980) كذلك نموذجاً للإشارة عن طريق التوزيعات والهدف من هذا النموذج هو تفسير نتائج Linter (1956) حول نفور المديرين لتقليل المستوى المعتاد من التوزيعات، ويفترض هذا النموذج أنه إذا حاول المديرين إرسال إشارة خاطئة فسيتم فرض عقوبة عليهم (Taleb, 2019, p. 2)، أي أن المديرين لا يقومون بزيادة التوزيعات إلا في حالة التأكد من أن الوضعية المستقبلية للشركة ستكون أحسن، لأنه في حالة حدوث العكس فسيتحمل المديرين تكلفة ليست في صالحهم، وبالتالي يفضل المديرين إجراء توزيعات منخفضة ولا يتم الزيادة فيها إلا إذا كان تغير فعّال في الشركة والذي سيستمر مستقبلاً، كما أن هذه النسبة تسمح بالحفاظ عليها حتى وإن إنخفضت التدفقات النقدية، وبالتالي فإن أي إنخفاض في نسبة التوزيعات يدلّ على أن هناك إنخفاض مستمر في التدفقات النقدية المستقبلية، والتي تعتبر كمعلومة أو إشارة سيئة للسوق (خيرى، 2019، صفحة 158)، لكن من الناحية العملية لا يقدم هذا النموذج تفسيراً مرضياً لسلوك توزيع الأرباح في الشركات، لأنه يشير إلى أن توزيعات الأرباح تنقل المعلومات فقط إذا تمت معاينة المديرين الذين يقومون بخفض التوزيعات (Taleb, 2019, p. 5).

كما لاحظ Miller & Rock (1985) أنّ قرار الشركة الخاص بتوزيعات الأرباح الحالية يعكس بشكل كبير معلومات حول الأرباح الحالية وهو ما يمكن من التأثير على السعر السهم حتى لو لم يكن يقدم إشارة حول الأرباح المستقبلية (Turki, 2013, p. 25).

وعليه فنظرية الإشارة لتوزيع الأرباح هي نظرية تشرح أنه عندما تقوم الشركة بإعلان عن زيادة في توزيعات الأرباح فإنها تشير إلى أنّ لديها آفاق مستقبلية جيدة إذ يعد إعطاء الإشارات أو المعلومات عنصراً مهماً للمستثمرين لأخذ نظرة عن حالة الشركة سواء في الماضي أو الحاضر أو المستقبل (Basana, Julio, & Soehono, 2020, p. 3)، أي أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر آلية لنقل المعلومات إلى المستثمرين حول التوقعات المستقبلية للشركة إذ يعطي دفع التوزيعات معلومات قيمة للمساهمين الذين من المحتمل أنهم لا يملكون الكثير من المعلومات

فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية للشركة مقارنة بالإدارة وعليه فإن هذه الممارسة تقلل من عدم تناسق المعلومات، وهو ما يمكن للمستثمرين من استخدام هذه المعلومات لتقدير قيمة سهم الشركة (Rahman & Khan, 2018, pp. 9-10).

ومع ذلك لكي تثبت فرضية الإشارة يجب (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010, p. 186):

أولاً: أن يمتلك المديرون معلومات خاصة حول آفاق الشركة، وأن يكون لديهم حافز لنقل هذه المعلومات إلى السوق؛

ثانياً: أن تكون الإشارة صحيحة، أي أنّ الشركة ذات الآفاق المستقبلية الضعيفة يجب أن لا تكون قادرة على محاكاة وإرسال إشارات خاطئة إلى السوق عن طريق زيادة توزيعات الأرباح، وبالتالي يجب أن يكون السوق قادراً على الاعتماد على الإشارة للتمييز بين الشركات.

إذا تم إستيفاء هذه الشروط يجب أن يتفاعل السوق بشكل إيجابي مع الإعلانات الخاصة بزيادة التوزيعات وغير ذلك بشكل ملائم.

في الواقع توجد العديد من الشركات التي فقدت قيمة أسهمها بسبب قرار عدم دفع توزيعات على سبيل المثال فقدت شركة Edison Company of New York قيمة أسهمها بسبب عدم دفع توزيعات ففي عام 1974 نسيت الشركة دفع توزيعات الربع الأول وهذا الأمر لم يحدث منذ عام 1885 حيث توقع العديد من المساهمين الحصول على توزيعات بعد الإعلان عن عدم توزيع الأرباح من قبل مجلس الإدارة أدى إلى إنخفاض في قيمة السهم من 18 أورو إلى 12 أورو (Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj, 2014, p. 390).

المطلب الخامس: نظرية الوكالة

تم إفتراض نظرية الوكالة من قبل (Berle & Means (1932) الذين جادلوا أن ظهور الشركات الكبيرة أدى إلى زيادة إضعاف ملكية الأسهم والفصل بين الملكية والسيطرة، وهو ما يوفّر مجالاً للسلوكيات الإنتهازية من قبل المديرين (الوكلاء) لإخضاع مصالح المساهمين لمصالحهم الشخصية، بعدها جاءت نظرية الوكالة وفقاً لـ Jensen & Meckling (1976) التي تميل إلى معالجة الصراعات بين أصحاب الشركات والمديرين (N. Nwaobia & Ajayi, 2020, p. 4). فمشاكل الوكالة Agency problem تنشأ من مبدأ فصل الملكية عن الإدارة (السيطرة)، والذي يعني أن الشركة قد تسيّر من قبل مديرين محترفين لا يمتلكون أي نصيب في رأس المال، ونظراً لهذا الانفصال بين الملكية والإدارة فإن هؤلاء المديرين قد يتخذون قرارات لا تتفق مع أهداف المساهمين في تعظيم قيمة أسهمهم (المرسي و اللحلح، 2006، صفحة 37)، فحسب نظرية الوكالة يتحمل الوكيل (الذي عيّن من قبل المساهم) نيابة عن المساهم مسؤولية ضمان تكوين الثروة للمساهمين (Surjandari & Wati, 2020, p. 54).

يعرف (Jensen & Meckling, 1976) علاقة الوكالة بأنها عقد يتم بموجبه شخص واحد أو أكثر (الموكل الرئيسي) بتوكيل شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم والذي سيضمن تفويض بعض السلطة في إتخاذ القرار للوكيل (Jensen & Meckling, 1976, p. 309)، فحسبهم تنشأ نظرية الوكالة من التعارضات في علاقات الشركة وخاصة العلاقة بين الموكل (المساهمين) والوكيل (المديرين التنفيذيين) إذ يتحمل المديرون واجب تعظيم القيمة للمساهمين، لكن المديرين غالبا ما يقومون بإدارة الشركة بالطريقة التي تفيدهم بدلا من تحقيق مصلحة المساهمين الذين يمثلونهم، ممّا يؤدي إلى تكاليف الوكالة (Anh & Tuan, 2019, p. 132).

يشير الباحثون (Li, Wang, & You, 2020) أنّ هناك نوعان من مشاكل الوكالة هما:

النوع الأول: عندما يكون إختلاف في المصالح بين المديرين و المساهمين، إذ يتوقع المساهمون من المديرين أن يستثمروا في مشاريع لتعظيم القيمة ومع ذلك فإنّ تعظيم قيمة المساهمين لا يؤدي بالضرورة إلى تعظيم الرفاهية، فقد تؤدي القرارات التي تزيد من قيمة المساهمين إلى تحمل الدائنين لتكاليف (Li, Wang, & You, 2020, p. 409) ؛

وينشأ عن هذا النوع من مشاكل الوكالة تكلفة الوكالة لحقوق الملكية Agency Cost Of Equity والتي تنجم عن محاولة المساهمين جعل الإدارة تعمل لخدمة مصالحهم، وقد تأخذ صورا عديدة كتكاليف مراقبة تصرفات الإدارة من المراقبين الماليين الخارجيين بالإضافة إلى تكاليف أخرى (هندي ، 2005، صفحة 22).

بينما النوع الثاني: يكون بين المساهمين والدائنين، إذ يكون دور الدائنين والمساهمين مختلفا من حيث الأنشطة التجارية، فالدائنون يتوقعون أن يتم سداد إستثماراتهم وفوائدهم بينما يتوقع المساهمون تعظيم أسعار أسهمهم، لذلك يحصل الدائنون على فائدة ثابتة من إستثماراتهم باستخدام عقود الديون إضافة أن لديهم أيضا أولوية السداد في حالة الإفلاس في المقابل لا يحصل المساهمون على سعر فائدة ثابت على إستثماراتهم الرأسمالية لذلك يفضلون توزيعات أرباح عالية وزيادة أسعار الأسهم، ووفقا لذلك يمكن للمساهمين إختيار مشاريع أكثر خطورة أي مشاريع ذات عائد مرتفع بينما يفضل الدائنون الإستثمار في المشاريع الأقل خطورة، وبالتالي يمكن القول أن الدائنون يهتمون أكثر بالحفاظ على القيمة بينما يهتم المساهمون أكثر بتعظيم القيمة (Li, Wang, & You, 2020, p. 409) .

وقد ينشأ عن هذا النوع من الوكالة تكلفة تعرف بتكلفة الوكالة للقروض Agency Cost Of Debt، فقد يدفع التعارض المحتمل في المصالح بين المساهمين والدائنين الإدارة كونها وكيلة عن المساهمين أن تتصرف بما يخدم مصلحتهم، لكن هذا الأمر قد يدفع الدائنين إلى إتخاذ إجراءات لحماية مصالحهم هذه الإجراءات قد تكون في صورة قيود لتقييد حرية الإدارة في إتخاذ بعض القرارات الهامة كقرارات الإستثمار والتوزيع ومكافآت أعضاء الإدارة

أو في صور أخرى كرفع معدلات الفائدة إذ من المتوقع أن تترك تلك الإجراءات آثار عكسية على ثروة المساهمين (هندي ، 2005، صفحة 15).

غالبًا ما تركز الدراسات على النوع الأول من مشاكل الوكالة (بين المديرين والمساهمين)، لكن النوع الثاني لا يلقى الكثير من الاهتمام بالرغم من أهميته، وتأثيره المحتمل على قرارات الشركة.

تقوم نظرية عدم ملائمة التوزيعات ل(M&M(1961 على افتراض عدم وجود تكاليف وكالة حيث أكد الباحثان أن المديرين وكلاء مثاليين للمساهمين، ومع ذلك فإن القرارات التي يتخذها المديرين ليست دائمًا في مصلحة المساهمين حيث يركز الكثيرون منهم على تحقيق المصالح الشخصية (SALIH, 2010, p. 56)، وعلى عكس M&M(1961 تشير نظرية الوكالة إلى إمكانية وجود تكاليف للوكالة وفي هذا الإطار يشير بعض الباحثون إلى دور سياسة توزيع الأرباح في التخفيف من صراعات الوكالة.

يوضح Kalay (1982) أن توزيع الأرباح في حالة الصعوبات المالية يمكن أن يساهم في تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين (Bellalah, 2000, p. 16)، فعادة ما يطالب المساهمون بتوزيعات أكبر على عكس الدائنين الذين يطالبون بتوزيعات أقل بغرض المحافظة على السيولة الكافية التي تضمن سداد إلتزامات الديون وذلك من خلال عقود قروض تضمن تحقيق ذلك (قدام و ترفاس ، 2019) ، كما توصل Chu (2017) إلى أنّ الشركات التي لديها صراعات أكثر بين المساهمين والدائنين تدفع المزيد من التوزيعات مما يشير إلى إنتقال الثروة من الدائنين إلى المساهمين (Li, Wang, & You, 2020, p. 410) .

كما يرى Easterbook(1984) أنّ سياسة توزيع الأرباح تلعب دورا تأديبيا فيما يخص المديرين لأنها تجبرهم على الصدام بانتظام مع السوق المالية لجمع الأموال اللازمة الجديدة وتنفيذ إستثماراتهم مما يعرضهم لرقابة دائمة من قبل المستثمرين والمتخصصين (BOUJJAT, ASSILI, & MRABET, 2017, pp. 4-5).

إقترح Jensen(1986) كذلك أن توزيعات الأرباح يمكن أن تخلق صراعات بين المديرين والمساهمين، لأن المديرين أكثر إستعدادا للإحتفاظ بالموارد بدلا من دفع التوزيعات إذ يهتم المديرين بإتباع إستراتيجيات النمو لشركاتهم لأن نمو الشركة سيمنحهم المزيد من القوة للتحكم في هذه الموارد من ناحية أخرى يفضل المساهمون توزيعات الأرباح على الأرباح المحتجزة بسبب المخاطر (Tijjani & Bello, 2019, p. 91).

وبالتالي وفقا لنظرية الوكالة وفي حالة وجود تعارض بين المساهمين والمديرين يمكن للمساهم إستخدام توزيعات الأرباح كسلاح إستراتيجي لتأديب المديرين وإجبارهم على أخذ مصالحهم في الإعتبار (Bellalah, 2000, p. 1) . فحسب Easterbrook (1984) و Jensen (1986) يمكن أن يحقق دفع توزيعات الأرباح ميزتان (ALBOUY, 2010, p. 3):

- يحدّ من مقدار رأس المال الذي يمكن أن يهدره المديرون؛

- يجبر المديرين على اللجوء إلى أسواق رأس المال للبحث عن تمويل المشاريع الجديدة.

وهي نفس النتيجة التي إقترحها (Jensen & Meckhling (1976) اللذان أكّدا أنه يمكن تخفيض تكاليف الوكالة للأسهم عن طريق دفع توزيعات أعلى للمساهمين لأنها ستؤدي إلى تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لبيدّها المديرين هذا من جهة، من جهة أخرى مع زيادة التوزيعات يضطر المديرون إلى الوصول إلى سوق رأس المال لزيادة رأس المال الخارجي (Anh & Tuan, 2019, p. 131).

إضافة إلى النوعين السابقين هناك نوع ثالث من مشاكل الوكالة والذي من المحتمل أن ينشأ بين كبار وصغار المساهمين (الأغلبية والأقلية)، وفي هذا الجانب يمكن استخدام توزيعات الأرباح للتخفيف من مشاكل الوكالة التي يمكن أن تنشأ في الشركة بين هذين الفئتين من المساهمين فقد يستخدم كبار المساهمين (الأغلبية) سلطتهم لمصادرة الموارد لمصلحتهم الخاصة على حساب الأقلية ممّا قد يحد من دفع التوزيعات ويولّد نزاعات الوكالة (Reyna, 2017, p. 1200).

إذ تشير دراسة (Reyna, 2017, p. 1201) أن سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تلعب دوراً مهماً في السيطرة على النزاعات بين كبار المساهمين وصغار المساهمين لأنه من خلال دفع التوزيعات يمكن الحد من إستخراج الثروة من قبل كبار المساهمين وبالتالي في ظل وجود كبار المساهمين فإن دفع التوزيعات يعتبر آلية بديلة لتركيز الملكية للتخفيف من مشاكل الوكالة، فمن خلال عينة تتكون من 675 شركة غير مالية تنتمي إلى قطاعات مختلفة ولفترة تمتد من سنة 2005 إلى غاية 2013 في السوق المالي المكسيكي قام (Reyna, 2017) بفحص العلاقة بين هيكل الملكية وسياسة توزيع الأرباح في ظل نظرية الوكالة خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية بين أيدي العائلات (الأسر) وسياسة توزيع الأرباح أي أن حجم التوزيعات ينخفض في حالة وجود مجموعات عائلية مسيطرة، وهذا يعني أن الشركات ذات التركيز العالي للملكية العائلات تميل إلى دفع توزيعات أقل، في حين توصلت الدراسة إلى علاقة إيجابية بين تركيز الملكية في يد المستثمرين المؤسسيين وسياسة توزيع الأرباح بمعنى أن الشركات ذات التركيز العالي للمستثمرين المؤسسيين تقوم بدفع توزيعات أعلى، أما نسبة تركّز الملكية لأقلية المساهمين فليس لها أي تأثير على سياسة توزيع الأرباح.

كما توصل (Allen & al (2000) كذلك أن دفع التوزيعات يجلب المستثمرين المؤسسيين الذين لهم القدرة على إكتشاف الشركات ذات الجودة العالية والتي تحافظ على حوكمة الشركات إذ تعد التوزيعات محرّكات قيمة مهمة وأيّ خفض في التوزيعات قد يضر قيمة الشركة لأنه قد يشير إلى الحد من الملكية المؤسسية (Atia, 2016, p. 16).

يبين نموذج الوكالة (Laporta&al(2000 لتوزيع الأرباح كذلك أنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر من خلال الحماية القانونية للدولة أو عبر تطبيقات حوكمة الشركات، حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون التوزيعات أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمرين (بريش و بدروني، 2016، صفحة 146)، كما توصل (Pinkowitz&al(2003 أن التوزيعات تستحق أكثر بكثير في البلدان التي ترتفع فيها نسبة الفساد مقارنة بالبلدان ذات الفساد المنخفض وهو ما يعني أن المستثمرون يقدرّون التوزيعات التي تدفعها الشركات في البلدان التي ينتشر فيها الفساد لأن لديهم أسباب وجيهة لتوقع أن الأموال النقدية التي يحتفظ بها داخل الشركة ستهدر أو تسرق (Mahadwartha, 2007, p. 2).

خلاصة الفصل

لقد أدى تعدّد الأطراف داخل الشركة وصعوبة تحديد دور وهدف الشركة إلى تباين وجهات النظر حول الشكل الإداري المناسب الذي تدار به الشركة وكذلك لمصلحة من تدار هذا الأمر ساعد في ظهور نهجين هما نهج المساهمين والذي يركز على خلق القيمة للمساهمين ونهج أصحاب المصلحة الذي يعطي لأصحاب المصلحة الآخرين أهمية في تحقيق والإستفادة من هدف الشركة ؛

كذلك يتأثر هدف ثروة المساهمين بعدديد العوامل والمحددات التي ينبغي على إدارة الشركة معرفتها لتحقيق هذا الهدف، من بينها سياسة توزيع الأرباح التي تعد من أهم هذه المحددات، إذ لايزال الجدل والنقاش قائما حول تأثير هذه السياسة من عدمه على ثروة المساهمين وفي هذا الإطار قدمت العديد من النظريات والإقتراحات التي تفسر وتحلل هذه العلاقة منها ما يؤيد هذا التأثير ومنها ما يعارضه.

الفصل الثالث

قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة
من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة
2021-2009

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المبحث الثاني: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم

ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن لبيانات البانل

المبحث الثالث: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على

تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي لبيانات

البانل

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

تمهيد

سيرتكز هذا الفصل على إعداد الدراسة التطبيقية بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة وإختبار الفرضيات، إذ سيتم الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 والتي تم إختيارها وفق شروط خلال فترة زمنية تمتد من سنة 2009 إلى غاية 2021، فبعد تحديد الإطار المكاني والزمني للدراسة تم تحديد متغيرات الدراسة بالإستناد إلى الأدبيات النظرية والتجريبية والتي على أساسها تم إقتراح نماذج الدراسة.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث من خلال عرض منهجية الدراسة وإختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن والتحليل الديناميكي لبيانات البائل وصولاً إلى عرض النتائج و مناقشتها وإختبار الفرضيات، وذلك وفق المباحث التالية:

المبحث الأول: منهجية الدراسة؛

المبحث الثاني: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن؛

المبحث الثالث: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100

بعد عرض الإطار النظري للدراسة في الفصلين الأول والثاني سيتضمن الفصل الثالث الإطار التطبيقي للدراسة والذي يهدف بصفة أساسية إلى إختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية المطروحة ولتحقيق هدف الدراسة والمتمثل في إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين تم الإعتماد على أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وذلك وفق التحليل الساكن وكذلك التحليل الديناميكي.

المبحث الأول: منهجية الدراسة

سيتضمن هذا المبحث منهجية الدراسة حيث سيتم تحديد مجتمع وعينة الدراسة في المطلب الأول بينما يتضمن المطلب الثاني عرض لمتغيرات الدراسة وكيفية حسابها أما المطلب الثالث فخصص للتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة وتحليل تطور متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة.

المطلب الأول: تحديد مجتمع وعينة الدراسة

يعد تحديد عينة الدراسة أمرا في غاية الأهمية لإعداد الدراسة التطبيقية، من هذا المنطلق تم تخصيص هذا المطلب للتعريف بمجتمع الدراسة وتحديد العينة التي سيتم إستخدامها في الدراسة.

أولا: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 والذي يعتبر من أهم المؤشرات في السوق المالي الأمريكي إلى جانب كل من مؤشر S&P500 ومؤشر DJIA ، إذ يتكون المؤشر من 100 شركة غير مالية مدرجة في بورصة NASDAQ ويرمز له بالرمز NDX وقد تم إنشاؤه في 31 جانفي 1985 في حين تم إدراج الشركات الأجنبية فيه سنة 1998 (<https://fr.wikipedia.org>)، ويجب على الشركات الوفاء ببعض الشروط للإنضمام إلى مؤشر Nasdaq100 إضافة إلى القيمة السوقية وهي (<https://www.plus500.com>):

- أن تكون مدرجة في سوق الأوراق المالية للو م أ للأسهم العادية أو تكون لديها إيصال الإيداع الأمريكي American Depositary Receipt (ADR) ، إذا كانت شركة أجنبية ، على غرار شركة Alibaba(BABA) وهي شركة صينية مدرجة في الو م أ ؛

- أن يتم إدراجها حصريا في بورصة Nasdaq ؛

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

- يجب أن تكون مؤهلة للتداول في الوم أ ؛
 - أن يكون متوسط حجم التداول اليومي 200000 سهم مدرج في السوق؛
 - الإحتفاظ ب 200000 سهم لمدة ثلاثة أشهر على الأقل ؛
- وبمجرد إستيفاء جميع الشروط السابقة الذكر سيتم إضافة الشركات تلقائيا إلى المؤشر مرتبة حسب القيمة السوقية.

ثانيا: تحديد عينة الدراسة

- بعد تقديم مجتمع الدراسة المتمثل في مؤشر Nasdaq100 والذي يتكون من 100 شركة غير مالية، تم وضع بعض الشروط لإختيار عينة الدراسة والتي تتمثل في:
- أن لا تكون الشركة قد قامت بعملية الإندماج مع شركة أخرى وكذلك لم يتم الإستحواذ عليها خلال فترة الدراسة ؛
 - أن تكون السنة المالية من بداية N/01/01 إلى غاية N/ 12 /31 ؛
 - أن تكون البيانات المالية للشركات على شكل PDF ، ماعدا المتعلقة بالسعر السوقي للسهم فقد تم الإعتماد على بعض المواقع المتخصصة؛
 - أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية المطلوبة خلال فترة الدراسة.

وعليه وبعد عملية الفرز و التصفية تم إستبعاد 37 شركة كانت نهاية السنة المالية مخالفة ل N /12/31 و 7 شركات أسست بعد سنوات من بداية فترة الدراسة و 10 شركات لعدم الحصول على المعلومات المطلوبة، وبالتالي تشمل عينة الدراسة 46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 الأمريكي للفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2021 .

هذا ويجب الإشارة هنا إلى أنه تم أخذ جميع الشركات التي إستوفت الشروط السابقة سواء قامت هذه الشركات بالتوزيع أو لا لأنه ومن وجهة نظر الباحثة فإن الشركات التي لا تقوم بالتوزيع فهي تتبع سياسة عدم الدفع والتي تعد سياسة من سياسات التوزيع التي تتبعها الشركات (سياسة غياب التوزيعات) والتي تعني أن الشركات تقوم بإحتجاز جميع الأرباح فإحتجاز الأرباح جزء لا يتجزء من سياسة التوزيع، فأغلب الدراسات

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

السابقة تستثني الشركات التي لا تقوم بالتوزيع نهائيا أو التي تدفع التوزيعات بشكل متقطع وهو ما قد يطرح إشكالية حول حيادية العينة، وهي نفس وجهة نظر (SALIH, 2010).

وفيما يلي توزيع عينة الدراسة حسب قطاعات النشاط كما هو موضح في الجدول أدناه

الجدول (3-1): توزيع عينة الدراسة حسب القطاع

| نوع القطاع | عدد الشركات |
|--------------------|-------------|
| خدمات الإتصالات | 05 |
| التكنولوجيا | 10 |
| الرعاية الصحية | 13 |
| الإستهلاك الدوري | 08 |
| العقارات | 01 |
| الصناعة | 04 |
| المرافق | 02 |
| الدفاع عن المستهلك | 03 |
| المجموع | 46 |

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على (<https://finance.yahoo.com>) و (<https://fr.wikipedia.org>)

يشير الجدول (3-1) إلى توزيع عينة الدراسة ممثلة في 46 شركة غير مالية مدرجة في مؤشر Nasdaq100 ويتضح من الجدول أن قطاع الرعاية الصحية يتصدر القائمة بـ 13 شركة يليها قطاع التكنولوجيا بـ 10 شركات بإعتبار المؤشر يعتبر المؤشر التكنولوجي في USA حيث تعتمد أغلب شركات الرعاية الصحية على التكنولوجيا كذلك، بعدها تأتي القطاعات الأخرى.

ثالثا: طريقة جمع البيانات

تعد البيانات المادة الأساسية لإعداد الدراسة، إذ بموجبها يتم تحليل وتفسير الظاهرة المدروسة وذلك من خلال ترجمة تلك البيانات إلى نماذج رياضية باستخدام طرق وأساليب إحصائية من أجل الوصول إلى نتائج يمكن على أساسها تفسيرها، وعليه وبغرض محاولة تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين تم البحث عن مجموعة من البيانات التي تساعد على معرفة نوع الأثر بين المتغيرين. فبعد تحديد مجتمع وعينة الدراسة جاءت مرحلة جمع البيانات، والتي تعتبر من أهم المراحل في عملية البحث إن لم تكن الأهم على الإطلاق، ولهذا الغرض إعتمدت الباحثة على مجموعة من مصادر البيانات هي:

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

- التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 والتي تم تحميلها في شكل PDF ؛
- بعض المواقع الإلكترونية ممثلة في:

(<https://www.slickcharts.com/nasdaq100>)

(<https://finance.yahoo.com>)

(<https://annualreports.com>)

(<https://marketwatch.com>)

(<https://www.sec.gov>)

(<http://www.teletrader.com>)

فبعد القيام بعملية جمع البيانات حاولت الباحثة تشكيل قاعدة بيانات يدويا بالإعتماد على برنامج Excel الأمر الذي نتج عنه 598 مشاهدة حيث تم الحصول على البيانات المطلوبة لـ 46 شركة مدرجة في المؤشر ولفترة تمتد من 2009 إلى غاية 2021.

المطلب الثاني: عرض متغيرات الدراسة

يمكن توضيح العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة على النحو التالي (Akintunde, NWABUISI, & OYEYEMI, 2021, p. 27):

$$Y = f(X, Z) \dots\dots\dots(3-1)$$

إذ تعني المعادلة السابقة أن المتغير التابع Y هو دالة في المتغير المستقل X والمتغيرات الطابطة Z ، وفيما يلي سيتم عرض متغيرات الدراسة بناء على المعادلة (3-1) على النحو التالي:

أولاً: المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في تعظيم ثروة المساهمين والتي تعبر عن تعظيم القيمة السوقية للأسهم، إذ يتم قياسه من خلال بعض المقاييس التي تم التطرق لها في الجانب النظري للدراسة حيث تم الإشارة إلى وجود مقاييس قائمة على المحاسبة وكذلك مقاييس قائمة على القيمة، وسيتم الإعتماد في الدراسة الحالية على المقاييس القائمة على القيمة ممثلة في معدل العائد الإجمالي للمساهمين TSR وكذلك القيمة السوقية المضافة MVA وهما مؤشرين سوقين بمعنى أنهما يعتمدان على المعلومات السوقية الأمر الذي يعطي صورة أكثر دقة عن الثروة الحقيقية التي تم خلقها من قبل مساهمي الشركات، وعليه وبناء على الدراسات السابقة فقد تم قياس المتغير التابع للدراسة من خلال المؤشرين التاليين:

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

1. معدل العائد الإجمالي للمساهمين TSR

يعبر عن إجمالي العوائد التي يحصل عليها المساهمون سواء كانت هذه العوائد في شكل أرباح رأسمالية ناتجة عن التغير في السعر السوقي للسهم، أو في شكل توزيعات، وقد تم قياسه وفق العلاقة التالية:

$$TSR = \frac{P_1 - P_0 + DPS}{P_0} \dots \dots \dots (3-2)$$

وقد تم استخدام هذا المقياس في دراسة (موصو ، 2022) ودراسة (Pilch, 2021) ودراسة (Queen, 2015) ودراسة (KERZABI, 2015) ودراسة (Basso, de Oliveira, & Kimura, 2015).

2. القيمة السوقية المضافة MVA

تعتبر القيمة السوقية المضافة عن مقدار الثروة التي يمكن خلقها للمساهمين، وقد تم قياسها وفق العلاقة التالية³:

$$MVA = Market Value Of Company - Book Value Of Company \dots \dots \dots (3-3)$$

هذا القياس تم تبنيه في دراسة (Ofori-Sasu & al, 2022) ودراسة (Akintunde, NWABUISI, & OYEYEMI, 2021) ودراسة (Ofori-Sasu & al, 2019) ودراسة (Shodiya, SANYAOLU, OJENIKE, & OGUNMEFUN, 2019) وكذلك دراسة (Akgun, Samiloglu, & Oztop, 2018) ودراسة (Johan, 2018).

فمن وجهة نظر الباحثة فإن كل من هذين المؤشرين يمكن أن يعطيا تفسيراً دقيقاً عن ثروة المساهمين مقارنة بالمؤشرات الأخرى، فمعدل العائد الإجمالي يأخذ في الإعتبار التوزيعات وكذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التغير في السعر السوقي وهو ما يعبر بشكل دقيق عن إجمالي الثروة التي يحصل عليها المساهمون، كما أن القيمة السوقية المضافة تعبر عن مقدار الثروة التي يتم خلقها للمساهمين فعند حسابها يتم الإعتماد على القيمة السوقية لحقوق الملكية أي المساهمين كما أنها تعبر عن تقييم السوق للشركة أي أنها تعطي صورة عن القيمة السوقية للشركة عكس EVA التي تعد معيار أداء داخلي.

وبالتالي إرتأت الباحثة الأخذ بهذين المؤشرين حيث أن معدل العائد الإجمالي للمساهمين يأخذ في الإعتبار الأرباح الرأسمالية والتوزيعات والتي تعبر عن ثروة المساهمين أما القيمة السوقية المضافة فلا تأخذ التوزيعات في الإعتبار.

³ مع إفتراض أن القيمة السوقية للديون منعدمة

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

ثانياً: المتغيرات التفسيرية

وهي المتغيرات التي تفسر المتغير التابع في نموذج الدراسة، وتنقسم في الأساس إلى قسمين:

1. متغيرات مستقلة

إذ يتمثل المتغير المستقل للدراسة في سياسة توزيع الأرباح، وقد تم قياسه من خلال:

1.1. نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية

يعبر عن مقدار التوزيعات النقدية التي يحصل عليها كل مساهم، وقد تم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$DPS = \frac{\text{Cash Dividend}}{\text{Average Outstanding Share}} \dots\dots\dots(3-4)$$

تم استخدام هذا القياس في دراسة (Ullah, Suliman, Nargas, & Ullah, 2021) ودراسة (Lashgari & Moghaddam, 2015) ودراسة (زلوم و الشعار ، 2015) .

1.2. نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة

يعبر عن مقدار الأرباح المحتجزة للسهم الواحد، وتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$RPS = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Average Outstanding Share}} \dots\dots\dots(3-5)$$

تم استخدام هذا القياس في دراسة (Ullah, Suliman, Nargas, & Ullah, 2021) ودراسة (FATOYE, 2021) ودراسة (Christian O & I. Justina, 2020) ودراسة (Ebenezer Yemi & Israel Seriki, 2018).

2. متغيرات ضابطة

تعد المتغيرات الضابطة تلك المتغيرات الأخرى التي تؤثر على المتغير التابع على غرار المتغير المستقل، لذلك فقد تم الأخذ بمجموعة من المتغيرات الضابطة التي من المفترض لها تأثير على المتغير التابع وتمثلت هذه المتغيرات فيما يلي:

1.2. قرار الإستثمار

يتم الإعتماد في قياس هذا المتغير على مجموعة من المؤشرات من بينها معدل نمو الأصول، لكن في الدراسة الحالية فقد تم الإعتماد في قياس قرار الإستثمار على دراسة (Shodiya, SANYAOLU, OJENIKE, & OGUNMEFUN, 2019) إذ تم قياسه عن طريق اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية كما يلي:

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

$$INV = \log(\text{Number of Ordinary Share Capital}) \dots\dots\dots(3-6)$$

2.2. هيكل رأس المال

يرتكز هيكل رأس المال على تحديد نسبة الديون طويلة الأجل، وقد تم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$LEV = \frac{\text{Total Non Current liabilities}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(3-7)$$

وقد تم استخدام طريقة القياس هذه من قبل (Zainudin & Khaw, 2020) وكذلك (Venugopal, Sharma G., & Reddy M., 2018)

3.2. السيولة

تم حساب متغير السيولة بالاعتماد على نسبة إجمالي الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية كما يلي:

$$LIQ = \frac{\text{Total curent assets}}{\text{Total curent liabilities}} \dots\dots\dots(3-8)$$

وقد استخدمت طريقة القياس هذه في دراسة (Prihanta & al, 2023) ودراسة (Pahi & Yadav, 2018) إضافة إلى دراسة (Kaźmierska-Jóźwiak, 2015).

4.2. حجم الشركة

تم الاعتماد على اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول لحساب حجم الشركة كما يلي:

$$SIZE = \text{LN}(\text{Total Assets}) \dots\dots\dots(3-9)$$

تم استخدام هذا القياس في دراسة (Rahman & Khan, 2018) ودراسة (Lashgari & Moghaddam, 2015) ودراسة (Tahir, Rizwan Ullah, & Mahmood, 2015).

5.2. التحفظ المحاسبي

يرتبط هذا المتغير بالجانب المحاسبي للشركة، ويعبر عن درجة تحفظ الشركة محاسبيا وقد تم حسابه من خلال القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى القيمة السوقية لها، كما يلي:

$$CONT = \frac{\text{Book Value Of Equity}}{\text{Market Value Of Equity}} \dots\dots\dots(3-10)$$

تم استخدام هذا القياس من قبل (زوم و الشعار ، 2015) وكذلك دراسة (Zalloum & Abu Zerr, 2013)

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

المطلب الثالث: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يتضمن هذا المطلب محاولة لإعطاء صورة وصفية لمتغيرات الدراسة وذلك من خلال بعض الأساليب الإحصائية التي تمكن من تحليل متغيرات الدراسة، وكذلك تحليل تطور كل متغير من متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة.

أولاً: خصائص متغيرات الدراسة

يبين الجدول رقم (3-2) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة والذي يمكن من خلاله إعطاء صورة وصفية عنها وذلك عن طريق الأساليب الإحصائية المختلفة ممثلة في المتوسط والوسيط وكذلك الإنحراف المعياري بالإضافة إلى أعلى وأدنى قيمة وكذلك معامل الإلتواء ومعامل التفلطح، كما يبين الجدول عدد المشاهدات التي قدرت بـ 598 مشاهدة .

الجدول رقم (3-2): خصائص متغيرات الدراسة

| Variable | TSR | MVA | DPS | RPS | INV | LEV | LIQ | SIZE | CONT |
|-------------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| Mean | 0.0244 | 25.6257 | 0.4683 | 4.2169 | 2.4880 | 0.3286 | 2.3741 | 9.1348 | 0.4820 |
| Median | 0.0224 | 12.0085 | 0.0000 | 1.8720 | 2.4449 | 0.2992 | 1.8857 | 9.0107 | 0.2385 |
| Std.Dev | 0.0368 | 39.7485 | 0.9167 | 9.2440 | 0.5635 | 0.2453 | 1.6975 | 1.4966 | 0.8843 |
| Max | 0.4225 | 335.1528 | 7.0400 | 112.93 | 3.7977 | 1.283135 | 11.7751 | 12.9493 | 7.2451 |
| Min | -0.2374 | -54.2888 | 0.0000 | 0.0000 | 1.2962 | 2.25E-05 | 0.1668 | 5.2073 | -2.8566 |
| Skewness | 2.2387 | 2.8801 | 3.0705 | 6.3245 | 0.3064 | 0.7644 | 1.5771 | 0.0410 | 4.1653 |
| Kurtosis | 33.5251 | 14.4304 | 15.400 | 55.8686 | 2.4050 | 3.5446 | 6.6054 | 2.3930 | 25.8496 |
| Jarque-Bera | 23716.55 | 4082.245 | 4771.07 | 73631.16 | 18.18037 | 65.63437 | 571.8135 | 9.3465 | 14738.29 |
| Probability | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.000113 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0093 | 0.0000 |
| Obs | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 |

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10

وفيما يلي سيتم تحليل خصائص متغيرات الدراسة الواردة في الجدول رقم (3-2)، وكذلك تحليل تطور متوسط كل متغير على مدى فترة الدراسة من 2009 إلى غاية 2021.

1. المتغيرات التابعة

1.1. معدل العائد الإجمالي للمساهمين TSR

بلغ متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين 0.0244 بمعنى 2.44% وهذا يدل أن الشركات محل الدراسة في المتوسط تحقق معدل عائد إجمالي للمساهمين إيجابي، وبالتالي يمكن القول أن الشركات محل الدراسة في

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

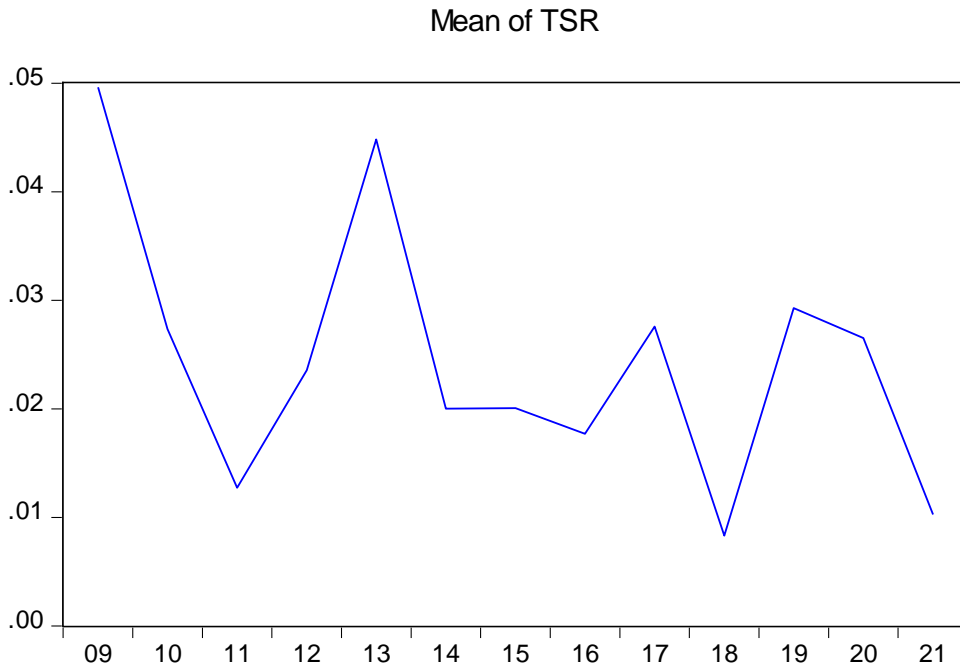
مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

المتوسط تحقق ثروة لمساهميها وهو أمر جيد و إيجابي ويدل عن أداء إيجابي للشركات محل الدراسة في السوق، بينما قدر الوسيط ب 2.24%، أما الإنحراف المعياري TSR فيساوي 0.0368 وهو ما يدل عن تقارب وعدم وجود إختلاف كبير لنسبة TSR بالنسبة لعينة الدراسة، ويمكن تفسير ذلك بتقارب قيمة السعر الإفتتاحي وسعر الإغلاق في أغلب الأحيان للشركة الواحدة، بينما أعلى قيمة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين فكانت 42.45% و أدنى قيمة قدرت ب -23.74%.

ويمكن تحليل تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين لعينة الدراسة من خلال المنحنى البياني المبين في الشكل (1-3).

الشكل (1-3): منحنى تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين لعينة الدراسة

للفترة (2009-2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

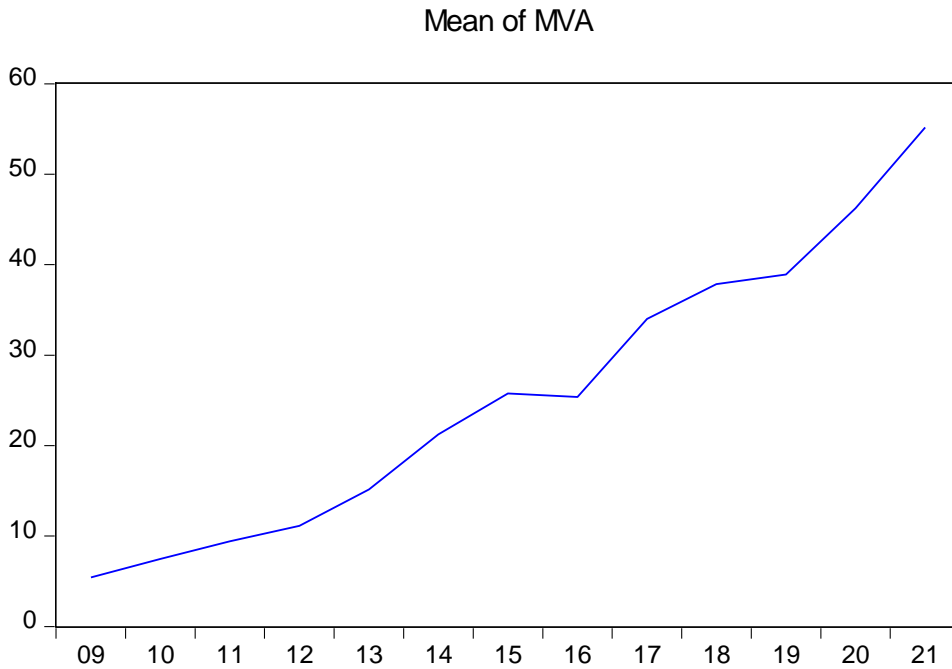
يتضح من خلال المنحنى البياني أن متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين شهد تذبذبا خلال فترة الدراسة إلا أن هذا التذبذب كان إيجابيا وهو ما يعبر عن أداء إيجابي للشركات محل الدراسة ويدل على أن مساهمي الشركات محل الدراسة يتحصلون على نسبة عائد إيجابي سواء في شكل أرباح رأسمالية وكذلك توزيعات نقدية طول فترة الدراسة من 2009 إلى غاية 2021 فالبرغم من جائحة كورونا إلا أن الشركات حققت متوسط معدلات عائد إيجابية سنة 2020 و 2021 ولو بنسبة منخفضة.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

2.1. القيمة السوقية المضافة MVA

تشير الإحصاءات الوصفية الموضحة في الجدول (3-2) أن متوسط القيمة السوقية المضافة قدر بـ 25.6257 وهذا يعني أن الشركات محل الدراسة في المتوسط تحقق ثروة لمساهميها، أما الوسيط فقد قدر بـ 12.0085 وقيمتته أقل من المتوسط وبالتالي فإن معظم الشركات تحقق قيمة سوقية مضافة أكبر من 25.6257، فيما يشير الإنحراف المعياري والذي بلغت قيمته 39.7485 وهي كبيرة جدا والتي تعبر عن وجود إختلاف وتفاوت كبير فيما يخص القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة، وقد يرجع ذلك في الأساس إلى التفاوت في السعر السوقي للسهم للشركات وكذلك التفاوت في عدد أسهم الشركات وحجم الشركات، أما أعلى قيمة للقيمة السوقية المضافة فقدرت بـ 335.1528 بينما أدنى قيمة فكانت تساوي -54.2888 .

الشكل (3-2): منحنى تطور متوسط القيمة السوقية المضافة لعينة الدراسة للفترة (2009-2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

بيّن المنحنى البياني لتطور متوسط القيمة السوقية المضافة لعينة الدراسة أن القيمة السوقية المضافة عرفت تطورا تصاعديا خلال فترة الدراسة، كما أن متوسط متغير القيمة السوقية المضافة كان إيجابيا طول فترة الدراسة وهو ما يعبر عن أداء إيجابي للشركات محل الدراسة في السوق المالي، وأنها تحقق ثروة لمساهميها وتعني أن القيمة السوقية (الرسملة البورصية) تتجاوز القيمة الدفترية لحقوق الملكية أي أنها تخلق ثروة لمساهميها.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

2. المتغيرات المستقلة

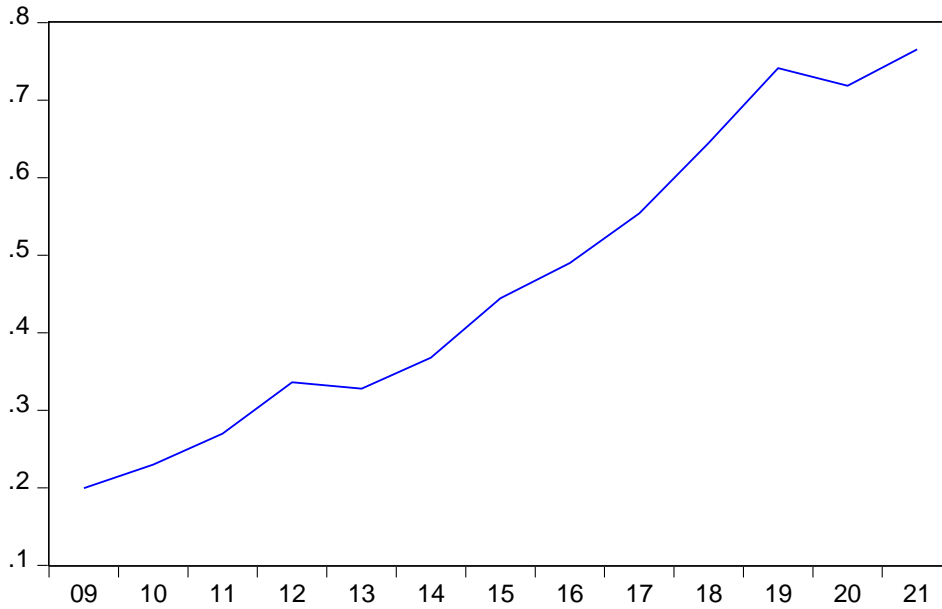
1.2. نصيب السهم الواحد من التوزيعات DPS

قدر متوسط نصيب السهم الواحد من التوزيعات بـ 0.4886 أي ما يقارب 0.5 دولار للسهم الواحد وهي قيمة منخفضة وقد يرجع ذلك إلى وجود تفاوت وإختلاف كبير فيما يخص دفع التوزيعات النقدية بالنسبة لعينة الدراسة ويرجع ذلك في الأساس إلى أن عدد من الشركات محل الدراسة لا تقوم بالتوزيعات نهائياً، وهو ما يبينه الإنحراف المعياري الذي قدر بـ 0.9167 ، كما أن أعلى قيمة للتوزيعات النقدية بلغت 7.04 دولار للسهم الواحد، بينما أدنى قيمة فقدت بـ 0 وهي خاصة بالشركات التي تتبع سياسة عدم الدفع.

الشكل (3-3) : منحني تطور متوسط نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية لعينة الدراسة

للفترة (2009-2021)

Mean of DPS



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

يشير الشكل (3-3) إلى منحنى تطور متوسط نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية الذي عرف تطوراً تصاعدياً وهو ما يعني أن متوسط نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية يزيد من سنة إلى أخرى مع وجود تذبذب طفيف في بعض السنوات وذلك بالرغم من أن قيمة متوسط التوزيعات النقدية للسهم الواحد منخفضة والتي ترجع بالدرجة الأولى إلى وجود شركات في عينة الدراسة تتبع سياسة غياب التوزيعات (سياسة عدم الدفع) والتي في غالب الأحيان تتبعها الشركات الفتية أو الشركات ذات النمو المرتفع التي تكون لها فرص استثمارية كبيرة بمعنى أنها تتبع سياسة توسعية، كما يمكن تفسير ذلك بأن الشركات محل الدراسة تتبع أشكال

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

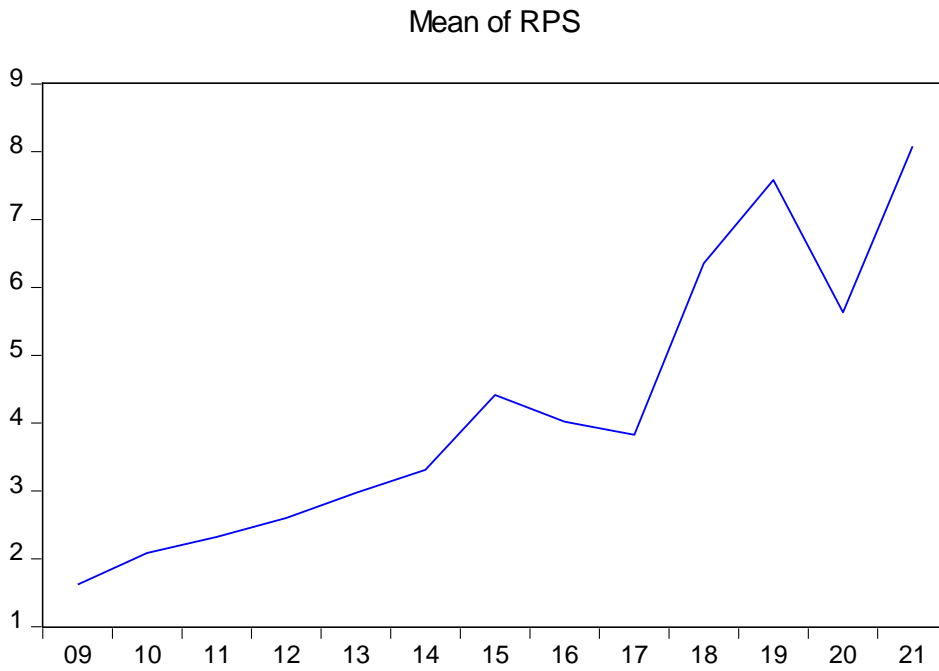
مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

أخرى لسياسة توزيع الأرباح كالتوزيعات في شكل أسهم وكذلك عمليات إعادة شراء الأسهم والتي تعتبر شكلا من أشكال سياسة توزيع الأرباح، إذ تشير بعض التحليلات إلى توجه سلوك الشركات الأمريكية إلى إعادة شراء الأسهم كبديل للتوزيعات النقدية.

2.2. نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة RPS

بالنسبة لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة فقد قدر في المتوسط بـ 4.2169 دولار للسهم الواحد، وهذه القيمة معتبرة وقد يرجع ذلك إلى إتباع عدد من الشركات لسياسة عدم الدفع (غياب التوزيعات)، وبالتالي فربحية السهم الواحد يتم إحجازها بالكامل، وهو الأمر الذي يوضح التباين الكبير للشركات محل الدراسة فيما يخص نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة حيث بلغ الإنحراف المعياري 9.2440، بينما بلغت أعلى قيمة 112.93 أما أدنى قيمة فكانت 0 وهي تخص الشركات التي كانت ربحية السهم الواحد فيها سالبة أي الشركات التي حققت خسارة خلال السنة المالية.

الشكل (3-4): منحنى تطور متوسط نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة لعينة الدراسة للفترة (2009-2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

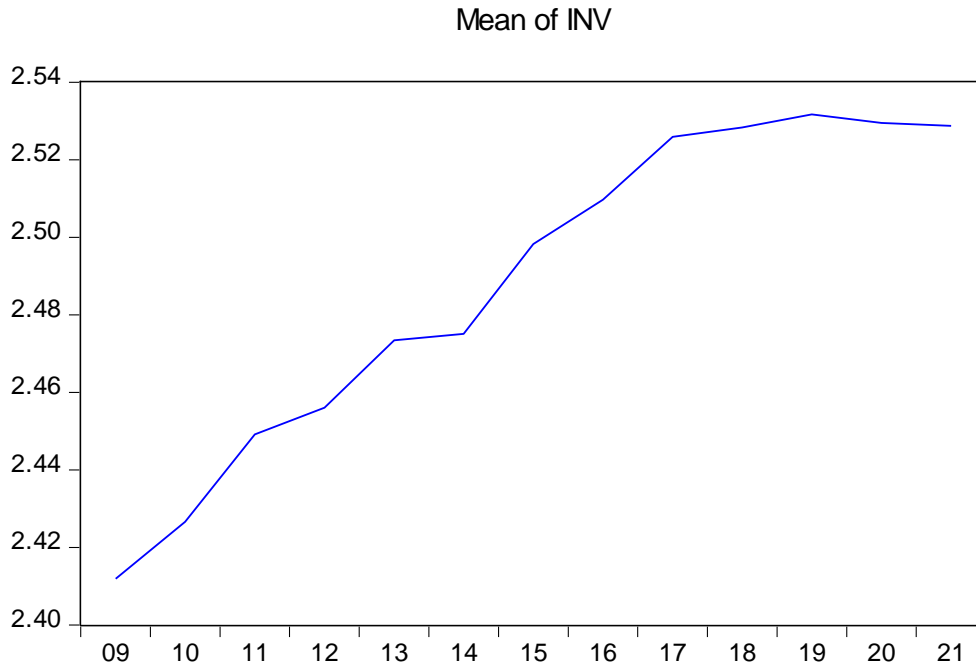
تعتبر التوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة وجهان لعملة واحدة، إذ تعبر الأرباح المحتجزة للسهم الواحد عن نصيب السهم الواحد من الأرباح التي تم إحتجازها أي التي لم يتم توزيعها، و يشير المنحنى البياني لمتوسط نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة إلى وجود تذبذب فيما يخص ربحية السهم الواحد المحتجز بالنسبة لعينة الدراسة خلال فترة الدراسة.

3. المتغيرات الضابطة

1.3. قرار الإستثمار INV

فيما يخص قرار الإستثمار فقد قدر في المتوسط ب 2.4880 و الذي يعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية وبالتالي كلما زاد عدد الأسهم العادية فإن ذلك يعبر عن زيادة في الإستثمار أي زيادة الطلب على أسهم الشركات محل الدراسة، في حين قدر الوسيط ب 2.4449، أما أعلى قيمة فقدرت ب 3.7977 بينما أدنى قيمة بلغت 1.2962، أما الإنحراف المعياري لقرار الإستثمار فقد قدر ب 0.5635 وهو يعبر درجة تباين صغيرة بين الشركات محل الدراسة فيما يخص قرار الإستثمار.

الشكل (3-5): منحنى تطور متوسط اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية لعينة الدراسة للفترة (2009-2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

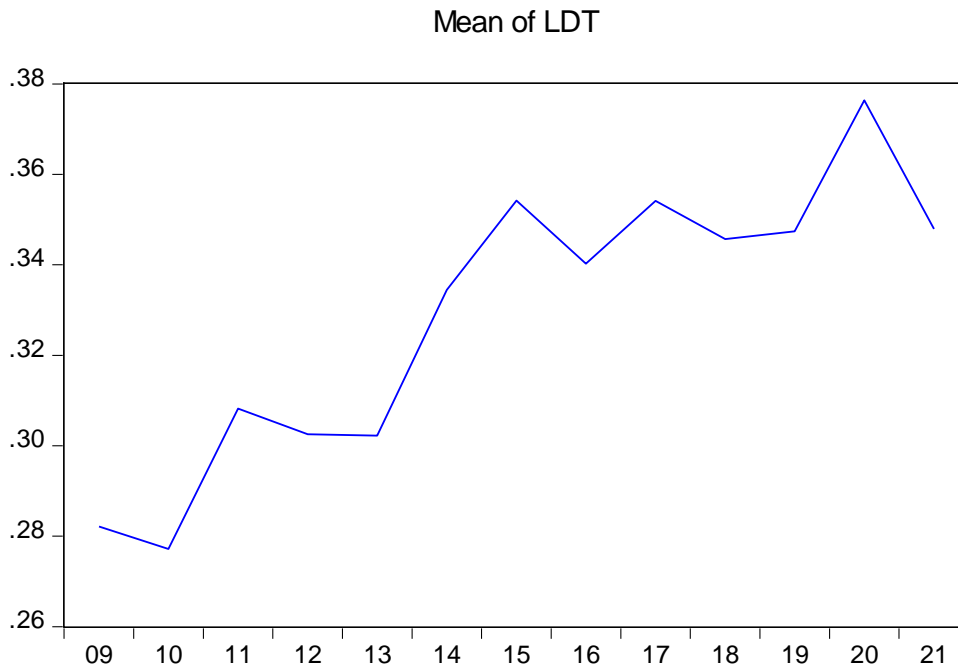
يبين المنحنى البياني لتطور متوسط اللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية عن منحنى تصاعدي لعدد الأسهم العادية للشركات محل الدراسة مع وجود تذبذبات طفيفة في بعض السنوات، إلا أن ما يمكن ملاحظته أن هناك زيادة في عدد الأسهم وهو ما يعبر عن زيادة في الطلب على الإستثمار في أسهم الشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة.

2.3. هيكل رأس المال LEV

تشير الإحصاءات الوصفية لمتغير الرفع المالي أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول للشركات محل الدراسة بلغت في المتوسط 0.3286 بمعنى 32.86 % ، أما الوسيط فقد ب 0.2992 و هو أقل من المتوسط و بالتالي فأغلب الشركات تعتمد على نسبة الديون طويلة الأجل بنسبة أكبر من 32.86% ، كما قدر الإنحراف المعياري ب 0.2453 وهو يدل عن وجود تقارب في نسبة الديون طويلة الأجل بالنسبة لعينة الدراسة، بينما أعلى قيمة فقدت ب 1.2831 وأدنى قيمة لنسبة الديون طويلة الأجل فتساوي 0.0000.

الشكل (3-6) : منحنى تطور متوسط نسبة الديون طويلة الأجل لعينة الدراسة للفترة (2009-

2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

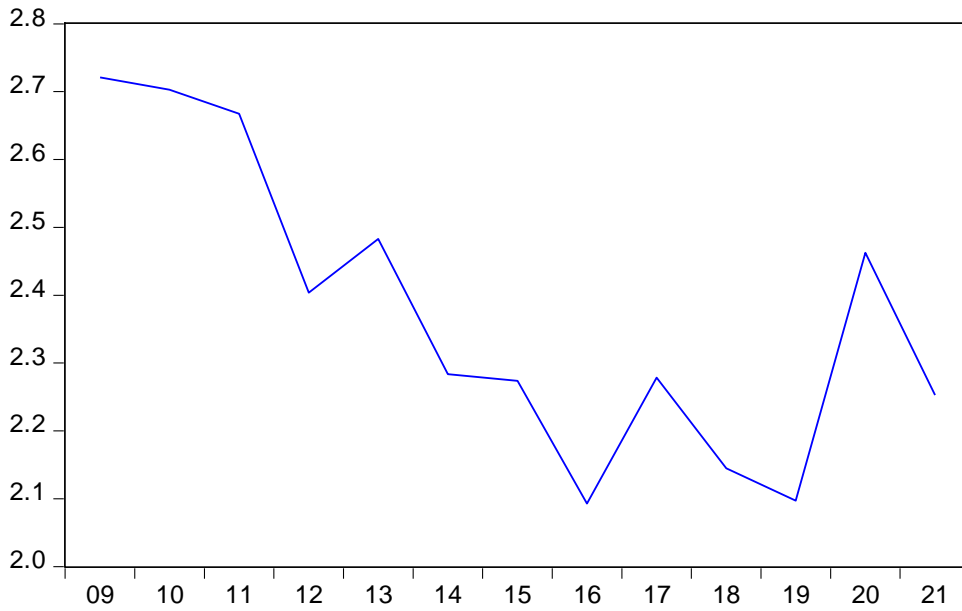
يشير منحنى تطور متوسط الديون طويلة الأجل إلى وجود تذبذب كبير فيما يخص متوسط نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول للشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى تركيبة هيكل الخصوم للشركات محل الدراسة، حيث بلغت أدنى نسبة 27.7% سنة 2010 بينما كانت أعلى نسبة سنة 2020 بـ 37.6%.

3.3 السيولة LIQ

بالنسبة لمتغير السيولة بلغت نسبة السيولة للشركات محل الدراسة 2.3741 في المتوسط وهي نسبة جيدة أما الوسيط فقدّر بـ 1.8857 وهو أقل من المتوسط وبالتالي فإن معظم شركات الدراسة كانت نسبة السيولة لديها أكبر من 2.3741، وبانحراف معياري يساوي 1.6975 والذي يعبر عن تشتت و إختلاف كبير لنسبة السيولة للشركات محل الدراسة، أما أعلى نسبة فبلغت 11.7751 وأدنى نسبة فكانت 0.1668.

الشكل (3-7): منحنى تطور متوسط نسبة السيولة لعينة الدراسة للفترة (2009-2021)

Mean of LIQ



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

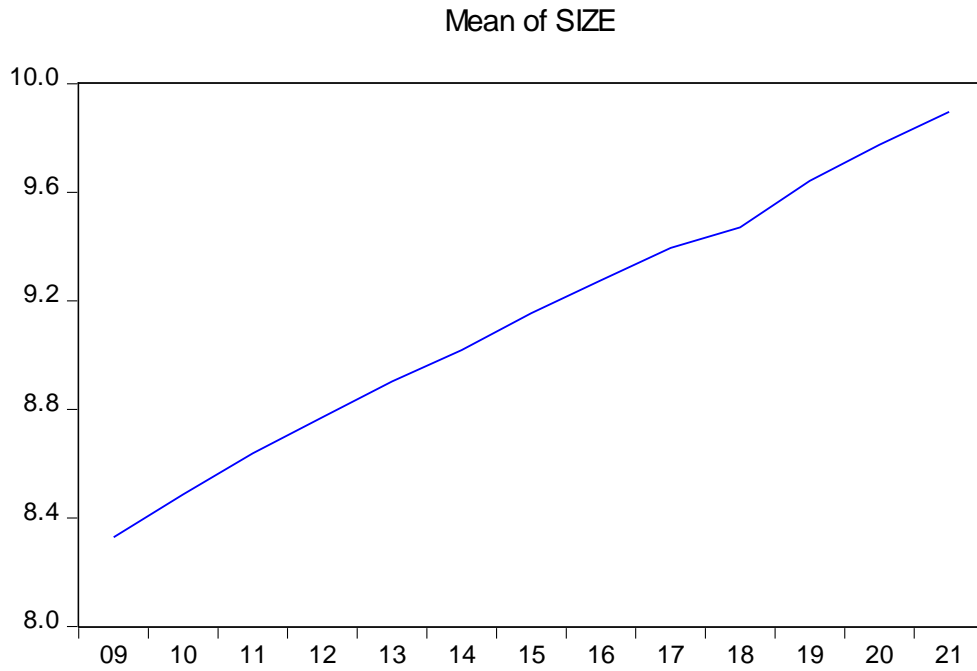
بيّن المنحنى البياني لمتوسط نسبة السيولة لعينة الدراسة أن هناك تذبذباً في نسبة السيولة خلال فترة الدراسة حيث بلغ أعلى متوسط لهذه النسبة 2.72% سنة 2009 بينما كان أدنى متوسط سنة 2016 بـ 2.09%، وهو ما يبين أن الشركات محل الدراسة على العموم تلتزم بقواعد السيولة بالنظر إلى أن هذه النسبة ليست مرتفعة كثيراً كما أنها ليست منخفضة جداً (منحنى تنازلي).

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

4.3 حجم الشركة SIZE

بلغ حجم الشركات في المتوسط 9.1348 والمعبر عنه باللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول، وهو ما يعني أنه كلما زاد إجمالي الأصول زاد حجم الشركة، أي أن حجم الشركة يقاس بما تمتلكه من إجمالي الأصول كما قدر الوسيط ب 9.0107 وهذه القيمة أقل من قيمة المتوسط وبالتالي فإن معظم الشركات محل الدراسة يكون اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول أكبر من 9.1348 وبانحراف معياري يساوي 1.4966 والذي يدل عن إختلاف كبير بين الشركات محل الدراسة من الحجم، أما أعلى قيمة فبلغت 12.9493 بينما أدنى قيمة فكانت تساوي 5.2073.

الشكل (3-8): منحنى تطور متوسط حجم الشركات لعينة الدراسة للفترة (2009-2021)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

مايتم ملاحظته من خلال منحنى تطور متوسط حجم الشركات لعينة الدراسة أن متوسط حجم الشركات يأخذ منحنى تصاعدي وهو ما يدل عن زيادة في حجم أصول الشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة وهو شيء إيجابي ويمكن أن يعبر عن فرص استثمارية وسياسة توسعية للشركات محل الدراسة في المتوسط.

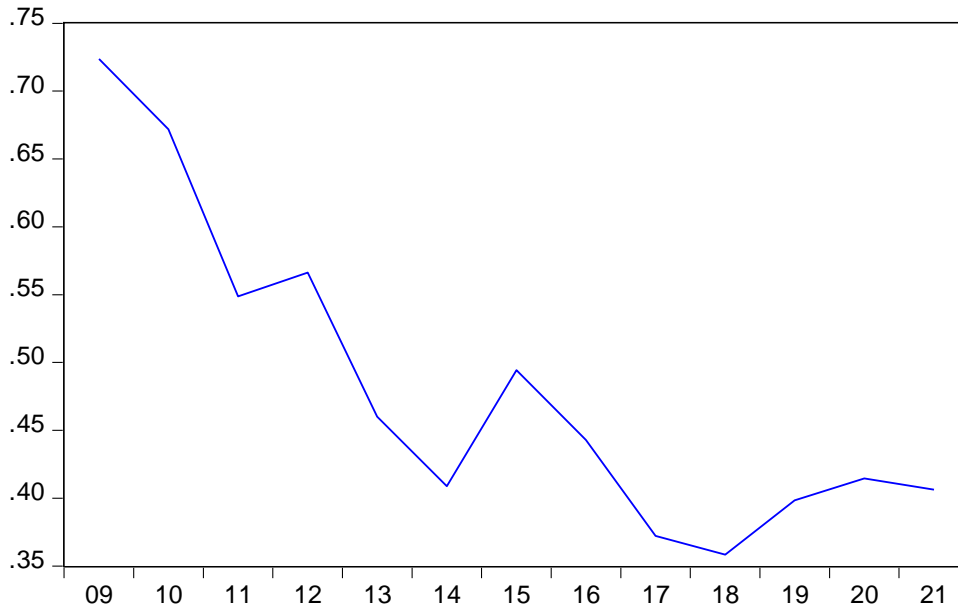
الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

5.3. التحفظ المحاسبي CONT

تشير الإحصاءات الوصفية أن الشركات محل الدراسة في المتوسط متحفظة محاسبيا حيث بلغ المتوسط الحسابي 0.4820 وهو أقل من 1 بينما بلغ الوسيط 0.2385 وهو ما يعني أن معظم الشركات محل الدراسة تتجاوز نسبة التحفظ المحاسبي لديها 0.4820 بينما بلغ الإنحراف المعياري 0.8843 والذي يدل عن درجة تشتت وتباين للشركات محل الدراسة، أما أعلى قيمة فقدرت ب 7.2451 وأدنى قيمة فكانت -2.8566.

الشكل (3-9): منحني تطور متوسط التحفظ المحاسبي لعينة الدراسة للفترة (2009-2021)

Mean of Cont



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

يبين منحني تطور متوسط متغير التحفظ المحاسبي عن وجود تذبذب في المنحى خلال فترة الدراسة، إذ يلاحظ أن المنحى تنازلي مع وجود تذبذبات في بعض السنوات حيث بلغ أعلى متوسط لدرجة التحفظ المحاسبي سنة 2009 بنسبة 72.72.4% و هي نسبة مرتفعة وتدل عن أن الشركات محل الدراسة خلال عام 2009 كانت متحفظة محاسبيا وتتخذ الحيطة والحذر كون هذه الفترة كانت فترة حساسة نظرا للأزمة المالية التي ألفت بضالها على الأسواق المالية العالمية من ضمنها السوق المالي الأمريكي، بينما كان أدنى متوسط لمتغير التحفظ المحاسبي سنة 2018 ب 35.8%.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

ثانيا: تحليل مصفوفة الارتباط

يبيّن معامل الارتباط درجة وقوة الارتباط بين كل من المتغير التابع للدراسة والمتغيرات التفسيرية بالإضافة إلى قوة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية فيما بينها وذلك للتأكد من عدم وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التفسيرية بهدف الوصول إلى نتائج جيدة وقد أعطت درجة الارتباط بين متغيرات الدراسة عن النتائج الموضحة في الجدول رقم (3-3).

الجدول رقم (3-3) : مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

| Variable | TSR | MVA | DPS | RPS | INV | LEV | LIQ | SIZE | CONT |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|----------|--------|
| TSR | 1.0000 | | | | | | | | |
| MVA | -0.0166 | 1.0000 | | | | | | | |
| DPS | 0.1684*** | 0.4430*** | 1.0000 | | | | | | |
| RPS | -0.0836** | 0.0872** | -0.1022** | 1.0000 | | | | | |
| INV | 0.0914** | 0.4276*** | 0.3590*** | - | 1.0000 | | | | |
| | | | | 0.2470*** | | | | | |
| LEV | 0.1304** | 0.0840** | 0.3132*** | -0.0326 | 0.2532*** | 1.0000 | | | |
| LIQ | 0.0060 | -0.0639 | - | 0.0300 | 0.2590*** | -0.4088*** | 1.0000 | | |
| | | | 0.1133*** | | | | | | |
| SIZE | 0.0426 | 0.4038*** | 0.4751*** | 0.1439*** | 0.6469*** | 0.3199*** | - | 1.0000 | |
| | | | | | | | 0.3912*** | | |
| CONT | 0.0601 | - | - | 0.0103 | - | - | 0.0629 | 0.0922** | 1.0000 |
| | | 0.2609*** | 0.0809** | | 0.1996*** | 0.1718*** | | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

تشير مصفوفة الارتباط إلى طبيعة العلاقة بين المتغيرات بمعنى هل العلاقة سلبية والتي تدل على العلاقة العكسية أم أنها إيجابية والتي تعني أن العلاقة بين المتغيرين تفسر على أنها علاقة طردية، وعليه وبناء على نتائج الجدول رقم (3-3) يمكن تحليل العلاقة بين مختلف متغيرات الدراسة كما يلي:

فيما يخص المتغيرات المستقلة هناك علاقة إيجابية ومعنوية عند مستوى المعنوية 1% بين نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية ومعدل العائد الإجمالي للمساهمين وكذلك القيمة السوقية المضافة، بينما نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة يرتبط سلبيا بمعدل العائد الإجمالي للمساهمين وإيجابيا بالقيمة السوقية المضافة عند مستوى المعنوية 5%؛

أما فيما يخص المتغيرات الضابطة فقد كانت جميع المتغيرات الضابطة ترتبط إيجابيا بمعدل العائد الإجمالي للمساهمين إلا أن كل من متغيرات السيولة، الحجم، والتحفيز المحاسبي لم تكن العلاقة معنوية، على عكس قرار

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

الإستثمار والرفع المالي الذين كانا معنويين عند مستوى 5%، بينما كانت هناك علاقة إيجابية بين كل من قرار الإستثمار، الرفع المالي، الحجم والقيمة السوقية المضافة عند مستوى المعنوية 1% بالنسبة لقرار الإستثمار والرفع المالي وعند مستوى معنوية 5% بالنسبة للحجم، أما السيولة والتحفيز المحاسبي فقد كانت العلاقة سلبية مع القيمة السوقية المضافة عند مستوى 1% بالنسبة للتحفيز المحاسبي، بينما فيما يخص السيولة فالعلاقة سلبية لكنها غير معنوية.

هذا وتجدر الإشارة هنا أن طبيعة ونوع وكذلك معنوية العلاقة بين المتغيرات يمكن أن تتغير بعد تقدير نموذج الدراسة، وقد يرجع ذلك لطريقة التقدير المعتمدة.

ثالثاً: اختبار التعدد الخطي (Multicollinearity)

تشير العلاقة الخطية المتعددة إلى وضعية (Situation) يكون فيها متغيرين أو أكثر من المتغيرات التفسيرية في نموذج الإنحدار الخطي المتعدد مرتبطة ببعضها البعض وبالمتغير التابع، فقد تؤدي العلاقة الخطية المتعددة إلى تضخيم الأخطاء المعيارية للمعاملات وهو ما يعني أن المعاملات تكون غير بعيدة عن الصفر وبالتالي قد تؤدي إلى عدم تأثير بعض المتغيرات المهمة، بينما بدون وجود علاقة خطية متعددة (أي بإنحراف معياري أقل) قد تكون هذه المعاملات كبيرة (Akinwande & al, 2015, p. 755).

1. مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية (Correlation Matrix)

يهدف تحليل مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية إلى معرفة طبيعة وقوة العلاقة فيما بينها، وهذا لغرض التأكد من عدم وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التفسيرية، وهو ما يوضحه الجدول رقم (3-4)

الجدول (3-4): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية

| Variable | DPS | RPS | INV | LEV | LIQ | SIZE | CONT |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|--------|
| DPS | 1.0000 | | | | | | |
| RPS | -0.1022** | 1.0000 | | | | | |
| INV | 0.3590*** | -0.2470*** | 1.0000 | | | | |
| LEV | 0.3132*** | -0.0326 | 0.2532*** | 1.0000 | | | |
| LIQ | -0.1133*** | 0.0300 | 0.2590*** | -0.4088*** | 1.0000 | | |
| SIZE | 0.4751*** | 0.1439*** | 0.6469*** | 0.3199*** | -0.3912*** | 1.0000 | |
| CONT | -0.0809** | 0.0103 | -0.1996*** | -0.1718*** | 0.0629 | 0.0922** | 1.0000 |

*** عند مستوى المعنوية 1% ** عند مستوى المعنوية 5% * عند مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وفقا للجدول رقم (3-4) تبين أنّ أكبر قيمة لمعامل الارتباط سجّلت بين قرار الإستثمار وحجم الشركة وقدّرت بـ 0.6467 وهذه القيمة أقل من 0.9 (العمار و غيا ، 2018، صفحة 399) وبالتالي وحسب مصفوفة الارتباط فإنه لا يوجد علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التفسيرية.

2. معامل تضخم التباين بين المتغيرات التفسيرية (Variance Inflation Factors)

بعد تحليل نتائج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية والتي أثبتت عدم وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التفسيرية ولتدعيم نتائج الدراسة وبهدف التأكد من عدم وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التفسيرية للدراسة تم حساب معامل تضخم التباين (VIF) والذي يعتبر إحدى الطرق لإختبار العلاقة الخطية بين المتغيرات التفسيرية وذلك من خلال حساب قيمة (VIF) لكل متغير تفسيري والتي تحسب وفق المعادلة التالية (SALIH, 2010, p. 109):

$$VIF = \frac{1}{(1-R^2)} \dots \dots \dots (3-11)$$

ولهذا الغرض إعتمدت الباحثة على برنامج Stata MP-13.1 لحساب قيم معامل تضخم التباين وأعطى النتائج المبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-5): معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة (Variance Inflation Factors)

| Variable | VIF | 1/VIF |
|----------|------|----------|
| DPS | 1.47 | 0.681452 |
| RPS | 1.42 | 0.702949 |
| INV | 2.57 | 0.389091 |
| SIZE | 3.27 | 0.305907 |
| LIQ | 1.39 | 0.719987 |
| LEV | 1.35 | 0.738064 |
| CONT | 1.28 | 0.784030 |
| Mean VIF | 1.82 | / |

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Stata MP-13.1

يلاحظ من الجدول رقم (3-5) أن جميع قيم VIF أقل من 5 كما أن متوسط VIF يساوي 1.82 وهو أقل من 5 (Akinwande & al, 2015, p. 754) وهذا يعني عدم وجود علاقة خطية متعددة بين المتغيرات التفسيرية للدراسة وهو أمر إيجابي ولا يستدعي إلغاء أي متغير من المتغيرات التفسيرية من النماذج المقترحة وهو ما يقودنا إلى تقدير نماذج الدراسة وإختبار صلاحيتها لتفسير نتائج الدراسة.

المبحث الثاني: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن لبيانات البانل

سيخصص هذا المبحث لمحاولة إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن لبيانات البانل ولتحقيق الهدف السابق الذكر تم الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد والذي يقوم على إفتراض وجود علاقة خطية بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية وذلك وفق بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يعرف ببيانات البانل (Panel Data) .

المطلب الأول: عرض نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن

شهدت بيانات البانل تقدما وتطورا إستثنائيا على مدار الأربعين عاما الماضية (Trognon, 2003, p. 727)، فمصطلح بيانات البانل يشير إلى تجميع الملاحظات في شكل مقاطع عرضية كالأسر البلدان والشركات وما إلى ذلك على مدى عدة فترات زمنية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال مسح عدد الأسر أو الأفراد ومتابعتهم عبر الزمن (H.Baltagi, 2005, p. 01)، إذ تجمع بيانات البانل بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية لذلك سميت بالسلاسل الزمنية المقطعية فهي تعبر عن مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في فترات زمنية متعددة (حركاتي ، 2018، صفحة 196)، لذلك تشتمل الملاحظات في بيانات البانل على بعدين هما: بعد المقاطع العرضية والذي يرمز له بالرمز i ، وبعد السلاسل الزمنية والذي يأخذ الرمز t (Hsiao, 2007, p. 1).

وتعدّ الميزة الرئيسية لبيانات البانل هي التحكم في عدم التجانس الفردي، كما يتيح إستخدام بيانات البانل العديد من المزايا الأخرى أهمها:

- يوفر إستخدام بيانات البانل بيانات أكثر إفادة، ومزيديا من التباين، وعلاقة خطية أقل بين المتغيرات، ودرجات أكثر من الحرية، ومزيد من الكفاءة؛

- تعد بيانات البانل أكثر قدرة على تحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن إكتشافها ببساطة في المقاطع العرضية أو السلاسل الزمنية كل على حدى ؛

- تسمح بيانات البانل ببناء وإختبار نماذج سلوكية أكثر تعقيدا، كما قد يؤدي إستخدامها إلى القضاء على التحيزات الناتجة عن تجميع الشركات أو الأفراد (De Jager, 2008, p. 4)؛

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

- تحسين كفاءة التقديرات الإقتصادية القياسية، وذلك من خلال زيادة درجات الحرية وتقليل العلاقة الخطية المتداخلة بين المتغيرات التفسيرية (HSIAO, 2003, p. 03).

ويكتب النموذج الخطي لبيانات البائل ل N وحدة و T عدد الفترات الزمنية وفق المعادلة التالية (موصو ، 2022، صفحة 206):

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3-12)$$

حيث:

y_{it} : قيمة المتغير التابع للوحدة i في الزمن t ؛

α_i : الحد الثابت؛

X_{it} : قيم المتغيرات المستقلة والضابطة للوحدة i في الفترة t ؛

β : معاملات التقدير للمتغيرات المستقلة و الضابطة؛

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي للوحدة i في الفترة t.

ويرجع وجود حد الخطأ العشوائي ε_{it} إلى عدّة أسباب أهمها (دادن و بديدة ، 2012، صفحة 228):

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن يكون لها تأثير على المتغير التابع في النموذج؛

- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج ؛

- حدوث خطأ في طريقة تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

وعليه وبناء على النموذج الرياضي الموضح في المعادلة (3-12) تم بناء النماذج الرياضية للدراسة، إذ تم تحديد البعد المقطعي للدراسة كما تم الإشارة سابقا في عينة الدراسة ب46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 على مدى زمني قدر ب13 سنة من سنة 2009 إلى غاية 2021 والذي يمثل البعد الزمني وذلك وفق ما تقتضيه بيانات البائل وفق التحليل الساكن.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

أولاً: نموذج الإنحدار الخطي المتعدد TSR

يهدف إختبار الفرضية الرئيسية الأولى وفق التحليل الساكن لبيانات البانل تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد وفق المعادلة التالية :

$$TSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 RPS_{it} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 CONT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3-13)$$

حيث :

β_0 : الحد الثابت ؛

β_i : معاملات الإنحدار للمتغيرات التفسيرية ؛

TSR_{it} : يمثل معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

DPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

RPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

INV_{it} : يمثل قرار الإستثمار للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LEV_{it} : يمثل نسبة الديون طويلة الأجل للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LIQ_{it} : تمثل نسبة السيولة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

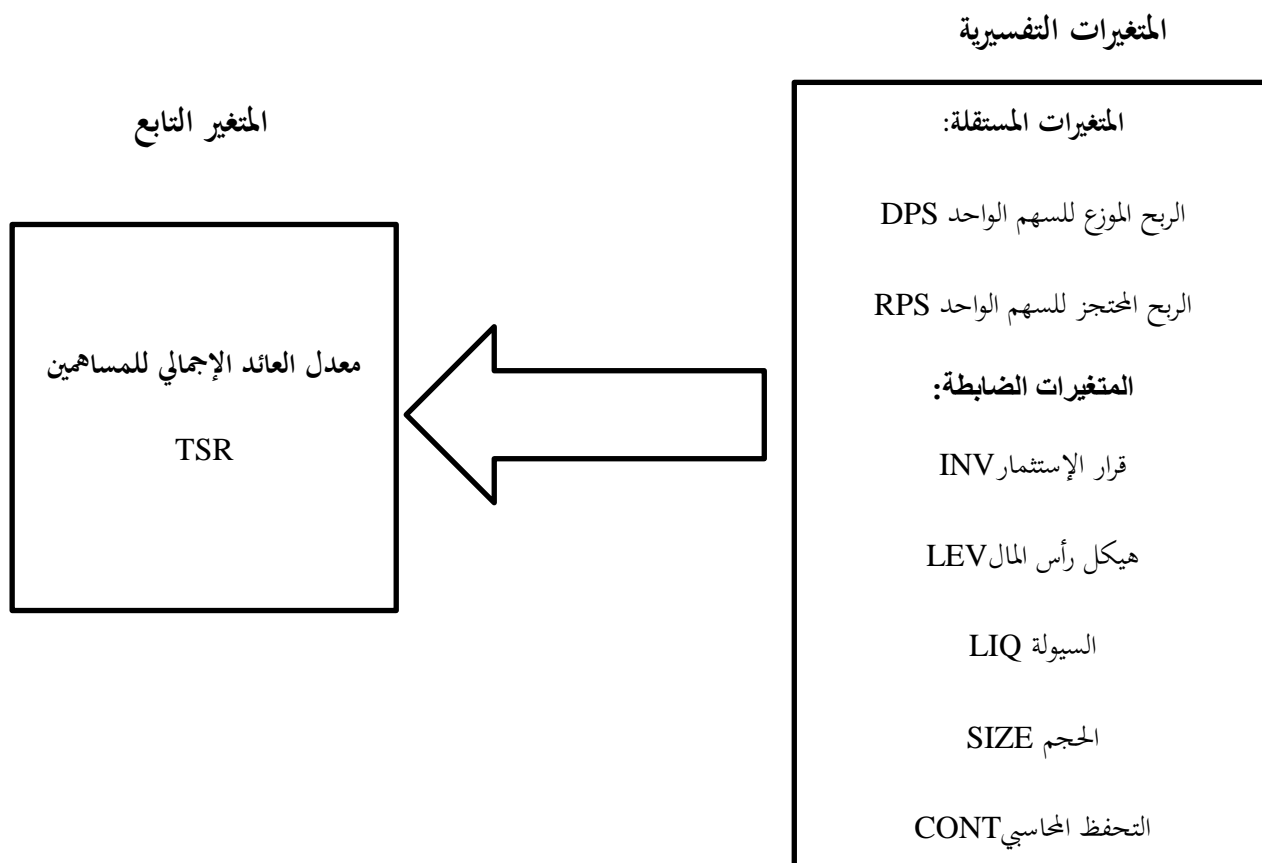
$SIZE_{it}$: يمثل حجم الشركة i في الفترة الزمنية t ؛

$CONT_{it}$: يمثل درجة التحفظ المحاسبي للشركة i عند الفترة الزمنية t .

ويمكن التعبير عن النموذج الرياضي السابق من خلال الشكل التالي:

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

الشكل رقم (3-10): نموذج TSR



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الدراسات السابقة

ثانياً: نموذج الإنحدار الخطي المتعدد MVA

بهدف إختبار الفرضية الرئيسية الثانية وفق التحليل الساكن لبيانات البانل تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد وفق المعادلة التالية :

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 RPS_{it} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 CONT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3-14)$$

حيث:

β_0 : الحد الثابت ؛

β_i : معاملات الإنحدار للمتغيرات التفسيرية ؛

MVA_{it} : تمثل القيمة السوقية المضافة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

DPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

RPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

INV_{it} : يمثل قرار الإستثمار للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LEV_{it} : يمثل نسبة الديون طويلة الأجل للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

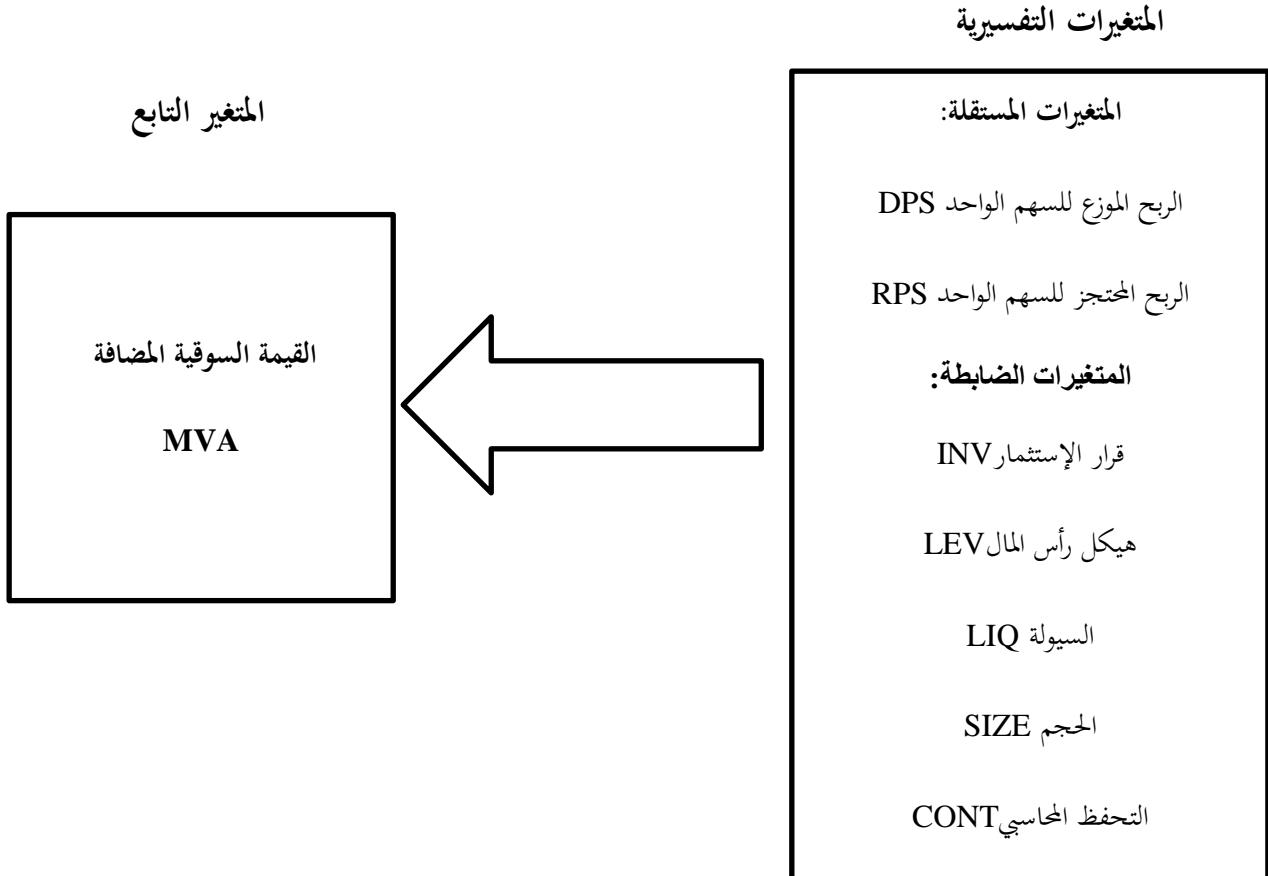
LIQ_{it} : تمثل نسبة السيولة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

$SIZE_{it}$: يمثل حجم الشركة i في الفترة الزمنية t ؛

$CONT_{it}$: يمثل درجة التحفظ المحاسبي للشركة i عند الفترة الزمنية t .

و يمكن التعبير عن النموذج الرياضي السابق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(3-11): نموذج MVA



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الدراسات السابقة

المطلب الثاني: تقدير واختبار نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن

بعد بناء نماذج الدراسة وعرضها في المطلب السابق سيتم تقدير واختبار نماذج الدراسة وفق التحليل

الساكن لبيانات البانل.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

أولاً: نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين TSR

1. عرض نماذج TSR الثلاثة

ترتكز بيانات البانل على المفاضلة بين ثلاث نماذج أساسية وهي نموذج الإنحدار التجميعي (PM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM) بالإضافة إلى نموذج الآثار العشوائية (REM)، وعليه سيتم عرض كل من نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية وكذلك نموذج الآثار الثابتة بالنسبة لنموذج TSR، وذلك قبل المفاضلة بين النماذج الثلاثة لإختيار النموذج الملائم لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، ويمكن عرض نتائج النماذج الثلاثة لبيانات البانل وفق التحليل الساكن الخاصة بنموذج TSR من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-6): عرض نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

نموذج TSR

| Dependent Variable : TSR | | | | | | | | | |
|--|-----------------------------|------------|-------------|---|------------|-------------|-----------------------------|------------|-------------|
| Period included : 13 | | | | | | | | | |
| Cross-Section included : 46 | | | | | | | | | |
| Total Panel (balanced) observation : (46*13) 598 | | | | | | | | | |
| Variables | Method: Panel Least Squares | | | Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) | | | Method: Panel Least Squares | | |
| | نموذج الإنحدار التجميعي | | | نموذج الآثار العشوائية | | | نموذج الآثار الثابتة | | |
| | PM | | | REM | | | FEM | | |
| | Coef | Std. Error | t-Statistic | Coef | Std. Error | t-Statistic | Coef | Std. Error | t-Statistic |
| Const | 0.024503** (0.0466) | 0.012287 | 1.994236 | 0.027521* (0.0628) | 0.014763 | 1.864193 | 0.083929*** (0.0087) | 0.031863 | 2.634078 |
| DPS | 0.006864*** (0.0004) | 0.001942 | 3.534154 | 0.006499*** (0.0036) | 0.002227 | 2.918789 | 0.005294* (0.0772) | 0.002990 | 1.770290 |
| RPS | -1.76E-05 (0.9260) | 0.000190 | - | -0.000137 (0.5008) | 0.000204 | -0.673631 | -0.000255 (0.2804) | 0.000236 | - |
| INV | 0.009394** (0.0250) | 0.004182 | 2.246418 | 0.009420* (0.0782) | 0.005340 | 1.764147 | -0.007806 (0.5879) | 0.014396 | - |
| LEV | 0.020497*** (0.0034) | 0.006974 | 2.938994 | 0.019982** (0.0142) | 0.008124 | 2.459621 | 0.009577 (0.3884) | 0.011095 | 0.863212 |
| LIQ | 0.000936 (0.3594) | 0.001020 | 0.917177 | 0.001534 (0.1955) | 0.001184 | 1.295870 | 0.003382** (0.0384) | 0.001629 | 2.075921 |
| SIZE | -0.004196** (0.0185) | 0.001776 | - | -0.004640** (0.0235) | 0.002043 | -2.271226 | -0.006175** (0.0378) | 0.002966 | - |
| CONT | 0.005799*** (0.0021) | 0.001877 | 3.089358 | 0.006630*** (0.0027) | 0.002198 | 3.017124 | 0.007803** (0.0102) | 0.003027 | 2.577757 |
| R-squared | 0.061425 | | | 0.047147 | | | 0.210884 | | |
| F-Statistic | 5.516065 | | | 4.170482 | | | 2.800895 | | |
| Prob(F-statistic) | 0.000004 | | | 0.000170 | | | 0.000000 | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

يبين الجدول رقم (3-6) نتائج تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وفق التحليل الساكن، وذلك لعينة مكونة من 46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة من 2009 إلى غاية 2021، ووفقا لنماذج البانل يتم تقدير النماذج الثلاثة المتمثلة في نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة وبعدها يتم المفاضلة بين هذه النماذج من خلال إجراء إختبارات للوصول إلى النموذج الملائم للدراسة، إذ يتضح من الجدول رقم (3-6) أن النماذج الثلاثة لنماذج البانل تتمتع بمعنوية كلية حيث تشير القيمة الإحتمالية ليفشر إلى أقل من 5% بالنسبة للنماذج الثلاث كما يشير معامل التحديد لنموذج الإنحدار التجميعي إلى 6.14% وهي نسبة ضعيفة جدا ولا تعبر عن جودة النموذج كذلك بالنسبة لنموذج الآثار العشوائية الذي كان معامل التحديد الخاص به يساوي 4.71% وهي كذلك نسبة ضعيفة جدا وتعبر عن أن النموذج ليس ذو جودة، أما نموذج الآثار الثابتة فكان معامل التحديد يساوي 21.08% وهذه النسبة مقبولة جدا الأمر الذي يعطي صورة أولية بأن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم للدراسة لكن لا يمكن الحكم بصفة نهائية إلا بعد إجراء الإختبارات الضرورية من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل وفق التحليل الساكن.

2. إختيار النموذج الملائم للدراسة

بهدف الوصول إلى النموذج الملائم للدراسة من بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل يتوجب إجراء بعض الإختبارات، وقد تم الإعتماد على برنامج Gretl الذي يتيح الحصول على نتائج الإختبارات مع بعضها (Panel Specification) وفق الخطوات التالية:

1.2. إختبار فيشر المقيّد

يقوم إختبار فيشر المقيّد على الفرضية الصفرية والفرضية البديلة كما يلي:

الفرضية الصفرية H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم ؛

الفرضية البديلة H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

وحسب الفرضيتين السابقتين فإن هذا الإختبار يتم إجراؤه بغرض المفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، ولتحقيق هذا الغرض تم الإعتماد على برنامج Gretl لإجراء إختبار فيشر المقيّد وكانت النتائج كالتالي:

$$F(45, 545) = 2.29386 \text{ with p-value } 0.0000$$

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

أثبتت نتائج اختبار فيشر المقيّد أن القيمة الإحصائية تساوي $p\text{-value}=0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تفترض أنّ نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

2.2. اختبار Breusch Pagan (1979)

يتم إجراء اختبار Breusch Pagan (1979) للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية، ويعتمد هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم؛

الفرضية البديلة H_1 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

ولإختبار الفرضيتين تم الإعتماد على برنامج Gretl وأعطى النتائج التالية:

$$\text{LM} = 16.7281 \text{ with } p\text{-value} = \text{prob}(\text{chi-square}(1) > 16.7281) = 0.0000$$

أثبتت نتائج اختبار Breusch Pagan أن القيمة الإحصائية لإحصائية LM $P\text{-value}=0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم للدراسة.

3.2. اختبار هوسمان (1978) Hausman

يستخدم اختبار Hausman (1978) بهدف المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة، ويرتكز على فرضيتين كما يلي:

الفرضية الصفرية H_0 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم؛

الفرضية البديلة H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

لإجراء هذا الاختبار تم الإعتماد على برنامج Gretl وكانت النتيجة كما يلي:

$$\text{H} = 14.0815 \text{ with } p\text{-value} = \text{prob}(\text{chi-square} (7) > 14.0815) = 0.0497$$

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

أظهرت نتائج إختبار هوسمان أن القيمة الإحتمالية لهذا الإختبار تساوي $p\text{-value}=0.0497$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تفترض أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

ويمكن تلخيص نتائج الإختبارات التي تم إجراؤها بغرض المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل للوصول إلى النموذج الملائم للدراسة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-7): المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل

| الإختبارات | الفرضيات | نتائج الإختبارات | إختبار الفرضيات |
|-----------------------------|---|--|---|
| إختبار Breusch Pagan (1979) | H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم H_1 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم | LM = 16.7281 with p-value = prob(chi-square(1) > 16.7281) = 4.31368e-005 | p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم |
| إختبار فيشر المقيد | H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم | F(45, 545) = 2.29386 with p-value = 7.92822e-006 | p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 وبالتالي نموذج الآثار الثابتة هو الملائم |
| إختبار Hausman (1978) | H_0 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم | H = 14.0815 with p-value = prob(chi-square(7) > 14.0815) = 0.0497499 | p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم |

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Gretl

وعليه وبناء على نتائج الإختبارات للمفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وفق التحليل الساكن لبيانات البانل وهو ما يقودنا لإختبار نموذج الآثار الثابتة .

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

3. إختبار نموذج الآثار الثابتة

بعد إجراء إختبارات المفاضلة بين النماذج الأساسية لبيانات البانل تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم للدراسة وقد كانت نتائجه كما هو مبين في الجدول رقم (3-8) وذلك لعينة مكونة من 46 شركة لفترة زمنية من 2009 إلى غاية 2021 وبالتالي نكون أمام 598 مشاهدة.

الجدول رقم (3-8): نتائج نموذج الآثار الثابتة

| Dependent Variable : TSR | | | | |
|--|-----------------|------------------------------------|-------------|---------------|
| Method: Panel Least Squares | | | | |
| Sample: 2009 2021 | | | | |
| Periods included: 13 | | | | |
| Cross-sections included: 46 | | | | |
| Total panel (balanced) observations: 598 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob |
| Const | 0.083929*** | 0.031863 | 2.634078 | 0.0087 |
| DPS | 0.005294* | 0.002990 | 1.770290 | 0.0772 |
| RPS | -0.000255 | 0.000236 | -1.080496 | 0.2804 |
| INV | -0.007806 | 0.014396 | -0.542210 | 0.5879 |
| LEV | 0.009577 | 0.011095 | 0.863212 | 0.3884 |
| LIQ | 0.003382** | 0.001629 | 2.075921 | 0.0384 |
| SIZE | -0.006175** | 0.002966 | -2.082190 | 0.0378 |
| CONT | 0.007803** | 0.003027 | 2.577757 | 0.0102 |
| R-squared | 0.210884 | | | |
| Durbin- Watson | 1.875600 | | | |
| F-Statistic | 2.800895 | Prob (F-statistic) = 0.0000 | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

بعد تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد تأتي مرحلة التأكد من صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية وكذلك من الناحية القياسية (مشكلة عدم ثبات التباين Test Heteroskedasticity ومشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء Test Autocorrelation).

1.3. إختبار المعنوية الكلية للنموذج

يهدف إختبار المعنوية الكلية للنموذج يتم إستخدام إختبار فيشر F (بخت و فتح الله ، 2007، الصفحات 168-169)، فبالنظر إلى أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر تساوي $Prob=0.0000$ وهي أقل من 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 و نقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وبالتالي فإن نموذج الدراسة ذو معنوية كلية وهذا يعني أنه يوجد متغير مستقل على الأقل له تأثير على المتغير التابع وهو ما يتم ملاحظته من خلال الجدول رقم (3-8) إذ توجد أربع متغيرات تفسيرية لها تأثير على معدل العائد الإجمالي للمساهمين .

2.3. إختبار جودة النموذج

يتم إختبار جودة النموذج من خلال معامل التحديد R-squared (طعمة و خنوش، 2009، صفحة 332) ، وبناء على نتائج الجدول رقم (3-8) فإن نموذج الدراسة يتمتع بجودة لأن قيمة معامل التحديد تساوي 21.08% وهي نسبة مقبولة إذ أن المتغيرات التفسيرية المقترحة في النموذج تفسر ما نسبته 21.08% من التغيرات التي تحدث في معدل العائد الإجمالي للمساهمين أما النسبة المتبقية فتعود إلى عوامل أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

3.3. إختبار معنوية المعالم

يتم إختبار معنوية المعالم عن طريق إختبار (t) (عناي ، 2009، صفحة 184)، وبناء على نتائج الجدول رقم (3-8) نلاحظ أن كل من نصيب السهم الواحد من التوزيعات والسيولة وحجم الشركة والتحفيز المحاسبي ذات معنوية لأن جميع القيم الإحتمالية لها أقل من 5% أو 10% بينما باقي المتغيرات (الأرباح المحتجزة للسهم الواحد، قرار الإستثمار، هيكل رأس المال) ليس لها تأثير معنوي حتى عند 10% على معدل العائد الإجمالي للمساهمين.

4.3. إختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity)

بغرض إختبار عدم وجود ثبات في تباين حدود الخطأ تم إستخدام إحصائية Wald، وفق الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية H_0 : وجود ثبات في التباين للأخطاء ؛

الفرضية البديلة H_1 : عدم وجود ثبات للتباين في الأخطاء.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

تم إجراء هذا الإختبار عن طريق برنامج Gretl وتم الحصول على النتائج التالية:

$$\text{Chi-square}(46) = 13815, \text{ with p-value} = 0$$

تشير نتائج إحصائية Wald إلى أن القيمة الإحتمالية تساوي $p\text{-value} = 0$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على عدم ثبات في تباين الأخطاء.

5.3. إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation)

إن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء يعني وجود علاقة ارتباط بين القيمة الحالية والقيمة السابقة للمتغير العشوائي (جلاطو، 2009، صفحة 103)، و بهدف إختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه تم إجراء إختبار Wooldridge الذي يعتمد على الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية H_0 : لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء؛

الفرضية البديلة H_1 : يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

تم الإعتماد على برنامج Gretl لإجراء هذا الإختبار وكانت النتائج كالتالي:

$$\text{Test statistic: } F(1, 45) = 5.20166 \text{ with p-value} = P(F(1, 45) > 5.20166) = 0.0273518$$

أثبتت نتائج إختبار Wooldridge أن القيمة الإحتمالية تساوي $p\text{-value} = 0.0273$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي فإنه يتم رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

ويمكن تلخيص نتائج إختبار نموذج الآثار الثابتة والإختبارات المستخدمة في إجراء هذه الإختبارات في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-9): نتائج إختبار نموذج الآثار الثابتة

| الإختبارات | نوع الإختبار | الفرضيات | إختبار الفرضيات |
|--------------------------------|-----------------|---|--|
| إختبار المعنوية الكلية للنموذج | إختبار فيشر (F) | H_0 : عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع H_1 : وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع | Prob (F-statistic) = 0.0000 < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 و هذا يعني وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع |

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

| | | | |
|--|--|--------------------|--|
| $\beta_i \neq 0$ | $\beta_i = 0$: H_0 | إختبار ستيودنت (t) | إختبار معنوية المعامل |
| نرفض H_0 ونقبل H_1 | $\beta_i \neq 0$: H_1 | | |
| p-value = 0 < 5% | H_0 : وجود ثبات في تباين الأخطاء | إختبار Wald | إختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity) |
| نرفض H_0 ونقبل H_1 وبالتالي وجود عدم ثبات في تباين الأخطاء | H_1 : عدم وجود ثبات في تباين الأخطاء | | |
| p-value = 0.0000 < 5% | H_0 : عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء | إختبار Wooldridg | إختبار الإرتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation) |
| نرفض H_0 ونقبل H_1 التي تنص على وجود إرتباط ذاتي للأخطاء | H_1 : وجود إرتباط ذاتي للأخطاء | | |

المصدر: من إعداد الباحثة

وعليه فقد أثبتت نتائج الإختبارات أن نموذج الآثار الثابتة يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين وكذلك مشكلة الإرتباط الخطي للأخطاء و هو ما يستوجب تصحيح نموذج الدراسة لإعطاء نتائج صحيحة.

ثانيا: نموذج القيمة السوقية المضافة MVA

1. عرض نماذج MVA الثلاثة

سيتم عرض كل من نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية وكذلك نموذج الآثار الثابتة بالنسبة لنموذج MVA وذلك قبل المفاضلة بين النماذج الثلاث لإختيار النموذج الملائم لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية المضافة، ويمكن عرض نتائج النماذج الثلاثة لبيانات البانل وفق التحليل الساكن الخاصة بنموذج MVA من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-10): عرض نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية لنموذج

MVA

| Dependent Variable : MVA | | | | | | | | | |
|--|-----------------------------|------------|-------------|---|------------|-------------|-----------------------------|------------|-------------|
| Period included : 13 | | | | | | | | | |
| Cross-Section included : 46 | | | | | | | | | |
| Total Panel (balanced) observation : (46*13) 598 | | | | | | | | | |
| Variables | Method: Panel Least Squares | | | Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) | | | Method: Panel Least Squares | | |
| | نموذج الإنحدار التجميعي | | | نموذج الآثار العشوائية | | | نموذج الآثار الثابتة | | |
| | PM | | | REM | | | FEM | | |
| | Coef | Std. Error | t-Statistic | Coef | Std. Error | t-Statistic | Coef | Std. Error | t-Statistic |
| Const | - | 10.83292 | - | - | 14.62497 | - | -175.4204 | 20.50085 | - |
| | 53.45091*** | | 4.934118 | 112.7077*** | | 7.706525 | (0.0000) | | 8.556738 |
| | (0.0000) | | | (0.0000) | | | | | |
| DPS | 14.42659*** | 1.712405 | 8.424752 | 13.16063*** | 1.770899 | 7.431613 | 13.91670*** | 1.924072 | 7.232941 |

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

| | | | | | | | | | |
|--------------------------|------------------------------|----------|---------------|------------------------------|----------|---------------|------------------------------|----------|---------------|
| | (0.0000) | | | (0.0000) | | | (0.0000) | | |
| RPS | 0.702022*** (0.0000) | 0.167210 | 4.198458 | 0.073159 (0.6185) | 0.146844 | 0.498211 | -0.081939 (0.5896) | 0.151814 | - 0.539733 |
| INV | 18.65153*** (0.0000) | 3.686827 | 5.058966 | 5.234295 (0.3811) | 5.971162 | 0.876596 | 19.05039** (0.0402) | 9.262418 | 2.056741 |
| LEV | - 23.52500*** (0.0001) | 6.148686 | - 3.826021 | -2.124042 (0.7452) | 6.532207 | - 0.325165 | 11.81648* (0.0984) | 7.138380 | 1.655344 |
| LIQ | 1.060712 (0.2389) | 0.899705 | 1.178955 | -1.808690* (0.0616) | 0.965886 | - 1.872572 | - 3.225677*** (0.0022) | 1.048136 | - 3.077536 |
| SIZE | 3.613174** (0.0213) | 1.565481 | 2.308027 | 14.08189*** (0.0000) | 1.698108 | 8.292692 | 16.99642*** (0.0000) | 1.908101 | 8.907505 |
| CONT | -10.0369*** (0.0000) | 1.654986 | - 6.064675 | - 9.968109*** (0.0000) | 1.791481 | - 5.564172 | - 8.315280*** (0.0000) | 1.947594 | - 4.269513 |
| R-squared | | 0.372864 | | | 0.327162 | | | 0.719193 | |
| F-Statistic | | 50.11207 | | | 40.98316 | | | 26.84294 | |
| Prob(F-statistic) | | 0.000000 | | | 0.000000 | | | 0.000000 | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

يبيّن الجدول رقم (3-10) نتائج النماذج الثلاثة لبيانات البانل وما يمكن ملاحظته من خلال الجدول السابق أن النماذج الثلاثة تتمتع بمعنوية كلية وهو ما يعبر عن صلاحية النماذج الثلاثة حيث كانت القيمة الإحتمالية لفيشر Prob (F-statistic) تساوي الصفر بالنسبة لكل من نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية وكذلك نموذج الآثار الثابتة، بينما معامل التحديد فقدر ب37.28% في نموذج الإنحدار التجميعي وهي نسبة مقبولة جدا بينما في نموذج الآثار العشوائية فكانت نسبة معامل التحديد 32.71% وهي كذلك نسبة مقبولة جدا، أما بالنسبة لنموذج الآثار الثابتة فقدر معامل التحديد 71.91% وهي نسبة جيدة جدا، الأمر الذي يعطي صورة مبدئية بأن النموذج الملائم للدراسة هو نموذج الآثار الثابتة، إلا أنه لا يمكن الحكم نهائيا إلا بعد القيام بالإختبارات المطلوبة من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة لنماذج البانل.

2. إختيار النموذج الملائم للدراسة

يتوجب إجراء بعض الإختبارات بغرض المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل للوصول إلى النموذج الملائم للدراسة، وقد تم الإعتماد على برنامج Gretl الذي يتيح الحصول على نتائج الإختبارات مع بعضها (Panel Specification) وفق الخطوات التالية:

1.2. إختبار فيشر المقيّد

يقوم إختبار فيشر المقيّد على الفرضية الصفرية والفرضية البديلة كمايلي:

الفرضية الصفرية H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم ؛

الفرضية البديلة H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

وحسب الفرضيتين السابقتين فإن هذا الإختبار يتم إجراؤه بغرض المفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، ولتحقيق هذا الغرض تم الإعتماد على برنامج Gretl لإجراء إختبار فيشر المقيّد و كانت النتائج كالتالي:

$$F(45, 545) = 14.937 \text{ with p-value } 0.0000$$

أثبتت نتائج إختبار فيشر المقيّد أن القيمة الإحتمالية تساوي $p\text{-value}=0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تفترض أنّ نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

2.2. إختبار Breusch Pagan (1979)

يتم إجراء إختبار Breusch Pagan (1979) للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية، ويعتمد هذا الإختبار على الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم ؛

الفرضية البديلة H_1 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

ولإختبار الفرضيتين تم الإعتماد على برنامج Gretl وأسفر على النتائج التالية:

$$LM = 567.789 \text{ with p-value} = \text{prob}(\text{chi-square}(1) > 567.789) = 0.0000$$

أثبتت نتائج إختبار Breusch Pagan أن $P\text{-value}=0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم للدراسة.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

3.2. إختبار هوسمان (1978) Hausman

يستخدم إختبار Hausman (1978) بهدف المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة، ويرتكز على فرضيتين كما يلي:

الفرضية الصفرية H_0 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم؛
الفرضية البديلة H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

لإجراء هذا الإختبار تم الإعتماد على برنامج Gretl وكانت النتيجة كما يلي:

$$H = 56.3847 \text{ with p-value} = \text{prob}(\text{chi-square}(7) > 56.3847) = 0.0000$$

أظهرت نتائج إختبار هوسمان أن القيمة الإحتمالية لهذا الإختبار تساوي $p\text{-value}=0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تفترض أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة.

ويمكن تلخيص نتائج الإختبارات التي تم إجراؤها بغرض المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل للوصول إلى النموذج الملائم للدراسة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-11): المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل

| الإختبارات | الفرضيات | نتائج الإختبارات | إختبار الفرضيات |
|-----------------------------|---|---|---|
| إختبار Breusch Pagan (1979) | H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم H_1 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم | LM = 567.789 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(1) > 567.789) = 1.69888\text{e-}125$ | p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم |
| إختبار فيشر المقيد | H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم | F(45, 545) = 14.937 with p-value 5.66495e-069 | p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 وبالتالي نموذج الآثار الثابتة هو الملائم |
| إختبار Hausman (1978) | H_0 : نموذج الآثار العشوائية هو الملائم H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو الملائم | H = 56.3847 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(7) > 56.3847) = 7.92104\text{e-}010$ | p-value < 5% نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم |

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Gretl

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

من خلال الإختبارات التي تم إجراؤها تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية المضافة.

3. إختبار نموذج الآثار الثابتة

بعد إجراء إختبارات المفاضلة بين النماذج الأساسية لبيانات البانل إتضح أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم للدراسة وقد كانت نتائجه كما هو مبين في الجدول رقم (3-12) وذلك لعينة مكونة من 46 شركة لفترة زمنية من 2009 إلى غاية 2021 و بالتالي نكون أمام 598 مشاهدة.

الجدول رقم (3-12): نتائج نموذج الآثار الثابتة

| Dependent Variable: MVA | | | | |
|--|-----------------|------------------------------------|-------------|--------|
| Method: Panel Least Squares | | | | |
| Sample: 2009 2021 | | | | |
| Periods included: 13 | | | | |
| Cross-sections included: 46 | | | | |
| Total panel (balanced) observations: 598 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob |
| Const | -175.4204*** | 20.50085 | -8.556738 | 0.0000 |
| DPS | 13.91670*** | 1.924072 | 7.232941 | 0.0000 |
| RPS | -0.081939 | 0.151814 | -0.539733 | 0.5896 |
| INV | 19.05039** | 9.262418 | 2.056741 | 0.0402 |
| LEV | 11.81648* | 7.138380 | 1.655344 | 0.0984 |
| LIQ | -3.225677*** | 1.048136 | -3.077536 | 0.0022 |
| SIZE | 16.99642*** | 1.908101 | 8.907505 | 0.0000 |
| CONT | -8.315280*** | 1.947594 | -4.269513 | 0.0000 |
| R-squared | 0.719193 | | | |
| Durbin- Watson | 0.376341 | | | |
| F-Statistic | 26.84294 | Prob (F-statistic) = 0.0000 | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

بعد تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد الخاص بالقيمة الإقتصادية المضافة، سيتم إختبار صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية وكذلك من الناحية القياسية (مشكلة عدم ثبات التباين Test Heteroskedasticity ومشكلة الإرتباط الذاتي للأخطاء Test Autocorrelation).

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

1.3. إختبار المعنوية الكلية للنموذج

تشير القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر تساوي $Prob = 0.0000$ وهي أقل من 5 %، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات التفسيرية والقيمة السوقية المضافة وبالتالي فإن نموذج الدراسة ذو معنوية كلية وهذا يعني أنه يوجد متغير تفسيري على الأقل له تأثير على المتغير التابع، وهو ما يتم ملاحظته من خلال الجدول رقم (3-12) حيث جميع المتغيرات التفسيرية لها تأثير على القيمة السوقية المضافة ماعدا متغير RPS (بجيت و فتح الله ، 2007، الصفحات 168-169).

2.3. إختبار جودة النموذج

تشير نتائج الجدول رقم (3-12) أن نموذج الدراسة يتمتع بجودة لأن قيمة معامل التحديد R-squared تساوي 71.91 %، والتي تعني أن المتغيرات التفسيرية المتضمنة في النموذج تفسر ما نسبته 71.91 % من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية المضافة والنسبة المتبقية تعود إلى عوامل أخرى لم تدرج في النموذج.

3.3. إختبار معنوية المعالم

يتم إختبار معنوية المعالم عن طريق إختبار (t) وبناء على نتائج الجدول رقم (3-12) فإن جميع المتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج ذات معنوية عند 1% و 5% و 10% ماعدا متغير RPS.

4.3. إختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity)

بغرض إختبار عدم وجود ثبات في تباين حدود الخطأ تم إستخدام إحصائية Wald ، وفق الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية H_0 : وجود ثبات في التباين للأخطاء ؛

الفرضية البديلة H_1 : عدم وجود ثبات للتباين في الأخطاء.

تم إجراء هذا الإختبار عن طريق برنامج Gretl وتم الحصول على النتائج التالية:

$$\text{Chi-square}(46) = 337691, \text{ with p-value} = 0$$

تشير نتائج إحصائية Wald إلى أن القيمة الإحتمالية تساوي $p\text{-value} = 0$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5 % وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على عدم ثبات في تباين الأخطاء.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

5.3. إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation)

يهدف إختبار وجود إرتباط ذاتي للأخطاء من عدمه تم إجراء إختبار Wooldridge الذي يعتمد على الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية H_0 : لا يوجد إرتباط ذاتي للأخطاء ؛

الفرضية البديلة H_1 : يوجد إرتباط ذاتي للأخطاء.

تم الإعتماد على برنامج Gretl لإجراء هذا الإختبار وكانت النتائج كالتالي:

Test statistic: $F(1, 45) = 41.7776$ with p-value = $P(F(1, 45) > 41.7776) = 0.0000$

أثبتت نتائج إختبار Wooldridg أنّ القيمة الإحتمالية تساوي $p\text{-value} = 0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وبالتالي فإنه يتم رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود إرتباط ذاتي للأخطاء.

ويمكن تلخيص نتائج إختبار نموذج الآثار الثابتة والإختبارات المستخدمة في إجراء هذه الإختبارات في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-13): نتائج إختبار نموذج الآثار الثابتة

| الإختبارات | نوع الإختبار | الفرضيات | إختبار الفرضيات |
|--|-------------------|--|--|
| إختبار المعنوية الكلية للنموذج | إختبار فيشر (F) | H_0 : عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع | Prob (F-statistic) = $0.0000 < 5\%$ نرفض H_0 ونقبل H_1 و هذا يعني وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع |
| إختبار معنوية المعامل | إختبار ستودنت (t) | $H_0: \beta_i = 0$ $H_1: \beta_i \neq 0$ | $\beta_i \neq 0$ نرفض H_0 ونقبل H_1 |
| إختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity) | إختبار Wald | H_0 : وجود ثبات في تباين الأخطاء H_1 : عدم وجود ثبات في تباين الأخطاء | p-value = $0 < 5\%$ نرفض H_0 ونقبل H_1 و بالتالي وجود عدم ثبات في تباين الأخطاء |

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

| الأخطاء | | |
|--|------------|--|
| إختبار الإرتباط الذاتي لإختبار للأخطاء (Autocorrelation) | Wooldridge | H_0 : عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء |
| | | H_1 : وجود إرتباط ذاتي للأخطاء |
| | | نرفض H_0 ونقبل H_1 التي تنص على وجود إرتباط ذاتي للأخطاء |
| | | $p\text{-value} = 0.0000 < 5\%$ |

المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال نتائج إختبارات نموذج الآثار الثابتة تبين وجود مشكلة الإرتباط الخطي للأخطاء (Autocorrelation) وكذلك مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)، وبالتالي يجب تصحيح نموذج الدراسة من أجل الحصول على نتائج جيدة.

المطلب الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة وفق التحليل الساكن

بعد تقدير نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن لبيانات البانل وإجراء إختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاث لبيانات البانل تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم للدراسة لكلا النموذجين (MVA وTSR) وقد أعطت نتائج إختبار صلاحية النموذجين وجود مشكلة عدم ثبات التباين وكذلك مشكلة الإرتباط الخطي للأخطاء مما إستوجب تصحيح النموذجين للوصول إلى النماذج النهائية للدراسة التي تبرز نتائج الدراسة بهدف تفسيرها ومناقشتها، وهو ما سيتم عرضه في هذا المطلب.

أولاً: عرض ومناقشة نتائج الدراسة لنموذج TSR

1. عرض نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح لنموذج TSR

تم الإشارة في المطلب السابق أن نموذج الآثار الثابتة يعاني من مشكلة الإرتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation) وكذلك مشكلة عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity)، ويهدف الوصول إلى نتائج جيدة ومؤكدّة تم تصحيح نموذج الدراسة بإستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لبيانات البانل (PCSE) Panel-Corrected Standard Errors والتي تم إقتراحها من قبل (Nathaniel & N.Katz, 1995, p. 638) وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول أدناه.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

الجدول رقم (3-14): نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح

| Dependent Variable: TSR | | | | |
|--|-----------------|------------------------------------|-------------|--------|
| Method: Panel EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Sample: 2009 2021 | | | | |
| Periods included: 13 | | | | |
| Cross-sections included: 46 | | | | |
| Total panel (balanced) observations: 598 | | | | |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
| Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (no d.f. correction) | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob |
| Const | 0.069172*** | 0.020966 | 3.299176 | 0.0010 |
| DPS | 0.003735*** | 0.001250 | 2.988257 | 0.0029 |
| RPS | -0.000164 | 0.000166 | -0.982576 | 0.3263 |
| INV | 0.003169 | 0.009250 | 0.342640 | 0.7320 |
| LEV | 0.004635 | 0.006767 | 0.684911 | 0.4937 |
| LIQ | 0.002795*** | 0.000945 | 2.956757 | 0.0032 |
| SIZE | - | 0.002015 | -3.507518 | 0.0005 |
| | 0.007066*** | | | |
| CONT | 0.005631** | 0.002602 | 2.163667 | 0.0309 |
| R-squared | 0.399490 | | | |
| F-Statistic | 6.972347 | Prob (F-statistic) = 0.0000 | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

2. مناقشة نتائج أثر سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وفق التحليل الساكن

لبيانات البنائ

بناء على نتائج الجدول رقم (3-14) الذي يتضمن النموذج النهائي للدراسة يتضح أن النموذج ذو معنوية كلىة وهو ما تثبتته القيمة الإحتمالية لفيشر Prob (F-statistic)= 0.0000، كما أن المتغيرات التفسيرية لنموذج الدراسة (نصيب السهم الواحد من التوزيعات، نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة، قرار الإستثمار، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمال الأصول، السيولة، حجم الشركة، وكذلك التحفظ المحاسبي) تفسر ما يقارب 40% من التغيرات التي تحصل في معدل العائد الإجمالي للمساهمين وهذه النسبة جيدة وتعبّر عن قوة

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وجودة النموذج المقترح الأمر الذي يقودنا إلى مناقشة وتفسير نتائج الدراسة وفق التحليل الساكن على النحو التالي:

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين فبالنظر إلى قيمة المعامل 0.0037 كما أن القيمة الإحصائية لهذا المتغير تساوي 0.0029 وهي أقل من مستوى المعنوية 1% وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وعليه فزيادة التوزيعات النقدية ب1% يؤدي إلى زيادة في معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.0037%، وهذا يعني أن حصول المساهمين على توزيعات نقدية يؤدي إلى تعظيم ثروتهم، وهذه النتيجة منطقية بالنظر إلى أن معدل العائد الإجمالي للمساهمين يعبر عن مجموع العوائد التي يحصل عليها المساهمين سواء كانت هذه العوائد في شكل أرباح رأسمالية أو في شكل توزيعات نقدية أي أن التوزيعات النقدية في الأصل تعبر عن ثروة المساهم فزيادتها تؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين، لكن هذه النتيجة لا تتفق مع نظرية M&M(1961) التي تقضي بجمادية سياسة توزيع الأرباح وتتفق مع نظرية Gorden(1962) التي تشير إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين وترى أن زيادة التوزيعات يؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين من خلال تقليل تكلفة رأس المال كما تتفق هذه النتيجة مع نظرية الإشارة التي تقترح إمكانية استخدام التوزيعات كإشارة عن الوضعية الحالية والمستقبلية للشركة وبالتالي فزيادة التوزيعات يعتبر إشارة إيجابية وينعكس بالإيجاب على زيادة القيمة السوقية للسهم وبالتالي زيادة الأرباح الرأسمالية لكل مساهم ومنه ثروة المساهمين، وتدعم هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Ullah, Suliman, Nargas, & Ullah, 2021) ودراسة (Agila & Jerinabi, 2018).

عدم وجود تأثير لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ تشير القيمة الإحصائية لهذا المتغير إلى القيمة 0.3263 وهي غير معنوية حتى عند 10%، وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين"، وبالتالي فإن أي زيادة أو انخفاض في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة لن ينجر عنه أي زيادة أو انخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهمين (ثروة المساهمين) وهذا بالرغم من وجود علاقة سلبية بين المتغيرين إلا أنها غير معنوية، وهي نفس النتيجة التي توصلت لها دراسة (Sarwar, 2013) ودراسة (OGUNSEYE & ENIOLA, 2020).

عدم وجود تأثير لقرار الإستثمار معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ تشير القيمة الإحصائية لهذا المتغير إلى القيمة 0.7320 وهي غير معنوية حتى عند

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

10% وهذا يعني أن أيّ تغيير يحدث سواء بالزيادة أو النقصان في عدد الأسهم العادية لا يؤثر على معدل العائد الإجمالي للمساهمين الذي يعبر عن الثروة التي يحصل عليها المساهمين جراء إستثمار رؤوس أموالهم في الشركة، بالرغم من أن العلاقة إيجابية إلا أنّها غير معنوية، ويمكن تفسير ذلك في أن زيادة عدد الأسهم في الشركة يعني فتح الشركة لرأس مالها من أجل الإكتتاب الأمر الذي ينتج عنه دخول مساهمين جدد ما قد ينجر عنه إنتقال الثروة من المساهمين القدامى إلى المساهمين الجدد، وهذه النتيجة تتفق مع توصلت له دراسة (SHODIYA & al, 2019).

عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، أي أن التغيرات التي تحدث في معدل العائد الإجمالي للمساهمين لا نفسرها تماما التغيرات التي تحدث في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، وهو ما تشير إليه نتائج النموذج النهائي للدراسة بالرغم من أن العلاقة إيجابية إلا أنّها غير دالة إحصائيا حتى عند مستوى المعنوية 10% إذ تشير القيمة الإحتمالية لهذا المتغير إلى القيمة 0.4937.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% للسيولة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين إذ تؤدي زيادة نسبة السيولة ب1% إلى زيادة معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.002%، أي أن التحكم الجيد في نسب السيولة للشركات يعزز تعظيم الثروة للمساهمين فالسيولة الجيدة تجنب الشركات الإفلاس، فتحقيق الشركات للأرباح دون توفر السيولة لن يمكنها من دفع التوزيعات للمساهمين، بينما توفر السيولة في الشركة بدرجة معتبرة يعبر عن توفر تدفقات نقدية تمكنها من دفع التوزيعات للمساهمين مما يساهم في زيادة ثروة المساهمين من خلال زيادة التوزيعات التي يحصلون عليها، أي أن تحقيق الربح لا يكفي لتعظيم الثروة للمساهمين بل يستوجب توفر السيولة للحصول على التوزيعات.

وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين عند مستوى المعنوية 1%، وهذا يعني أن أي زيادة في حجم الأصول للشركة سترتب عنه إنخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ يشير الجدول (3-14) أن زيادة حجم الشركة ب1% سينجم عنه إنخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.007%، بمعنى أن زيادة أصول الشركة سيؤدي إلى إنخفاض في ثروة المساهمين معبرا عنها بمعدل العائد الإجمالي للمساهمين فقد تلجأ الشركات لتمويل توسعها في الأصول إلى الإقتراض الأمر الذي يعرضها لتكاليف أكثر وقيود أكثر إذ يؤدي تراكم التكاليف بدلا من توفيرها إلى تدمير ثروة المساهمين، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Korankye, 2013).

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحفظ المحاسبي على معدل العائد الإجمالي للمساهمين عند مستوى المعنوية 5%، إذ أن زيادة درجة إلتزام الشركة بالتحفظ المحاسبي ب1% يؤدي إلى زيادة معدل العائد الإجمالي

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

للمساهمين بـ 0.005%، وبالتالي فأي تغيير في درجة إلتزام الشركات بالتحفظ المحاسبي والذي تم قياسه من خلال نسبة القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى القيمة السوقية لها ينجر عنه تغير بطريقة طردية في معدل العائد الإجمالي للمساهمين، أي أن إلتزام الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 بالتحفظ المحاسبي يعزز خلق الثروة لمساهميها، والذي يعني أن الشركة مقيمة دفتريا (محاسبيا) بأقل من قيمتها الحقيقية وبالتالي فتحفظ الشركات في قوائمها المالية عن قيمتها الحقيقية (السوقية) يؤثر إيجابيا على أدائها أو ثروة مساهميها، فالتحفظ المحاسبي يلعب دور مهم في توفير المعلومات التي تعكس أداء الشركات ومركزها المالي، فإتباع سياسة محاسبية متحفظة يمكن أن يقلل من تكلفة حقوق الملكية والديون وحالة عدم اليقين في المعلومات المحاسبية الأمر الذي قد ينعكس إيجابيا على أداء الشركة، وهذه النتيجة لا تتفق ما توصلت إليه دراسة (Al-Fasfus, Al-Rawashdeh, Al-Theebbeh, & Al-Enabi, 2022)

ثانيا : عرض ومناقشة نتائج الدراسة لنموذج MVA

1. عرض نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح لنموذج MVA

لقد تم التوصل في المطلب السابق أن نموذج الآثار الثابتة يعاني من مشكلة الإرتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation) وكذلك مشكلة عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity) وبهدف الوصول إلى نتائج جيدة ومؤكدة تم تصحيح نموذج الدراسة بإستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة لبيانات البانل (PCSE) - Panel Corrected Standard Errors والتي تم إقتراحها من قبل (Nathaniel & N.Katz, 1995, p. 638) ، وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول الموالي

الجدول رقم (3-15): نتائج نموذج الآثار الثابتة المصحح

| Dependent Variable: MVA | | | | |
|---|--------------|------------|-------------|--------|
| Method: Panel EGLS (Cross-section weights) | | | | |
| Sample: 2009 2021 | | | | |
| Periods included: 13 | | | | |
| Cross-sections included: 46 | | | | |
| Total panel (balanced) observations: 598 | | | | |
| Linear estimation after one-step weighting matrix | | | | |
| Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (no d.f correction) | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob |
| Const | -120.5014*** | 8.499830 | -14.17691 | 0.0000 |
| DPS | 11.22701*** | 0.746410 | 15.04133 | 0.0000 |
| RPS | 0.266650*** | 0.075485 | 3.532487 | 0.0004 |

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

| | | | | |
|--------------------|-----------------|------------------------------------|-----------|---------------|
| INV | 6.044603** | 2.871337 | 2.105153 | 0.0357 |
| LEV | 15.77321*** | 2.384820 | 6.614004 | 0.0000 |
| LIQ | -0.337419 | 0.441561 | -0.764150 | 0.4451 |
| SIZE | 13.46584*** | 0.670655 | 20.07864 | 0.0000 |
| CONT | -5.571284*** | 0.826751 | -6.738770 | 0.0000 |
| R-squared | 0.850889 | | | |
| F-Statistic | 59.80754 | Prob (F-statistic) = 0.0000 | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Eviews10

2. مناقشة نتائج أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية المضافة وفق التحليل الساكن لبيانات البانل

يشير الجدول (3-15) إلى نتائج النموذج النهائي للدراسة وفق التحليل الساكن، إذ وبالنظر إلى القيمة الإحتمالية لفيشر و التي تساوي $\text{Prob (F-statistic) = 0.0000}$ فالنموذج النهائي للدراسة يتمتع بمعنوية تامة، كما أن المتغيرات التفسيرية (نصيب السهم الواحد من التوزيعات، نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة، قرار الإستثمار، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ، السيولة، حجم الشركة، وكذلك التحفظ المحاسبي) تفسر ما نسبته 85.08% من التغيرات في القيمة السوقية المضافة، وهذه النسبة جيدة و تعبر عن جودة النموذج، بناء عليه تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن مناقشتها كما يلي:

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على القيمة السوقية المضافة، فبالنظر إلى قيمة المعامل 11.22701 كما أن القيمة الإحتمالية لهذا المتغير تساوي 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 1 % وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على القيمة السوقية المضافة"، فزيادة التوزيعات النقدية ب1% يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة ب11.22% وتعبر هذه النسبة عن زيادة معتبرة مقارنة بنسبة الزيادة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين، وهذا يعني زيادة في ثروة المساهمين بإعتبار أن MVA تعبر عن مقدار الثروة التي يمكن خلقها للمساهمين مع الأخذ في الإعتبار أن MVA لاتأخذ في الحسبان التوزيعات عند حسابها على عكس TSR وبالرغم من ذلك كان تأثير التوزيعات إيجابيا على القيمة السوقية المضافة وهذا الأمر إيجابي، ففي غالب الأحيان تكون الشركات التي لديها توزيعات أكبر لديها حافز لزيادة الثروة للمساهمين كما تعد التوزيعات آلية لجذب المستثمرين المهمين كالمستثمرين المؤسسين الذين عادة ما يكونون مميزين عن المستثمرين الأفراد ولديهم معلومات للرقابة على الشركات مما ينعكس عن تقييم إيجابي للسوق للشركات

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة، فبالنظر إلى قيمة المعامل 0.266650 كما أن القيمة الإحصائية لهذا المتغير تساوي 0.0004 وهي أقل من مستوى المعنوية 1% وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة" إذ يؤدي ارتفاع الأرباح المحتجزة ب1% إلى زيادة في ثروة المساهمين ب0.2666%، ويمكن تفسير هذه النتيجة على أن زيادة الأرباح المحتجزة يعكس قدرة تمويلية ذاتية منخفضة التكلفة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى الأمر الذي لا يجعل الشركات تضطر إلى الزيادة في رأس المال الذي ينعكس سلباً على قيمة الأسهم، أي أن الشركة لن تكون مضطرة للجوء إلى السوق للبحث عن تمويل قد يكلفها كثيراً وهو ما ينعكس إيجابياً على أداء الشركة نظراً لانخفاض تكلفة التمويل الذاتي مقارنة بالإقتراض الذي قد يفرض على الشركة قيوداً تحد من نموها، كما أن زيادة الأرباح المحتجزة قد يعبر عن فرص استثمارية متاحة أمام الشركات وهو أمر جيد وإيجابي لبقاء وإستمرارية الشركة ويمكن أن يحفز الشركات على دفع المزيد من التوزيعات في المستقبل، وتتفق هذه النتيجة مع نظرية التمييز الضريبي التي ترى أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين وذلك بسبب ارتفاع معدل الضريبة على التوزيعات مقارنة بمعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية في USA وهو ما يجعل المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة مقارنة بالتوزيعات نظراً للميزة الضريبية للأرباح الرأسمالية التي تخضع للضريبة عند بيع الأسهم بينما يتم فرض الضريبة على التوزيعات عند الحصول عليها مباشرة.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لقرار الإستثمار معبراً عنه بعدد الأسهم العادية على القيمة السوقية المضافة، وبالتالي فزيادة عدد الأسهم العادية ب1% يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية المضافة ب6.04%، إذ تشير هذه النتيجة إلى أن الشركات محل الدراسة تزيد من ثروتها عن طريق الزيادة في عدد أسهمها لأن الزيادة في عدد الأسهم قد تنعكس على الزيادة في الرصمة البورصية للشركة في السوق بمعنى زيادة القيمة السوقية للمساهمين مقارنة بالقيمة الدفترية لها، وهو ما ينعكس على الزيادة في السعر السوقي وبالتالي الأرباح الرأسمالية أي ثروة المساهمين.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لهيكل رأس المال مقاساً بنسبة الديون طويلة الأجل على القيمة السوقية المضافة، إذ أن زيادة نسبة الديون طويلة الأجل في هيكل تمويل الشركات ب1% سوف ينجر عنه زيادة ب15.77% في القيمة السوقية المضافة، وهذه النسبة جيدة جداً وتعبر عن قدرة وكفاءة الشركة في إستخدام الديون طويلة الأجل في تعظيم ثروات مساهميها وذلك من خلال الإستفادة من المزايا الضريبية التي يمنحها الإقتراض بإعتبار أن القروض تخضع من النتيجة قبل الضريبة وهو ما يحقق وفورات ضريبية، وتدعم هذه النتيجة نظرية M&M(1963) التي تقترح أن الزيادة في الديون يؤثر إيجابياً على قيمة الشركة، كما

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

تدعم هذه النتيجة وجهة نظر Ross(1977) الذي يرى أن الدين إشارة إيجابية للمستثمرين حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة ويعكس الصحة المالية للشركة، ما يعطي ثقة للمستثمرين للإستثمار في الشركة.

عدم وجود تأثير للسيولة على القيمة السوقية المضافة، وهو ما يعني أن أي تغيير يحدث في نسب السيولة للشركات محل الدراسة لن ينجح عنه أي تغيير في القيمة السوقية المضافة لها، إذ تشير معطيات الجدول إلى أن القيمة الإحتمالية لتغير السيولة تساوي 0.4451 وهي غير معنوية حتى عند 10%، وهذه النتيجة تتفق ما توصلت إليه (Al Maani, Alawad, & Abu Karaki, 2021).

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لحجم الشركة على القيمة السوقية المضافة، فزيادة حجم أصول الشركات ب1% ينتج عنه زيادة في القيمة السوقية المضافة ب 13.46%، ففي غالب الأحيان تعبر الزيادة في الأصول عن توسع في الإستثمار وآفاق مستقبلية مما يؤثر إيجابيا عن أداء الشركة كما أن الشركات الكبيرة والناضجة غالبا ما تستطيع الحصول على الأموال أي الدخول إلى السوق يكون سهلا مقارنة بالشركات الصغيرة والفتية، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Akintunde, NWABUISI, & OYEYEMI, 2021).

وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% للتحفظ المحاسبي على القيمة السوقية المضافة، وهذا يعني أن زيادة درجة إلتزام الشركات بمفهوم التحفظ المحاسبي ب1% معبرا عنه بالقيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى القيمة السوقية لها يؤدي إلى إنخفاض في القيمة السوقية المضافة ب 5.57%، أي أن إلتزام الشركات بمفهوم التحفظ المحاسبي والذي يعبر عن أن المحاسب يختار طريقة المحاسبة التي تقلل من القيم سيؤدي إلى هدم الثروة للمساهمين، إذ يمكن أن يشجع التحفظ المحاسبي على نقص الإستثمار بسبب عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال وبالتالي يمكن للشركات أن تفوت ميزات جيّدة بسبب ميوها المفرط للتحفظ المحاسبي عند تقييم بنود الإستثمار، كما أن التحفظ المحاسبي المفرط قد لا يعكس بشكل صحيح وضعية الشركة وقد يؤدي إلى إنخفاض ثقة المستثمرين الخارجيين في الشركة مما يؤثر على قيمة الشركة و أدائها .

وعليه فقد توصل إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الساكن لنموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل ل46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 إلى النتائج التالية:

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

الجدول رقم (3-16): مقارنة نتائج نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن لبيانات البانل

| المتغيرات التفسيرية | المتغير التابع TSR | مستوى المعنوية | المتغير التابع MVA | مستوى المعنوية |
|---------------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|
| DPS | + | %1 | + | %1 |
| RPS | - | لا يوجد تأثير | + | %1 |
| INV | + | لا يوجد تأثير | + | %5 |
| LEV | + | لا يوجد تأثير | + | %1 |
| LIQ | + | %1 | - | لا يوجد تأثير |
| SIZE | - | %1 | + | %1 |
| CONT | + | %5 | - | %1 |

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على نتائج الدراسة

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أن نتائج نماذج الدراسة وفق التحليل الساكن لبيانات البانل تختلف في طبيعة تأثيرها باختلاف طريقة القياس المعتمدة.

المبحث الثالث: إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل

عادة ما تتضمن العلاقات الإقتصادية معالجة عمليات ديناميكية التي يتم التعامل معها في نموذج إنحدار السلاسل الزمنية من خلال تضمينها في المواصفات، وإدراج التأخيرات في المتغير التابع قد يوفّر توصيفا مناسباً للعديد من الظواهر الإقتصادية الديناميكية (H.BALTAG, 2015, p. 76)، كما يساعد تطبيق التأثير الديناميكي في معالجة مشكلة التجانس (Hansda , Sinha, & Bandopadhyay, 2020)، من هذا المنطلق سيتم إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل .

المطلب الأول: عرض نماذج الدراسة وفق التحليل الديناميكي

يمكن تطبيق نماذج التحليل الديناميكي لبيانات البانل بالإعتماد على أسلوبين هما (Hansda , Sinha, & Bandopadhyay, 2020, p. 163):

- نموذج الإنحدار الذاتي The autoregressive model: الذي يتم فيه أخذ القيمة المتأخرة للمتغير التابع كمتغير مستقل؛

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

- نموذج بيانات لوحة التأخير الموزع **The distributed lag panel data model**: والذي يتم فيه أخذ القيم المتأخرة للمتغيرات التفسيرية و تضمينها كمتغيرات تفسيرية.

وعليه سيتم الإعتماد في هذه الدراسة بهدف إختبار الفرضيات وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل على النوع الأول أي نموذج الإنحدار الذاتي **The autoregressive model** وذلك بإستخدام طريقة مقدر النظام **System-GMM** ذات الخطوتين **Two-Step** والتي تمزج بين النظام الأساسي والنظام المحول حيث يتم أخذ كل معادلات الفرق والمستوى في الإعتبار وهو ما يعطي تقديرا أفضل، وقد تم إستخدام هذه الطريقة في دراسة (Hansda , Sinha, & Bandopadhyay, 2020). وفيما يلي سيتم عرض نماذج الدراسة وفق أسلوب الإنحدار الذاتي لبيانات البانل.

أولاً: نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين **TSR**

بهدف إختبار الفرضية الرئيسية الأولى للدراسة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل تم إقتراح النموذج

التالي:

$$TSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 TSR_{it-1} + \beta_2 DPS_{it} + \beta_3 RPS_{it} + \beta_4 INV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 CONT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (3-15)$$

حيث:

β_0 : الحد الثابت ؛

β_i : معاملات الإنحدار للمتغيرات التفسيرية ؛

TSR_{it} : يمثل معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

TSR_{it-1} : يمثل معدل العائد الإجمالي للمساهمين للشركة i في الفترة الزمنية $t-1$ ؛

DPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

RPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

INV_{it} : يمثل قرار الإستثمار للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LEV_{it} : يمثل نسبة الديون طويلة الأجل للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

LIQ_{it} : تمثل نسبة السيولة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

$SIZE_{it}$: يمثل حجم الشركة i في الفترة الزمنية t ؛

$CONT_{it}$: يمثل درجة التحفظ المحاسبي للشركة i عند الفترة الزمنية t .

ويمكن التعبير عن النموذج الرياضي السابق من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (3-12): نموذج TSR

المتغيرات التفسيرية

المتغيرات المستقلة :

معدل العائد الإجمالي للمساهمين للسنة

الماضية TSR_{it-1}

الربح الموزع للسهم الواحد DPS

الربح المحتجز للسهم الواحد RPS

المتغيرات الضابطة:

قرار الإستثمار INV

هيكل رأس المال LEV

السيولة LIQ

الحجم SIZE

التحفظ المحاسبي CONT

المتغير التابع

معدل العائد الإجمالي للمساهمين

TSR

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الدراسات السابقة

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

ثانيا: نموذج القيمة السوقية المضافة MVA

يهدف إختبار الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل تم إقتراح النموذج

التالي:

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MVA_{it-1} + \beta_2 DPS_{it} + \beta_3 RPS_{it} + \beta_4 INV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 CONT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (3-16)$$

حيث:

β_0 : الحد الثابت ؛

β_i : معاملات الإنحدار للمتغيرات التفسيرية ؛

MVA_{it} : تمثل القيمة السوقية المضافة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

MVA_{it-1} : تمثل القيمة السوقية المضافة للشركة i في الفترة الزمنية $t-1$ ؛

DPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

RPS_{it} : يمثل نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

INV_{it} : يمثل قرار الإستثمار للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LEV_{it} : يمثل نسبة الديون طويلة الأجل للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

LIQ_{it} : تمثل نسبة السيولة للشركة i في الفترة الزمنية t ؛

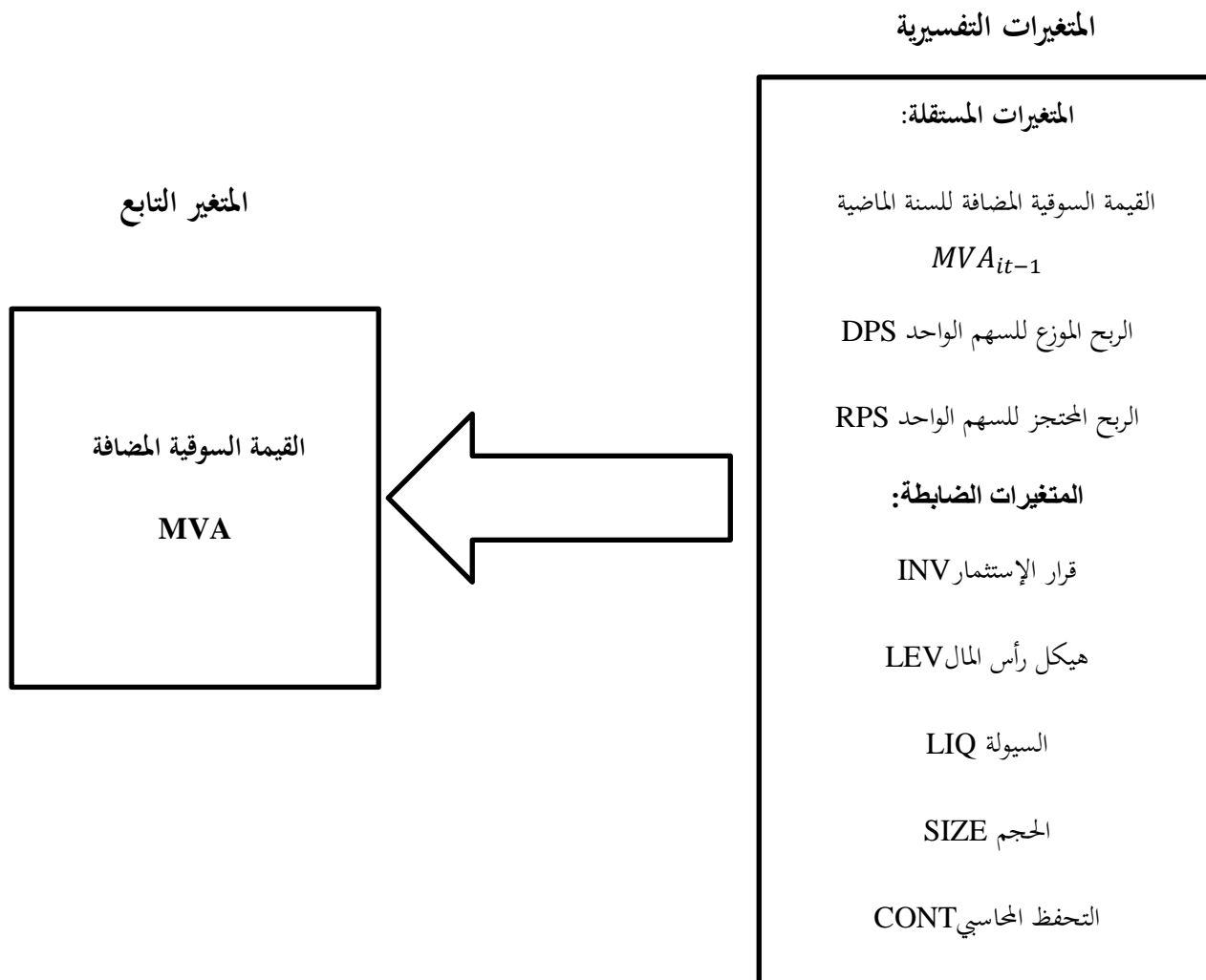
$SIZE_{it}$: يمثل حجم الشركة i في الفترة الزمنية t ؛

$CONT_{it}$: يمثل درجة التحفظ المحاسبي للشركة i عند الفترة الزمنية t .

ويمكن التعبير عن النموذج الرياضي السابق من خلال الشكل التالي

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

الشكل رقم (3-13): نموذج MVA



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الدراسات السابقة

المطلب الثاني: تقدير وإختبار نماذج الدراسة وفق التحليل الديناميكي

يشير كل من الباحثين (1995) Arellano & Bover و (1981 1982) Ahn و Anderson and Hsiao و (1995) Schmit & أنّ إستخدام العديد من الأدوات (instruments) يمكن أن يحسّن من كفاءة التقدير بإستخدام طريقة العزوم المعممة GMM لذلك تعد طريقة GMM بإستخدام مقدر النظام للنموذج الديناميكي لبيانات البانل أكثر كفاءة من طريقة GMM بإستخدام مقدر الفروق الفروق (Jung, first-difference GMM, Kwon, & Jeon, 2015, p. 58).

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وعليه سيتم تقدير نماذج الدراسة باستخدام طريقة مقدر النظام System-GMM ذات الخطوتين ثم يتم إختبار صلاحية النماذج المقترحة من خلال مجموعة من الإختبارات من أجل الوصول إلى النموذج النهائي للدراسة وفق التحليل الديناميكي.

أولاً: تقدير نماذج الدراسة

يبين الجدول (3-17) والجدول (3-18) نتائج تقدير كل من نموذج TSR ونموذج MVA باستخدام طريقة مقدر النظام System-GMM ذات الخطوتين (2-step) على التوالي:

1. تقدير نموذج TSR

الجدول رقم (3-17): نتائج تقدير نموذج TSR وفق التحليل الديناميكي

| 2-step dynamic panel, using 552 observations | | | | |
|---|--------------|------------|---------------------------|------------|
| Included 46 cross-sectional units | | | | |
| Including equations in levels | | | | |
| H-matrix as per Ox/DPD | | | | |
| Dependent variable: TSR | | | | |
| Asymptotic standard errors | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | Z | Prob |
| TSR(-1) | 0.0374 | 0.0105 | 3.5458 | 0.00039*** |
| Const | 0.0030 | 0.0054 | 0.5679 | 0.57008 |
| DPS | 0.0061 | 0.0017 | 3.6250 | 0.00029*** |
| RPS | -9.92172e-06 | 6.2738e-05 | -0.1581 | 0.87434 |
| INV | 0.0082 | 0.0014 | 5.5634 | 0.00001*** |
| LEV | 0.0063 | 0.0033 | 1.9230 | 0.05448* |
| LIQ | 0.0020 | 0.0007 | 2.9298 | 0.00339*** |
| SIZE | -0.0015 | 0.0007 | -2.1793 | 0.02931** |
| CONT | 0.0037 | 0.0007 | 4.9352 | 0.00001*** |
| Sum squared resid | 0.5399 | | S.E. of regression 0.0315 | |
| Number of instruments = 85 | | | | |
| Wald (joint) test: Chi-square(8) = 206.577 [0.0000] | | | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Gretl

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

2. تقدير نموذج MVA

الجدول رقم (3-18): نتائج تقدير نموذج MVA وفق التحليل الديناميكي

| 2-step dynamic panel, using 552 observations | | | | |
|--|-------------|------------|--------------------------------|------------|
| Included 46 cross-sectional units | | | | |
| Including equations in levels | | | | |
| H-matrix as per Ox/DPD | | | | |
| Dependent variable: MVA | | | | |
| Asymptotic standard errors | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | Z | Prob |
| MVA (-1) | 1.0981 | 0.0048 | 225.4468 | 0.00001*** |
| Const | -4.1165 | 2.2716 | -1.8121 | 0.06997* |
| DPS | -2.0539 | 0.2276 | -9.0206 | 0.00001*** |
| RPS | -0.0950 | 0.0099 | -9.5555 | 0.00001*** |
| INV | 3.1831 | 0.2939 | 10.8301 | 0.00001*** |
| LEV | -0.5331 | 1.51737 | -0.3514 | 0.7253 |
| LIQ | 0.1582 | 0.1217 | 1.3004 | 0.1934 |
| SIZE | -0.0528 | 0.1880 | -0.2810 | 0.7787 |
| CONT | -0.4999 | 0.6222 | -0.8035 | 0.4216 |
| Sum squared resid | 68169.12 | | S.E. of regression 11.20454 | |
| Number of instruments = 85 | | | | |
| Wald (joint) test: Chi-square(8) = 464050 [0.0000] | | | | |

*** عند مستوى المعنوية 1 % ** عند مستوى المعنوية 5 % * عند مستوى المعنوية 10 %

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Gretl

ثانياً: اختبار نماذج الدراسة

1. اختبار نموذج TSR

1.1. اختبار معنوية النموذج

يتم اختبار معنوية النموذج وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل بالإعتماد على اختبار Wald والذي يوافق اختبار فيشر في التحليل الساكن حيث تشير نتائج مخرجات برنامج Gretl لنموذج TSR وفق طريقة مقدر النظام ذات الخطوتين المرفقة بالنموذج المقدر والموضحة في الجدول (3-17) أن القيمة الإحصائية لإختبار

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

Wald تساوي 0.0000 وهي أقل من 1% وبالتالي فالنموذج يتمتع بمعنوية كلية وهو ما يعني أنه يوجد متغير مستقل واحد على الأقل يؤثر على المتغير التابع .

2.1. إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية

بهدف التأكد من وجود أو عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية يتم الإعتماد على إختبار (Arellano & Bond(1991)، والذي ينص على الفرضيتين التاليتين (ARELLANO & BOND, 1991):

الفرضية الصفرية H_0 : لا يوجد إرتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية؛

الفرضية البديلة H_1 : يوجد إرتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية .

وقد أعطت نتائج هذا الإختبار من خلال تقدير النموذج بإستخدام طريقة مقدر النظام ذات الخطوتين بالإعتماد على برنامج Gretl ما يلي:

Test for AR(2) errors: z = 0.0989181 [0.9212]

تشير نتائج إختبار (Arellano&Bond(1991) عن أن القيمة الإحتمالية لهذا الإختبار تساوي 0.9212 وهي أكبر من 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 والتي تنص على عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية.

3.1. إختبار (Sargan (1958)

يسمح هذا الإختبار بتحديد مدى جودة وملائمة الأدوات المستخدمة في النموذج وصلاحيه شروط العزوم المستخدمة في التقدير، ويقوم هذا الإختبار على الفرضيتين التاليتين (Sargan, 1958):

الفرضية الصفرية H_0 : الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة؛

الفرضية البديلة H_1 : الأدوات المستخدمة في النموذج غير ملائمة.

وقد أعطت نتائج هذا الإختبار من خلال تقدير النموذج بإستخدام طريقة مقدر النظام ذات الخطوتين بالإعتماد على برنامج Gretl ما يلي:

Sargan over-identification test: Chi-square(76) = 42.3304 [0.9994]

تشير نتائج هذا الإختبار أن القيمة الإحتمالية تساوي 0.9994 وهي أكبر من 5% وهو ما يعني أن الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة أي قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 .

2. إختبار نموذج MVA

1.2. إختبار معنوية النموذج

يتم إختبار معنوية النموذج وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل بالإعتماد على إختبار Wald والذي يوافق إختبار فيشر في التحليل الساكن، حيث تشير نتائج مخرجات برنامج Gretl لنموذج MVA وفق طريقة مقدر النظام المرفقة بالنموذج المقدر والموضحة في الجدول (3-18) أن القيمة الإحتمالية لإختبار Wald تساوي 0.0000 وهي أقل من 1% و بالتالي فالنموذج يتمتع بمعنوية كلية وهو ما يعني أنه يوجد متغير مستقل واحد على الأقل يؤثر على المتغير التابع .

2.2. إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية

بهدف التأكد من وجود أو عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية يتم الإعتماد على إختبار (Arellano & Bond(1991)، والذي ينص على الفرضيتين التاليتين (ARELLANO & BOND, 1991):

الفرضية الصفرية H_0 : لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية؛

الفرضية البديلة H_1 : يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية .

وقد أعطت نتائج هذا الإختبار من خلال تقدير النموذج بإستخدام طريقة مقدر النظام ذات الخطوتين بالإعتماد على برنامج Gretl ما يلي:

Test for AR(2) errors: z = -0.271124 [0.7863]

تشير نتائج إختبار (Arellano&Bond(1991) عن أن القيمة الإحتمالية لهذا الإختبار تساوي 0.7863 وهي أكبر من 5% و بالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 والتي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية ونرفض الفرضية البديلة H_0 .

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

3.2. إختبار (Sargan 1958)

يسمح هذا الإختبار بتحديد مدى جودة وملائمة الأدوات المستخدمة في النموذج وصلاحيته شروط العزوم المستخدمة في التقدير، ويقوم هذا الإختبار على الفرضيتين التاليتين (Sargan, 1958):

الفرضية الصفرية H_0 : الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة؛

الفرضية البديلة H_1 : الأدوات المستخدمة في النموذج غير ملائمة.

وقد أعطت نتائج هذا الإختبار من خلال تقدير النموذج باستخدام طريقة مقدر النظام ذات الخطوتين بالإعتماد على برنامج Gretl ما يلي:

Sargan over-identification test: Chi-square(76) = 34.2015 [1.0000]

تشير نتائج هذا الإختبار أن القيمة الإحتمالية تساوي 1.0000 وهي أكبر من 5% وهو ما يعني أن الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة، أي قبول الفرضية الصفرية H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 .

المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي

تم الإشارة في المطلب السابق أن النماذج المقترحة تتمتع بصلاحيته وذلك بعد إجراء الإختبارات المطلوبة وبالتالي فهذه النماذج هي النماذج النهائية للدراسة والتي يتم على أساسها تفسير ومناقشة نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل.

أولاً: مناقشة نتائج أثر سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل

بناء على نتائج الجدول رقم (3-17) الذي يتضمن النموذج النهائي للدراسة يتضح أن النموذج ذو معنوية كلية وهو ما تثبته القيمة الإحتمالية لـ Wald كما أنّ إختبار (Arellano&Bond(1991 للإرتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية أنتج عدم وجود هذه المشكلة وهو نفس الأمر بالنسبة لإختبار (Sargan(1958 الذي بيّن أن الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة وبالتالي فإن النموذج صالح من الناحية الإحصائية والقياسية الأمر الذي يقودنا إلى مناقشة وتفسير نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي على النحو التالي:

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لمعدل العائد الإجمالي للسنة الماضية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للسنة الحالية، إذ تشير قيمة المعامل إلى 0.0374 كما أن القيمة الاحتمالية لهذا المتغير تساوي 0.00039 وبالتالي فإن زيادة TSR للسنة الماضية ب1% يؤدي إلى زيادة TSR للسنة الحالية ب0.0374%، وهذا أمر جيد وإيجابي ويدلّ عن أن الثروة التي يحصل عليها المساهمون في السنة الماضية لها تأثير إيجابي على ثروتهم في السنة الحالية وهو ما قد يساهم في جلب المستثمرين أي زيادة جاذبية الإستثمار في الشركات من خلال معدل العائد الإجمالي للمساهمين مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين فبالنظر إلى قيمة المعامل 0.0061 كما أن القيمة الاحتمالية لهذا المتغير تساوي 0.00029 وهي أقل من مستوى المعنوية 1% وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وفق التحليل الديناميكي، وعليه فزيادة التوزيعات النقدية ب1% يؤدي إلى زيادة في معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.00029%، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

عدم وجود تأثير لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ تشير القيمة الاحتمالية لهذا المتغير إلى القيمة 0.87434 وهي غير معنوية حتى عند 10%، وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل، وبالتالي فإن أيّ زيادة أو إنخفاض في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة لن ينجر عنه أي زيادة أو إنخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهمين (ثروة المساهمين)، وهذا بالرغم من وجود علاقة سلبية بين المتغيرين إلا أنها غير معنوية، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن .

وجود تأثير إيجابي لقرار الإستثمار عند مستوى المعنوية 1% معبرا عنه باللوغاريثم الطبيعي لعدد الأسهم العادية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ تؤدي الزيادة في عدد الأسهم العادية ب1% إلى زيادة في معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.0082، وهذا يعني أن أيّ زيادة في عدد الأسهم العادية يؤدي إلى إرتفاع معدل العائد الإجمالي للمساهمين الذي يعبر عن الثروة التي يحصل عليها المساهمين جراء إستثمار رؤوس أموالهم في الشركة، إذ يمكن تعظيم الثروة إما من خلال السعر السوقي أو الزيادة في عدد الأسهم وبالتالي يمكن القول أن الزيادة في عدد الأسهم يؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لهيكل رأس المال مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهمين عند مستوى المعنوية 10%، أي أن زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ب1% يؤدي إلى زيادة معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب 0.00636، وتختلف هذه النتيجة عن ما تم التوصل إليه وفق التحليل الساكن حيث عند إضافة معدل العائد الإجمالي للمساهمين مؤخر بسنة (للسنة الماضية) في نموذج الدراسة أصبح لهيكل رأس المال تأثيرا إيجابيا على ثروة المساهمين، وهو ما يعني أن زيادة الديون طويلة الأجل في هيكل رأس مال الشركة يساهم في خلق الثروة للمساهمين من خلال تحسين المردودية المالية للمساهمين والإستفادة من مزايا الوفر الضريبي التي يوفرها الإقتراض.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% للسيولة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ تؤدي زيادة نسبة السيولة ب1% إلى زيادة معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.002%، أي أن التحكم الجيد في نسب السيولة للشركات يعزز تعظيم الثروة للمساهمين، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين عند مستوى المعنوية 5%، وهذا يعني أن أي الزيادة في حجم الأصول للشركة سترتب عنه إنخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهمين، إذ يشير الجدول (3-17) أن زيادة حجم الشركة ب1% سينجم عنه إنخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.0015%، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحفظ المحاسبي على معدل العائد الإجمالي للمساهمين عند مستوى المعنوية 1%، إذ أن زيادة درجة إلتزام الشركة بالتحفظ المحاسبي ب1% يؤدي إلى زيادة معدل العائد الإجمالي للمساهمين ب0.0037%، وبالتالي فأي تغير في درجة إلتزام الشركات بالتحفظ المحاسبي والذي تم قياسه من خلال نسبة القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى القيمة السوقية لها ينجر عنه تغير بطريقة طردية في معدل العائد الإجمالي للمساهمين، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها في التحليل الساكن.

ثانيا: مناقشة نتائج أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية المضافة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البائل

بناء على نتائج الجدول رقم (3-18) الذي يتضمن النموذج النهائي للدراسة يتضح أن النموذج ذو معنوية كلية وهو ما تثبته القيمة الإحتمالية لWald كما أنّ إختبار Arellano&Bond(1991) الإرتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية أنتج عدم وجود هذه المشكلة وهو نفس الأمر بالنسبة لإختبار Sargan(1958) الذي

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

يبيّن أن الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة وبالتالي فإن النموذج صالح من الناحية الإحصائية والقياسية، وعليه تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن مناقشتها كما يلي:

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% للقيمة السوقية المضافة للسنة الماضية على القيمة السوقية للسنة الحالية، إذ تشير قيمة المعامل إلى 1.09815 كما أن القيمة الاحتمالية لهذا المتغير تساوي 0.00001، وبالتالي فإن زيادة القيمة السوقية للسنة الماضية ب1% يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسنة الحالية ب 1.09815%، وهذا يعني أن المستثمرون يلقون بالآ لهذا المؤشر في تحليل وضع الشركة إذ أن تحقيق الشركة لقيمة سوقية تفوق رأس المال المستثمر في الفترة السابقة يؤثر عليها بالإيجاب في الفترة الحالية، وهذا يعني أن الشركة قد غطت تكاليف الإستثمار وخلقت ثروة لمساهميها.

وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لنصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على القيمة السوقية المضافة، فبالنظر إلى قيمة المعامل 2.05398 كما أن القيمة الاحتمالية لهذا المتغير تساوي 0.00001 وهي أقل من مستوى المعنوية 1% وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على أنه "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على القيمة السوقية المضافة" وفق التحليل الديناميكي، فزيادة التوزيعات النقدية ب1% يؤدي إلى إنخفاض في القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة ب11.22%، ويمكن تفسير ذلك أنه في ظل النموذج الديناميكي أصبحت التوزيعات تؤثر سلباً على القيمة السوقية المضافة، أي أن إضافة المتغير التابع للسنة الماضية كمتغير مستقل في نموذج الدراسة جعل التوزيعات تؤثر سلباً على ثروة المساهمين، وهو ما يعطي تفسيراً أكثر ديناميكية للظاهرة فقد يؤدي دفع التوزيعات أو الزيادة في التوزيعات على المدى الطويل إلى إنخفاض في الفرص الإستثمارية وكذلك إنخفاض في القدرة التمويلية الأمر الذي يستلزم اللجوء إلى أسواق رأس المال للبحث عن تمويل وفي ظل عدم تماثل المعلومات يمكن للشركات أن تتخلى عن مشاريع قيمة من أجل دفع التوزيعات وهو ما قد يؤثر على أداء الشركة، فالزيادة في التوزيعات ليست دائماً تفهم على أنها إشارة إيجابية فقد تعبر الزيادة في التوزيعات على المدى الطويل عن نقص في الفرص الإستثمارية، إذ تشير بعض الأبحاث إلى التأثير المقيد للتوزيعات على الإستثمار.

وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة، فبالنظر إلى قيمة المعامل 0.0950297 كما أن القيمة الاحتمالية لهذا المتغير تساوي 0.00001 وهي أقل من مستوى المعنوية 1% وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة" وفق التحليل الديناميكي، إذ يؤدي إرتفاع الأرباح المحتجزة ب1% إلى إنخفاض في ثروة المساهمين ب0.0950% في ظل

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في

مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

النموذج الديناميكي أي في حالة إدخال المتغير التابع للسنة الماضية تصبح الأرباح المحتجزة تؤثر سلباً على القيمة السوقية المضافة، ويمكن تفسير هذه النتيجة أن زيادة الأرباح المحتجزة يعتبر أمراً جيداً لأنه يدعم قدرة التمويل الذاتي لكن زيادة الإحتياطات بصفة كبيرة قد يعتبر تجميداً للأموال وضياعاً للفرص أو ما يسمى بتكلفة الفرصة الضائعة وذلك على المدى الطويل، وقد يجعل الشركة تخفض من ديونها الأمر الذي قد يعطي إشارة سلبية للسوق عن الوضعية المالية للشركة خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات وصراعات الوكالة التي قد تجعل المديرين يحتفظون بالأموال دون استثمارها في المشاريع التي تحقق قيمة حالية صافية موجبة لتجنب رقابة المساهمين والدائنين.

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لقرار الإستثمار معبراً عنه بعدد الأسهم العادية على القيمة السوقية المضافة، وبالتالي فزيادة عدد الأسهم العادية ب1% يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية المضافة ب0.00001%، إذ تشير هذه النتيجة إلى أن الشركات محل الدراسة تزيد من ثروتها عن طريق الزيادة في عدد أسهمها، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

كما أضفت نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي إلى عدم وجود تأثير لكل من هيكل رأس المال وحجم الشركات والسيولة والتحفّظ المحاسبي على القيمة السوقية المضافة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل، حيث أثبتت نتائج الدراسة المبينة في الجدول رقم (3-18) أن جميع القيم الإحتمالية لهذه المتغيرات غير معنوية حتى عند مستوى المعنوية 10% .

وعليه فقد توصل إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين وفق التحليل الديناميكي لنموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل ل46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (3-19): مقارنة نتائج نماذج الدراسة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل

| المتغيرات التفسيرية | المتغير التابع | مستوى المعنوية | المتغير التابع | مستوى المعنوية |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | MVA | | TSR | |
| TSR(-1) | / | 1% | + | |
| MVA(-1) | / | / | / | |
| DPS | - | 1% | + | |
| RPS | - | لا يوجد تأثير | - | |
| INV | + | 1% | + | |
| LEV | - | 10% | + | |
| LIQ | + | 1% | + | |
| SIZE | - | 5% | - | |
| CONT | - | 1% | + | |

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الدراسة

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

وبالتالي فقد أعطى التحليل الديناميكي بعدا آخر في تفسير سياسة توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة من خلال التأثير السلبي على ثروة المساهمين ممثلة في القيمة السوقية المضافة بينما وفقا لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين فقد أعطى نفس نتائج التحليل الساكن فيما يخص المتغير المستقل للدراسة.

و يجب الإشارة هنا أن طرق التقدير تختلف وفق التحليل الساكن والتحليل الديناميكي وهو ما قد يؤدي إلى نتائج مختلفة، وبالتالي فمن وجهة نظر المستثمر يجب عليه الإختيار بين كلا التحليلين لإتخاذ قرار الإستثمار أو أخذ رؤيا عن بعض المؤشرات في الشركات محل الدراسة وقد تم تفسير نتائج الدراسة وفق هذا المنظور أي من وجهة نظر المستثمر.

الفصل الثالث: قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة 2009-2021

خلاصة الفصل

تضمن هذا الفصل الجانب التطبيقي للدراسة لإختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين من خلال إختيار عينة من الشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 خلال الفترة من 2009 إلى غاية 2021 ولتحقيق ذلك تم الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل لتفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل للدراسة وذلك وفق التحليل الساكن والتحليل الديناميكي وفقا للإختبارات التي يتطلبها كل تحليل.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وعدم وجود تأثير للأرباح المحتجزة للسهم الواحد عليه وذلك وفق كلا التحليلين، بينما توصلت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية ونصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة وذلك وفق التحليل الساكن بينما وفق التحليل الديناميكي فقد كان تأثير متغيري سياسة توزيع الأرباح سلبيا على القيمة السوقية المضافة.

خاتمة

خاتمة

حاولت الدراسة الإحاطة بالجانب النظري لمتغيرات الدراسة من خلال تقديم الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح وكذلك تسليط الضوء على هدف تعظيم ثروة المساهمين من خلال عرض أهم المقاييس التي تستخدم في تحديدها ومحاولة التطرق لبعض المحددات التي تم إستنباطها من خلال الدراسات السابقة وتحليل العلاقة بين متغيري الدراسة إستنادا إلى مجموعة من النظريات هذا من جهة.

من جهة أخرى ركزت الدراسة على إختبار الأثر بين متغيري الدراسة من خلال إقتراح نموذجين بناء على الأدبيات النظرية والتجريبية وذلك لعينة تتكون من 46 شركة مدرجة في مؤشر Nasdaq100 الأمريكي والذي يضم الشركات غير المالية بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وذلك وفق التحليل الساكن وكذلك وفق التحليل الديناميكي.

وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج النظرية والتطبيقية نوردتها فيمايلي:

أولا : نتائج الدراسة النظرية

أضفت عملية البحث في موضوع الدراسة مجموعة من النتائج النظرية نوجزها فيمايلي:

- تعد التوزيعات النقدية الشكل الكلاسيكي للتوزيعات مع بروز عمليات إعادة شراء الأسهم كشكل من أشكال سياسة التوزيعات إذ يلاحظ أن سلوك الشركات الأمريكية يتجه نحو إعادة الشراء بدلا من التوزيع النقدي وهو ما يطرح سؤالا حول تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم كبديل للتوزيعات النقدية وكآلية لخلق القيمة للمساهمين؛

- لا يوجد هيكل توزيع أمثل تتبعه الشركات، وهو ما يجعل هذا القرار من أصعب القرارات وأعقدتها التي تواجه المدراء الماليين للشركات، إذ يعد تحديا للمدراء والمساهمين خاصة في ظل نظرية الوكالة التي جعلت من المدراء مفوضين لإدارة أموال المساهمين؛

- تعد نظرية M&M(1961) المرجعية الأساسية بالرغم من إفتراضاتها غير الواقعية إلا أنها كانت نقطة الإنطلاقة للبحث في العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على تعظيم ثروة المساهمين، و التي تؤكد حيادية التوزيعات أو ما يطلق عليها بنظرية عدم الصلة للتوزيعات، بعدها جاءت بعض النظريات التي تعارضها كنظرية Gordan(1962) والتي تقوم على عدم التأكيد وتفترض وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين وكذلك نظرية التمييز الضريبي ونظرية الإشارة ونظرية الوكالة.

- تختلف معدلات الضرائب بإختلاف الأنظمة المالية للبلدان، وبالتالي قد يختلف تأثير التوزيعات على ثروة المساهمين في ظل وجود الضريبة بإختلاف النظام المالي الذي تنشط فيه الشركات، فقد يؤدي التباين في معدل

الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى تفضيل المساهمين للأرباح المحتجزة بدلا من التوزيعات، وبالتالي يمكن إستخدام الضرائب على التوزيعات أو الضرائب على الأرباح الرأسمالية من قبل الحكومات كآليات لتحقيق مجموعة من الأهداف على مستوى الأسواق المالية كتوجيه الإستثمار لقطاع معين ؛

- يمكن إستخدام سياسة توزيع الأرباح كإشارة عن الوضعية المالية الحالية و المستقبلية للشركة ، أي أن التوزيعات عبارة عن وسيلة إتصال بين الشركة و السوق المالي، وقد تعطي محتوى معلوماتي للمستثمرين و المحللين عن وضعية الشركة؛

- يمكن كذلك إستخدام سياسة توزيع الأرباح كآلية للحد من صراعات الوكالة بين المديرين و المساهمين إذ تعد التوزيعات كآلية لتهديب المديرين و تأديبهم ، كما يمكن للتوزيعات أن تحد من إنتقال الثروة من الدائنين إلى المساهمين و كذلك من مساهمي الأغلبية إلى مساهمي الأقلية؛

- لا يزال الجدل و النقاش قائما حول دور و هدف الشركة في المجتمع و لمصلحة من تسيير الشركة، فقد ساهم بروز تيار المساهمين خلال الثمانينات من خلال عدة عوامل أهمها الإستحواذات العدائية و تأسيس مجلس المستثمرين المؤسسين عام 1985 الذين كان لهم الدور في بروز نهج المساهمين، و الذي يركز على فرضية مفادها أن الهدف الرئيسي للشركة هو تعظيم قيمة المساهمين، و إستجابة للإنتقادات التي تعرض لها هذا النهج برز نهج قيمة أصحاب المصالح الذي يقضي بخلق القيمة لجميع أصحاب المصلحة الآخرين بما فيهم المساهمين؛

- تتميز المقاييس القائمة على القيمة عن المقاييس المحاسبية بميزة أساسية وهي أخذها لتكلفة رأس المال في الإعتبار وهو ما أطلق عليه (Koller&al(2010) المبدأ التوجيهي للقيمة.

ثانيا: نتائج الدراسة التطبيقية

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج وفق التحليل الساكن و التحليل الديناميكي لبيانات البانل:

1. وفق التحليل الساكن

- خلصت نتائج الدراسة وفق التحليل الساكن لبيانات البانل إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لإختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100 لكلا النموذجين المقترحين (TSR&MVA) كما أثبتت نتائج النماذج النهائية للدراسة عن جودة نماذج الدراسة حيث بينت النتائج أن المتغيرات التفسيرية التي تم الأخذ بها تفسر تقريبا حوالي 40% من التغيرات التي تطرأ على معدل العائد الإجمالي للمساهمين بينما تفسر 85.08% من التغيرات في القيمة السوقية المضافة.

- كما توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على ثروة المساهمين مقاسة بمعدل العائد الإجمالي للمساهمين، وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وذلك وفق التحليل الساكن لبيانات البانل؛

- عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على ثروة المساهمين مقاسة بمعدل العائد الإجمالي للمساهمين، وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وفق التحليل الساكن لبيانات البانل؛

- توصلت نتائج الدراسة كذلك إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على ثروة المساهمين مقاسة بالقيمة السوقية المضافة، وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على القيمة السوقية المضافة" وذلك وفق التحليل الساكن لبيانات البانل؛

- وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على ثروة المساهمين مقاسة بالقيمة السوقية المضافة، وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وفق التحليل الساكن لبيانات البانل؛

- كما توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من قرار الإستثمار معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية وهيكل رأس المال مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على معدل العائد الإجمالي للمساهمين؛

- أثبتت النتائج كذلك أن تأثير كل من السيولة والتحفظ المحاسبي كان إيجابيا وذو دلالة إحصائية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، بينما تأثير حجم الشركات معبرا عنه باللوغاريتم النيبييري لإجمالي الأصول فقد كان تأثيره سلبيا وذو دلالة إحصائية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين؛

- أعطت نتائج الدراسة وفق التحليل الساكن أن كل من قرار الإستثمار وهيكل رأس المال والحجم ذات تأثير إيجابي و ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية المضافة؛

- خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على القيمة السوقية المضافة؛ بينما أضفت نتائج الدراسة إلى تأثير سلبي للتحفظ المحاسبي على القيمة السوقية المضافة.

2. وفق التحليل الديناميكي

- أعطت نتائج التحليل الديناميكي لبيانات البانل لإختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تعظيم ثروة المساهمين باستخدام طريقة مقدر النظام ذات الخطوتين عن صلاحية النماذج المقترحة (TSR&MVA) حيث أثبتت النتائج أن كلا النموذجين يتمتع بمعنوية كلية، كما أنّ إختبار الإرتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية أنتج عدم وجود هذه المشكلة وهو نفس الأمر بالنسبة لإختبار Sargan(1958) الذي بيّن أن الأدوات المستخدمة في النموذج ملائمة لكلا النموذجين؛

- كما أثبتت نتائج الدراسة عن وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد الإجمالي للسنة الماضية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين للسنة الحالية؛

- وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للقيمة السوقية المضافة للسنة الماضية على القيمة السوقية للسنة الحالية؛

- توصلت النتائج كذلك إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وفق التحليل الديناميكي، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

- عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين، وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي للأرباح المحتجزة للسهم الواحد على معدل العائد الإجمالي للمساهمين" وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن .

- وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية على القيمة السوقية المضافة، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الأولى والتي تنص على أنه "يوجد تأثير إيجابي لنصيب السهم الواحد من التوزيعات على القيمة السوقية المضافة" وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل، وهذه النتيجة لا تتفق مع ما تم التوصل إليه وفق التحليل الساكن؛

- وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة، وبالتالي يتم إثبات الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على "يوجد تأثير سلبي لنصيب

السهم الواحد من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية المضافة " وفق التحليل الديناميكي، وهذه النتيجة لا تتفق مع ما تم التوصل إليه وفق التحليل الساكن؛

- كما أضفت نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من قرار الإستثمار معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وهيكل رأس المال مقاسا بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة السيولة والتحفّظ المحاسبي على معدل العائد الإجمالي للمساهمين؛

- بينما خلصت نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

- توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لقرار الإستثمار معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأسهم العادية على القيمة السوقية المضافة، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن.

- كما أضفت نتائج الدراسة وفق التحليل الديناميكي إلى عدم وجود تأثير لكل من هيكل رأس المال وحجم الشركات والسيولة والتحفّظ المحاسبي على القيمة السوقية المضافة وفق التحليل الديناميكي لبيانات البانل، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها وفق التحليل الساكن بالنسبة لمتغير السيولة، بينما المتغيرات الأخرى فلا تتفق مع نتائج التحليل الساكن.

ثالثا: التوصيات والإقتراحات

بناء على نتائج الدراسة تم الخروج بالتوصيات التالية:

- ضرورة إعطاء أهمية لسياسة توزيع الأرباح نظرا لتأثيرها على معدل العائد الإجمالي للمساهمين وكذلك القيمة السوقية المضافة، إذ يمكن للتوزيعات النقدية وكذلك الأرباح المحتجزة أن تؤثر إيجابا أو سلبا على ثروة المساهمين وهو ما يجعلها من بين أهم المحددات لثروة المساهمين كما يمكن أن تكون آلية لجذب المستثمرين وكأداة إتصال بين الشركة والسوق؛

- قد تختلف نتائج التقدير وفق التحليل الساكن والديناميكي لبيانات البانل، فقد أعطى التحليل الديناميكي بعدا آخر في تفسير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية المضافة من خلال التأثير السلبي وبالتالي قد تؤدي الزيادة في التوزيعات على المدى الطويل إلى إنخفاض في القيمة السوقية المضافة وكذلك الأمر بالنسبة للأرباح المحتجزة للسهم الواحد؛ وهو ما يعطي رؤيا أخرى للمستثمر في ظل التحليل الديناميكي قد تختلف عن التحليل الساكن؛

- نوصي الشركات بالإهتمام بالمقاييس القائمة على القيمة على غرار المقاييس القائمة على المحاسبة لإعطاء صورة أكثر وضوحاً عن القيمة الحقيقية للشركة والإفصاح عنها في القوائم المالية للشركات لمساعدة المحللين والمستثمرين وكذلك الباحثين في الحصول عليها بدلاً من حسابها نظراً لصعوبة وتعقيد عملية الحساب.

رابعاً: آفاق الدراسة

فتح البحث في موضوع الدراسة الحالية آفاقاً مستقبلية لعدد المواضيع البحثية، والتي يمكن للباحثين الإعتماد عليها في أبحاثهم المستقبلية بما أن عملية البحث العلمي هي عملية تراكمية، فمن التطلعات والآفاق البحثية التي يمكن إقترحها:

إسقاط الدراسة الحالية على البيئة الجزائرية في حال توفر المعلومات و البيانات المطلوبة؛

عمليات إعادة شراء الأسهم كآلية لخلق القيمة للمساهمين؛

دور سياسة توزيع الأرباح في الحد من صراعات الوكالة (بين المديرين و المساهمين/ بين المساهمين و الدائنين/ بين أغلبية المساهمين و أقلية المساهمين)؛

تركز الملكية و الصراعات بين المساهمين و الدائنين؛

محددات قيمة المساهمين؛

النهج المستنير للمساهمين في ظلّ نظرية المساهمين؛

في الأخير أحمد الله سبحانه وتعالى على نعمة التوفيق لإتمام هذا العمل بالشكل الذي هو عليه والذي لا يخلو من نقائص تتطلب التصويب و السداد كأيّ مجهود بشري، فإن أخطأت فمّي وحدي وإن أصبت فتوفيق من الله.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

I. المراجع باللغة العربية

I. 1. الكتب

- أحمد مُجّد غنيم. (2006). الإدارة المالية - مدخل التحول من الفقر إلى الثراء - . المكتبة العصرية للنشر والتوزيع : المنصورة .
- الزبيدي حمزة محمود. (2004). الإدارة المالية المتقدمة. مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع : عمان .
- العلي أسعد حميد. (2013). الإدارة المالية (الطبعة الثالثة). دار وائل للنشر و التوزيع :عمان.
- العمار رضوان وليد. (1997). أساسيات في الإدارة المالية (الطبعة الأولى) . دار الميسرة للنشر و التوزيع : عمان.
- جمال الدين المرسي، و أحمد عبد الله اللحلح. (2006). الإدارة المالية - مدخل إتخاذ القرارات - .الدار الجامعية : الإسكندرية.
- جيلالي جلاطو. (2009). الإحصاء التطبيقي مع تمارين و مسائل محلولة (الطبعة الثانية). دار الخلدونية للنشر و التوزيع: الجزائر.
- حسن ياسين طعمة ، و إيمان حسين خنوش. (2009). طرق الإحصاء الوصفي (الطبعة الأولى) . دار صفاء للنشر و التوزيع : عمان.
- حسين علي بخت ، و سحر فتح الله . (2007). الإقتصاد القياسي. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع.
- حماد طارق عبد العال . (2008). دليل تطبيق معايير الحاسبة الدولية و المعايير العربية المتوافقة معها - حالات عملية محلولة- . الإسكندرية : الدار الجامعية .
- دريد كامل آل شبيب . (2009). إدارة مالية الشركات المتقدمة . دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع : عمان .
- عاطف وليم أندراوس. (2007). التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات . دار الفكر الجامعي : الإسكندرية .
- عبد الغفار حنفي . (2007). أساسيات التمويل و الإدارة المالية . الدار الجامعية : الإسكندرية .
- عبد الغفار حنفي ، و رسمية زكي قرياقص .(2013). أساسيات الإستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء. الدار الجامعية: الإسكندرية
- عبد الغفار حنفي ، و رسمية زكي قرياقص. (2004). أساسيات التمويل و الإدارة المالية. الدار الجامعية : الإسكندرية .
- عبد الغفار حنفي. (2004). أساسيات التحليل المالي و دراسات الجدوى . الدار الجامعية: الإسكندرية .

عدنان تايه النعيمي ، سعدون مهدي الساقى ، اسامة عزمي سلام ، و شقيري نوري موسى . (2011). **الإدارة المالية - النظرية و التطبيق -** (الإصدار الطبعة الرابعة). دار الميسرة للنشر و التوزيع : عمان .

عدنان تايه النعيمي ، و ارشد فؤاد التميمي . (2009). **الإدارة المالية المتقدمة**. دار اليازوري : عمان .

فايز تيم . (2013). **مبادئ الإدارة المالية**. إثراء للنشر و التوزيع : عمان.

فرد ويستون ، و يوجين بروجام . (1993). **التمويل الإداري - الجزء الثاني -** ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة، عبد الفتاح السيد النعماني؛ (الإصدار الطبعة الرابعة). دار المريخ للنشر : السعودية .

مُجد حكمت. (2015). **الإدارة المالية الحديثة و المتقدمة** (الطبعة الأولى). زمزم ناشرون و موزعون: عمان .

مُجد صالح الحناوي ، و إبراهيم إسماعيل سلطان . (1999). **الإدارة المالية و التمويل**. الدار الجامعية : الإسكندرية.

مُجد صالح الحناوي ، و جلال إبراهيم العبد . (2010). **الإدارة المالية - مدخل القيمة و إتخاذ القرارات -** . الدار الجامعية : الإسكندرية.

مُجد صالح الحناوي، و جلال إبراهيم العبد. (2002). **الإدارة المالية - مدخل القيمة و إتخاذ القرارات -** . الدار الجامعية : الإسكندرية.

مُجد عبد السميع عناني . (2009). **التحليل القياسي و الإحصائي للعلاقات الإقتصادية**. الدار الجامعية للنشر و التوزيع : الإسكندرية.

هندي منير إبراهيم . (2005). **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات** (الطبعة الثانية). المعارف : الإسكندرية.

هندي منير إبراهيم. (1999). **الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر -** (الطبعة الرابعة). المكتب العربي الحديث : الإسكندرية.

هندي منير إبراهيم. (1998). **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**. منشأة المعارف : الإسكندرية.

هندي منير إبراهيم. (2007). **الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر -** (الطبعة السادسة). المكتب العربي الحديث : الإسكندرية.

I.2. المقالات العلمية

أمال العقون، و أمان يوسفى . (2021). **خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA - دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019 -** دراسات إقتصادية ، 15 (02)، 234-251.

بلحمو خديجة ، و كرزاي عبد اللطيف . (2019). **أهمية أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، دراسة حالة شركة الاسمنت سعيدة**. مجلة البشائر الإقتصادية، الخامس(3)، 110-126.

حييدر محمود علي الزبيدي، سجاد مُجد عطية الجنابي ، و زينب هادي معيوف الشريف. (2019). دور الإدارة القائمة على القيمة في النمو المستدام للشركات - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *Global Journal of Economic and Business*, 06(03)، 496-513.

دادن عبد الوهاب ، و بديدة حورية . (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009 حالة المؤشر CAC 40 - . مجلة الباحث، 10(10)، 225-238.

رشيد حفصي. (2016). دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي- حالة سوق دبي المالي في الفترة مابين 2011-2014. . المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية (02)، 39-52.

رضوان العمار ، و دانيا إبراهيم غيا . (2018). أثر القرار التمويلي في الربحية " دراسة تطبيقية على شركات صناعة النسيج في سورية ". مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية - سلسلة العلوم الإقتصادية و القانونية، 40(05)، 387-405.

زينب غزالي . (2017). أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح -دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة-. مجلة الاقتصاد الصناعي(13)، 288-307.

سعاد معالم، و سميحة بوحفص . (2017). إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الإقتصادية دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل بسكرة . مجلة العلوم الإنسانية و الإجتماعية(30).

سعيد وصاف . (2016). سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي. أبعاد إقتصادية، 6(2)، 401-420.

سويسي هوري . (2014). تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم. مجلة العلوم الإنسانية ، ب(42)، 89-105.

عبد القادر بريس، و عيسى بدروني. (2016). سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية(02)، 141-156.

قدام جمال ، و ترفاس فاتح . (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA. مجلة البشائر الاقتصادية، الخامس (2)، 46-62.

مُجد بوديسة ، و نصر الدين عشوي. (2018). رأس المال البشري وإشكالية خلق القيمة في المؤسسة مقارنة فكرية. مجلة البشائر الاقتصادية، 04(01)، 87-103.

مُجد زرقون. (2010). أثر الاككتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر - . مجلة الباحث (08)، 81-96.

مُجد شحاتة خطاب. (2009). إطار مقترح للتكامل بين نظام التكاليف على أساس النشاط و محاسبة إستهلاك الموارد لتعزيز فلسفة الإدارة على أساس القيمة : دراسة نظرية و ميدانية. 1-56.

نضال عمر زلوم ، و إسحاق محمود الشعار . (2015). أثر توزيعات الأرباح على القرار الإستثماري في ضوء جودة التقارير المالية. *المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية*، 02(01)، 33-50.

نوال غربي، و نور الدين محرز. (2022). أثر قرار الإستثمار على تعظيم ثروة المساهمين- دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر **NASDAQ 100** - مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 05(01)، 623-642.

هاشم حسن حسين . (2008). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. *كلية بغداد للعلوم الاقتصادية* (العدد السابع عشر)، 230-209.

هشام بحري. (2014). تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم. *مجلة العلوم الإنسانية*، ب(42)، 89-105.

I.3. الأطروحات والرسائل الجامعية

أرحاب هلال وسام. (2017). دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية دراسة لعينة من المؤسسات للفترة ما بين 2011 و 2015. أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر.

بلال عدنان مهنا. (2017). استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتفسير خلق القيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس المالية التقليدية "دراسة تجريبية على عينة من الشركات المالية المدرجة في الأسواق المالية العربية". رسالة أعدت استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير في المحاسبة. كلية الاقتصاد. قسم المحاسبة. جامعة تشرين.

سويسي هوري. (2008). تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير.

عبد الكريم خيرى. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية. جامعة مُجد بوضياف المسيلة.

قدام جمال . (2018). أثر حوكمة الشركات على إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة دراسة حالة. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير. قسم العلوم الاقتصادية . جامعة حسينية بن بوعلي الشلف.

موصو سراح. (2022). تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي - دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -.

نبيل حركاتي . (2018). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015. أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة فرحات عباس سطيف-1. الجزائر.

II. المراجع باللغة الفرنسية

II.1. Ouvrages

BERK, J., & De Marzo, P. (2014). *Finance d'entreprise* (éd. 3). France : Pearson.

Bodie, Z., & Merton, R. (2007). *Finance*. Paris: Nouveaux Horizon.

DAMODRAN, A. (2004). *Finance d'entreprise ,théorie et pratique ,1ère édition ,Traduction de la 2ème édition américaine ,sous la traduction de HIRIGOYEN.G*. Bruxelles: De boeck.

DAMODRAN, A. (2010). *Finance d'entreprise ,théorie et pratique Traduction de la 2ème édition américaine ,sous la traduction de HIRIGOYEN.G&autre* (éd. 1). Bruxelles: Deboeck.

PASQUAL, Q., & YANN, L. (2011). *Finance D'entreprise -Pierre Vernimmen-* (éd. 9). Paris: Dalloz.

Teulie, J., & Topsacalian, P. (2005). *Finance* (éd. 4). Paris: Vinbert.

Trognon, A. (2003). *L'économétrie des panels en perspective*. Dalloz « *Revue d'économie politique* », 113(06), 727-748.

II.2. Articles scientifiques

ALBOUY, M. (2010). *La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants ?* *halshs-00534746*, 1-23.

ALBOUY, M. (1990). *La politique de dividende des entreprises*. *Révue d'économie financière*(12-13), 240-251.

Bellalah, M. (2000). **RÉFLEXIONS SUR LA POLITIQUE OPTIMALE DE DIVIDENDES EN PRESENCE DE COÛTS D'INFORMATION.** <https://basepub.dauphine.psl.eu/handle/123456789/9846>, 1-31.

BOUJJAT, W., ASSILI, I., & M'RABET, R. (2017). **L'EFFET DE LA RELATION D'AGENCE SUR LA POLITIQUE DE DIVIDENDE :CAS DES ENTREPRISES MAROCAINES COTEES.** *Finance & Finance Internationale*(06), 1-21.

Cattlin, B. (2020). *Politique de dividendes : ce qu'il faut savoir*. Consulté le 05 30, 2020, sur <https://www.ig.com/fr-ch/strategies-de-trading/politiques-de-dividendes#residualdividend>: 17:07

Wamba, R., Wanda, T., & Mbatchou Ntchabet, A. (2020). **Cultures de distribution de dividendes et opportunités d'investissement dans les PME camerounaises : la pertinence de l'hybridité méthodologique.** *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 01(02), 86-113.

II.3. Thèses :

Assous, N. (2015). **L'impact des décisions financières Sur La Creation De Valeur Au SEIN Des Entreprises Publiques Algeriennes Cotees A La Bourse D'Alger: Cas De Saidal Et L'E.G.H-Aurassi.** *THESE DE DOCTORAT.* Université Mouloud Mammeri De Tizi-ouzou .

KERZABI, D. (2015). **Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse.** *Thèse en vue de l'obtention du Doctorat FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES.* UNIVERSITE ABOU BAKR BELKAID TLEMCEN.

TRAN, Q. T. (2016). **Three essays on dividend policy** THÈSE Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion. *L'Université Lille 2 – Droit et Santé.*

Turki, A. (2013). **Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions.** THÈSE Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion. Université du Droit et de la Santé - Lille II.

III. المراجع باللغة الإنجليزية .III

III.1. Books

H.BALTAG, B. (2015). *The OXFORD HANDBOOK OF PANEL DATA* . OXFORD UNIVERSITY PRESS.

H.Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panal Data* (éd. Third Edition). John Wiley& Sons,LTD.

HSIAO, C. (2003). *Analisis Of Panal Data* (éd. Second Edition). Cambridge University Press.

KOLLER, T., GEODHART, M., & WESSELS, D. (2010). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies* (éd. 5). Canada: MCKINSEY& COMPANY.

III.2 . journal papers

Agila, M., & Jerinabi, U. (2018). **Dividend Policy and its Impact on Shareholder's Wealth and Firm Performance: A Study of Listed Cement Companies.** *IOSR Journal of Business and Management*, 20(09), 28-31.

Akgun, A., Samiloglu, F., & Oztop, A. (2018). **The Impact of Profitability on Market Value Added: Evidence from Turkish Informatics and Technology Firms.** *International Journal of Economics and Financial Issues*, 08(04), 105-112.

Akinkoye, E., & Akinadewo, I. (2018). **Retained earnings and Firm's Market Value : Nigeria Experience.** *International Journal of Business and Economic Development*, 6(2).

Akintunde, A., NWABUISI, N., & OYEYEMI, O. (2021). **FININCING DECISION AND SHAREHOLDERS' WEALTH MAXIMISATION OF NIGERIA LISTED COMPANIES.** *Business & Finance Journal*, 12(1), 18 - 35.

Akinwande , M., & al. (2015). **Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable (S) in Regression Analysis.** *Open Journal of Statistics*(5), 754-767.

- Al Maani, A., Alawad, A., & Abu Karaki, B. (2021). **IMPACT OF LIQUIDITY AND PROFITABILITY RATIOS ON THE STOCK MARKET VALUE OF JORDAN INSURANCE COMPANIES.** *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(2), 1-14.
- Al-ahdal, W., Alsamhi, M., Tabash, M., & Farhan, N. (2020). **The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation.** *Research in International Business and Finance* (51), 1-13.
- Alam, P., & Nizamuddin, M. (2012). **PERFORMANCE MEASURES OF SHAREHOLDERS WEALTH: AN APPLICATION OF ECONOMIC VALUE ADDED (EVA).** *International Journal of Applied Financial Management Perspectives © Pezzottaite Journals*, 01(02), 160-166.
- Al-Fasfus, F., Al-Rawashdeh, A., Al-Theebbeh, Z., & Al-Enabi, H. (2022). **The Impact of Accounting Conservatism on Financial Performance in Services Companies Listed on Amman Stock Exchange.** *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 11(04), 285-299.
- Alhumaymidi, R. (2021). **Shareholder Theory vs Stakeholder Theory.** <https://www.researchgate.net/publication/351491876>, 1-18.
- Al-Malkawi, H.-A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). **Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence.** *International Bulletin of Business Administration*, ISSN: 1451-243X(09), 171-200.
- Anh, T., & Tuan, L. Q. (2019). **The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Application in Vietnam Stock Exchange.** *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 08(02), 131-146.
- ARELLANO, M., & BOND, S. (1991). **Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an application to Employment Equation.** *Review of Economic Studies*, 58(02), 277-297.
- Banupriya, K., & Vethirajan, C. (2015). **CORPORATE VALUE BASED MANAGEMENT PRACTICES IN INDIA – A THEORETICAL STUDY OF SELECTED MODELS.** *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 04(11), 98-108.
- Basana, S., Julio, R., & Soehono, C. (2020). **Economic Value Added and Profitability on Created Shareholders Value in Manufacturing Sectors.** *Conferences, SHS Web of*, 76, 1-10.
- Basso, L., de Oliveira, J., & Kimura, H. (2015). **The impact of intangibles on value creation: Comparative analysis of the Gu and Lev methodology for the United States software and hardware sector.** *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 21(02), 73-83.
- Bausch, A., Hunoldt, M., & Matysiak, L. (2009). **Superior Performance Through Value-based Management.** *Handbook Utility Management*, DOI: 10.1007/978-3-540-79349-6_2, 15-36.
- Bhasin, M. L., & Shaikh, J. (2013). **Economic value added and shareholders' wealth creation: the portrait of a developing Asian country.** *Int. J. Managerial and Financial Accounting*, 05(02), 107-137.
- Bhattacharya, S. (1979). **Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy.** *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.

- Budagaga, A. (2020). **Dividend policy and market value of banks in MENA emerging markets: residual income approach.** *Journal of Capital Markets Studies*, 4(1), 25-45.
- Christian O, C., & I. Justina, O. (2020). **Effect of Dividend Policy on Shareholders Wealth Creation and Firm Performance of Listed Banks in Nigeria.** *Journal of Accounting and Financial Management*, 6(3), 74-80.
- Čupić, M., & Todorović, M. (2011). **TOTAL SHAREHOLDER RETURN – DECOMPOSITION, INTERNAL EQUIVALENT AND ALTERNATIVES.** *Faculty of Economics, University of Niš* (14), 1-15.
- De Jager, P. (2008). **Panel data techniques and accounting research.** *Meditari Accountancy Research*, 16(2), 1-16.
- de Wet, J., & Mpinda, M. (2013). **The Impact Of Dividend Payments On Shareholders' Wealth: Evidence From The Vector Error Correction Model.** *International Business & Economics Research Journal*, 12(11), 1451-1466.
- Ebenezer Yemi, A., & Israel Seriki, A. (2018). **Retained earnings and Firms' Market Value: Nigeria Experience.** *International Journal of Business and Economic Development*, 06(02), 12-28.
- Esser, I.-m. (2005). **THE ENLIGHTENED-SHAREHOLDER-VALUE APPROACH VERSUS PLURISM IN THE MANAGEMENT OF COMPANIES.** 26(03), 719-725.
- FATOYE, S. (2021). **Impact of Dividend Policy on Shareholders Wealth Maximization in Dangote Sugar Company of Nigeria.** *Bingham University Journal of Accounting and Business (BUJAB)*, 343-351.
- Hansda, S., Sinha, A., & Bandopadhyay, K. (2020). **Impact of Dividend Policy on Firm Value with Special Reference to Financial Crisis.** *SIT Journal of Management*, 10(2), 158-175.
- Haque, R., Siddiquee, J., Hossain, S., Chowdhury, S., & Rahman, M. (2013). **Relationship between Dividend Payout and Economic Value Added: A Case of Square Pharmaceuticals Limited, Bangladesh.** *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 03(01), 98-104.
- Heilbron, J., Verheul, J., & Quak, S. (2014). **The origins and early diffusion of “shareholder value” in the United States.** *Theory and Society*. DOI: 10.1007/s11186-013-9205-0, 43, 1-22.
- Hopson, F. (2016, 06 20). *CFO*. Consulté le 05 27, 2023, sur <https://www.cfo.com/accounting-tax/2016/06/economic-profit-better-way-measure-performance>: 19:29.
- Hsiao, C. (2007). **Panel Data Analysis — Advantages and Challenges.** *Test*, 1-22
- Indraswono, & Cahyo. (2021). **Traditional and Modern Analysis Performance Indicators: Evidence from New York Stock Exchange.** *KINERJA* 10.24002/kinerja.v25i1.4355, 25(01), 64-78.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johan, S. (2018). **The relationship between economic value added, market value added and return on cost of capital in measuring corporate performance.** *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan*, 2(1), 23-35.

- Jones, T., & Felps, W. (2013). **Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique.** *Business Ethics Quarterly* DOI: 10.5840/beq201323215, 23(02), 207-238.
- Jung, H., Kwon, H., & Jeon, G. (2015). **An Alternative System GMM Estimation in Dynamic Panel Models.** *Journal of Economic Theory and Econometrics*, 26(02), 57-78.
- Korankye, T. (2013). **Determinants of Shareholder Value Creation of Listed Banks in Ghana.** *International Journal of Empirical Finance*, 01(01), 7-12.
- Kowerski, M. (2011). **SHARE REPURCHASES AS A FORM OF PAYOUT FOR SHAREHOLDERS.** *Financial Internet Quarterly*, 07(04), 37-54.
- Largania, M. S., Kaviani, M., & Abdollahpour, A. (2012). **A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions.** *Procedia - Social and Behavioral Sciences*(40), 490-497.
- Lashgari, Z., & Ahmadi, M. (2014). **THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICE VOLATILITY IN THE TEHRAN STOCK EXCHANGE.** *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review* , 03(10), 273-283.
- Lashgari, Z., & Moghaddam, R. R. (2015). **Effects of Dividend Policy on Investment Decisions.** *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 5(11), 415-420.
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). **Maximizing shareholder: a new ideology for corporate governance.** *Economy and Society*, 29(01), 13-35.
- Li, X., Wang, Y., & You, H. (2020). **Executive compensation and conflict between shareholders and creditors: Evidence from creditor litigation.** *China Journal of Accounting Research*(13), 405-424.
- Livoreka, B., Hetemi, A., Shala, A., Hoti, A., & Asllanaj, R. (2014). **Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo.** *Procedia Economics and Finance*(14), 387-396.
- Liyu, Z., & Pricilla, L. (March 2020). *Examining Share Repurchasing and the s&p Bayback Indices in U.S Market.*
- Ma, H., & Jeong, K. (2022). **The effects of accounting conservatism on investment decision: Evidence from listed companies in China.** *Cogent Business & Management*, 9(1), 1-14.
- Mahadwartha, P. A. (2007). **CONFLICT OF INTEREST ON OWNERSHIP VERSUS FREE CASH FLOW: DIVIDEND POLICY EFFECTIVENESS.** 22(04), 1-18.
- Masa'deh, R., Tayeh, M., Al-Jarrah, I., & Tarhini, A. (2015). **Accounting vs. Market-based Measures of Firm Performance Related to Information Technology Investments.** *International Review of Social Sciences and Humanities*, 09(01), 129-145.
- Mella, P., & Pellicelli, M. (2008). **The Origin of Value Based Management: Five Interpretative Models of an Unavoidable Evolution.** *THE INTERNATIONAL JOURNAL OF KNOWLEDGE, CULTURE AND CHANGE MANAGEMENT*, <http://www.Management-Journal.com>, ISSN 1447-9524, 08, 1-15.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). **DIVIDEND POLICY, GROWTH, AND THE VALUATION OF SHARES.** *THE JOURNAL OF BUSINESS*, 34(4), 411-433.
- MILLER, M., & ROCK, K. (1985). **Dividend Policy under Asymmetric Information.** *THE JOURNAL OF FINANCE*, XL(4), 1031-1051.

- MUNTEANU, V., DANAIATA, D., HURBEAN, L., & BERGLER, A. (2012). **THE VALUE-BASED MANAGEMENT APPROACH: FROM THE SHAREHOLDER VALUE TO THE STAKEHOLDER VALUE.** *PROCEEDINGS OF THE 6th INTERNATIONAL MANAGEMENT CONFERENCE "APPROACHES IN ORGANISATIONAL MANAGEMENT"*.
- N. Nwaobia, A., & Ajayi, A. (2020). **FINANCIAL REPORTING QUALITY AND SHAREHOLDERS' WEALTH MAXIMIZATION: EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES IN NIGERIA.** *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 08(06), 1-14.
- Nathaniel, B., & N.Katz, J. (1995). **What to do (and not to do) With Time-Series Cross-Section Data.** *American Political science Review*, 89(03).
- Nwamaka, O., & Ezeabasili. (2017). **Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria.** *International Journal of Management Excellence*, 08(02), 956-967.
- Nwaobia, A., & Ajayi, A. (2020, May). **Financial Reporting Quality and Shareholders' Wealth Maximization: Evidence From Listed Companies in Nigeria.** *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 08(06), 1-14.
- O'Connell, M., & Ward, A. (2020). **Shareholder Theory/Shareholder Value.** DOI: 10.1007/978-3-030-02006-4_49-1, 1-9.
- Oana, B. (2014). **Indicators used for measuring shareholders value.** 1-9.
- Ofori-Sasu, D., & al. (2019). **Do Shareholders Fight for Firm Value or Market Value in Emerging Markets? The Mediating Effect of Board Structure Dynamics on Dividend Policy Decision.** *African Development Review*, 31(04), 409-422.
- Ofori-Sasu, D., & al. (2022). **The role of board dynamics in explaining payout policy and shareholders' wealth: Evidence from the banking sector in Africa.** *Research in Globalization*(05), 01-10.
- Ogarca, A. (2011). **VALUE-BASED MANAGEMENT - MANAGEMENT SYSTEM OF MODERN ECONOMY.** *ANNALS OF THE UNIVERSITY OF CRAIOVA ECONOMIC SCIENCES*, XXXXI(39), 148-151.
- OGUNSEYE, T. E., & ENIOLA, O. (2020). **IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON SHAREHOLDER'S WEALTH OF SELECTED QUOTED FIRMS IN NIGERIA.** *International Journal of Economics, Commerce and Management*, VIII(9), 360-375.
- Orsag, S., & Džidić, A. (2018). **Value Added as a Measure of Economic Profit.** *ACTA ECONOMICA*, XVI(29), 9-37.
- Ozuomba, C., Anichebe, A., & Okoye, P. (2016). **The effect of dividend policies on wealth maximization – a study of some selected plcs.** *Cogent Business & Management* <http://dx.doi.org/10.1080/23311975.2016.1226457>, 1-15.
- Pahi, D., & Yadav, S. (2018). **Role of Corporate Governance in Determining Dividend Policy: Panel Evidence from India.** *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 9(3), 111-115.
- Panahi, B., Nigel Preece, C., Wan Zakaria, W., & Rogers, J. (2014). **The Correlation of EVA and MVA with Stock Price of Companies in Tehran Stock Market.** *INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS*, 06(02), 291-308.

- Pandey, R., & Diaz, J. (2019). **FACTORS AFFECTING RETURN ON ASSETS OF US TECHNOLOGY AND FINANCIAL CORPORATIONS**. *JMKDOI: 10.9744/jmk.21.2.134-144*, 21(02), 134-144.
- PANIGRAHI, S. K. (2017). **Economic Value Added and Traditional Accounting Measures**. *Asian Journal of Accounting and Governance* -(<https://doi.org/10.17576/AJAG-2017-08-11>)(08), 125-136.
- Panigrahi, S. K., Al Farsi, M., Kumaraswamy, S., Ali Khan, M., & Rana, F. (2022). **Working Capital Management and Shareholder's Wealth Creation: Evidence from Manufacturing Companies Listed in Oman**. *International Journal of Financial Studies*, 10(89), 1-16.
- PANIGRAHI, S., ZAINUDDIN, Y., & AZIZAN, A. (2014). **Comparing Traditional and Economic Performance Measures for Creating Shareholder's Value: a Perspective from Malaysia**. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 04(04), 280-289.
- Pilch, B. (2021). **Market Value Added (MVA) and Total Shareholder Return (TSR) among IT and video game companies listed in Warsaw Stock Exchange**. *The Malopolska School of Economics in Tarnów Research Papers Collection*, 49(1), 61-74.
- Poitras, G. (1994). **Shareholder Wealth Maximization, Business Ethics and Social Responsibility**. *Journal of Business Ethics*, 13(2), 125-134.
- Prachi, M. (2019, 09 05). *Dividend Policy*. Consulté le 04 21, 2020, sur The Investors Book: 19:21
- Prihanta, S., & al. (2023). **Effect of Profitability, Leverage, and Liquidity on Company Value with Dividend Policy as A Moderation Variable (In IDX High Dividend Companies 20 Period 2017 – 2021)**. *Formosa Journal of Applied Sciences (FJAS)*, 2(1), 1-24.
- Queen, P. E. (2015). **Enlightened Shareholder Maximization: Is this Strategy Achievable?** *Journal of Business Ethics*, 127(03), 683-694.
- Rahman, A., & Khan, A. (2018). **Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan**. *SEISENSE Journal of Management*, 1(5), 6-15.
- Reyna, J. M. (2017). **Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context**. *Contaduría y Administración*(62), 1119-1213.
- Robbetze, N., de Villiers, R., & Harmse, L. (2017). **The Effect Of Earnings Per Share Categories On Share Price Behaviour: Some South African Evidence**. *The Journal of Applied Business Research*, 33(1), 141-152.
- Sargan, J. (1958). **THE ESTIMATION OF ECONOMIC RELATIONSHIPS USING INSTRUMENTAL VARIABLES**. *Econometrica*, 26(03), 393-415
- Sarwar, M. (2013). **Effect of Dividend Policy on Share Holder's Wealth: "A Study of Sugar Industry in Pakistan"**. *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 13(7), 46-54.
- Shodiya, O., SANYAOLU, W., OJENIKE, J., & OGUNMEFUN, G. (2019). **Shareholder Wealth Maximization and Investment Decision of Nigerian Food and Beverage Companies**. *ACTA UNIV .SAPIENTIAE , ECONOMICS AND BUSINESS*, 7(1), 47 - 63.
- Soeindoen, J., & Siagian, H. (2021). **LEVERAGE, EARNING PER SHARE AND PROFITABILITY: A STUDY ON INFRASTRUCTURE COMPANIES LISTED AT IDX FROM YEAR 2015-2018**. *SCIENTIFIC JOURNAL OF REFLECTION: Economic, Accounting, Management and Business*, 04(02), 351-360.

- STOCKHAMMER, E. (2005). **Shareholder value orientation and the investment–profit puzzle.** *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(02), 193-215.
- Sukmawati, F., & Garsela, I. (2016). **The Effect of Return on Assets and Return on Equity to the Stock Price.** *Advances in Economics, Business and Management Research*, 15, 53-57.
- Surjandari, D., & Wati, L. (2020). **Dividend Policy, Economic Value Added, Market β , Firm Size and Stock Return.** *Accounting and Finance Research*, 9(3), 53-68.
- Tahir, S. H., Rizwan Ullah, M., & Mahmood, S. (2015). **Banks Dividend Policy and Investment Decision as Determinants of Financing Decision: Evidence from Pakistan.** *Americal Journal of Industrial and Business Management*(05), 311-323.
- Taleb, L. (2019). **Dividend Policy, Signaling Theory: A Literature Review.** *SSRN Electronic Journal*<https://www.researchgate.net/publication/332671292>, 1-27.
- Taylor, B. E. (2015). **Reconsidering the Rise of ‘Shareholder Value’ in the United States, 1960-2000.** *LONDON SCHOOL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE DEPARTMENT OF ECONOMIC HISTORY*(214), 1-36.
- Thakur, M. (2021). **Dividend Policy Types.** Consulté le 12 24, 2021, sur <https://www.wallstreetmojo.com/dividend-policy-types/>: 23:42.
- Tijjani, A., & Bello, M. (2019). **Corporate Ownership And Dividend Policy: Agency Theory Perspectives.** *International Journal of Innovative Research and Advanced Studies (IJIRAS)*, 6(7), 90-96.
- Ullah, I., Suliman, M., Nargas, H., & Ullah, S. (2021). **DIVIDEND POLICY AND ITS IMPACT ON SHAREHOLDERS WEALTH: EVIDENCE FROM CHEMICAL OIL, AND GAS SECTOR COMPANIES LISTED IN PAKISTAN STOCK EXCHANGE (PSX).** *JournalNX- A Multidisciplinary Peer Reviewed Journal*, 07(07), 1-15.
- Venugopal, M., Sharma G., B., & Reddy M., R. (2018). **Impact of Capital Structure on Shareholder Value in Indian Pharmaceutical Industry: An Empirical Approach Through Created Shareholder Value.** *Global Business Review*, 19(05), 1-13.
- Wang, C., & Guo, Y. (2011). **Do dividend tax cuts lead firms to increase dividends: Evidence from China.** *China Journal of Accounting Research*(4), 197-209.
- Watts, R., & Zuo, L. (2011). **Accounting Conservatism and Firm Value : Evidence from the Global Financial Crisis.** DOI: 10.2139/ssrn.1952722.
- Wet, J. (2013). **EARNINGS PER SHARE AS A MEASURE OF FINANCIAL PERFORMANCE: DOES IT OBSCURE MORE THAN IT REVEALS? REVEALS?** *Corporate Ownership & Control*, 10(04), 265-275.
- Wijaya, R. (2019). **ANALYSIS OF DEVELOPMENT OF RETURN ON ASSETS (ROA) AND RETURN ON EQUITY (ROE) TO MEASURE FINANCIAL PERFORMANCE IN SENTOSA RAYA OGAN KOMERING ULU.** *Jurnal Manajemen*, 06(03), 7-14.
- Zaigham, G., Wang, X., & Ali, H. (2019). **Causal Relation Between Stock Market Performance and Firm Investment in China: Mediating Role of Information Asymmetry.** journals.sagepub.com/home/sgo, 1-13.
- Zainudin, R., & Khaw, K.-H. (2020). **Dividend payout policies of politically connected firms: Evidence from Malaysia.** *Borsa _Istanbul* <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.12.005>.

Zainudin, R., Mahdzan, N., & Yet, C. (2018). **Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia.** *International Journal of Emerging*, 13(01), 203-217.

Zalloum, N., & Abu Zerr, A. (2013). **Degree of Disclosure and Conservatism in the Annual Financial Statements in Service and Industrial Public Shareholding Companies listed in Amman Stock Exchange.** *European Journal of Business and Management*, 5(25), 27-39.

III.3. Thesis

Atia, O. (2016). **Cash Dividend Policy and Firm Risk: UK Evidence.** *School of Business University of Salford, Salford, UK Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements of the Degree of Doctor of Philosophy.*

Elali, W. (2007). **EVA and Shareholder Value Creation: An Empirical Study.** A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements of the University of Westminster for the degree of Doctor of Philosophy.

Kapoor, S. (2009). **IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON SHAREHOLDERS' VALUE: A STUDY OF INDIAN FIRMS.** Synopsis of the Thesis to be submitted in fulfillment of the requirements for DOCTOR OF PHILOSOPHY In MANAGEMENT. 1-39.

SALIH, A. (2010). **The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study.** A thesis Submitted in fulfillment of the requirement for the Degree of doctor of Philosophy. Durham theses, Durham University. Available at Durham E-Theses Online: <http://etheses.dur.ac.uk/55>.

III.4. Conferences

Kaźmierska-Jóźwiaka, B. (2015). **Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed.** *Procedia Economics and Finance, 2nd GLOBAL CONFERENCE on BUSINESS, ECONOMICS, MANAGEMENT and*, 23, 473-477.

III. المواقع الإلكترونية

Récupéré sur <https://www.slickcharts.com/nasdaq100> .

Récupéré sur <https://annualreports.com> .

Récupéré sur <https://marketwatch.com> .

Récupéré sur <https://www.sec.gov>.

Récupéré sur <https://www.teletrader.com>

Récupéré sur <https://finance.yahoo.com> .

<https://www.plus500.com> Consulté le 09 04, 2022, sur : 20:42

<https://www.nasdaq.com> . Consulté le 01 05, 2022, sur 14:49

Récupéré sur <https://fr.wikipedia.org>.

الملاحق

Share repurchases follow the economic cycle with increased or decreased activities when the market is up or down.

Exhibit 4: How S&P Composite 1500 Firms' Capital Is Distributed (USD Billions)

| YEAR | MARKET CAP | DIVIDENDS | BUYBACKS | ACQUISITIONS | CAPITAL EXPENDITURE |
|------|------------|-----------|----------|--------------|---------------------|
| 1994 | 12,395 | 110 | 56 | 65 | 351 |
| 1995 | 11,481 | 119 | 87 | 112 | 419 |
| 1996 | 13,911 | 128 | 117 | 115 | 385 |
| 1997 | 19,395 | 136 | 170 | 133 | 428 |
| 1998 | 20,066 | 146 | 195 | 199 | 451 |
| 1999 | 13,695 | 157 | 215 | 234 | 478 |
| 2000 | 12,837 | 156 | 196 | 268 | 522 |
| 2001 | 11,632 | 155 | 172 | 217 | 535 |
| 2002 | 9,013 | 155 | 168 | 143 | 431 |
| 2003 | 11,548 | 171 | 177 | 169 | 409 |
| 2004 | 12,754 | 199 | 257 | 143 | 430 |
| 2005 | 13,247 | 259 | 388 | 220 | 480 |
| 2006 | 14,810 | 258 | 532 | 294 | 576 |
| 2007 | 14,910 | 299 | 673 | 351 | 612 |
| 2008 | 9,153 | 286 | 395 | 249 | 662 |
| 2009 | 11,601 | 255 | 300 | 139 | 513 |
| 2010 | 13,362 | 249 | 337 | 227 | 550 |
| 2011 | 13,225 | 279 | 525 | 302 | 663 |
| 2012 | 14,946 | 330 | 446 | 334 | 724 |
| 2013 | 19,380 | 365 | 522 | 224 | 739 |
| 2014 | 21,219 | 411 | 608 | 274 | 791 |
| 2015 | 20,755 | 457 | 633 | 268 | 746 |
| 2016 | 22,423 | 467 | 600 | 451 | 699 |
| 2017 | 22,293 | 492 | 590 | 349 | 719 |
| 2018 | 24,034 | 525 | 875 | 505 | 823 |

Apart from significantly positive announcement returns, buy-and-hold abnormal returns were found persisted over

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat. Data as of fiscal year-end from 1994 to 2018. Dividend and buyback data may include the amount paid for preferred shares. Only companies with fundamental data available are calculated. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

<https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/trading-instruments/mo2asher-nasdaq100>

Consulté le 12/03/2020 h 23:30

| الشركة | الرمز | الوزن في المؤشر |
|-------------------------------|-------|-----------------|
| Amazon.com Inc | AMZN | 9.261 |
| Intel Corp | INTC | 2.737 |
| Comcast Corp | CMCSA | 2.308 |
| PepsiCo Inc | PEP | 2.224 |
| Netflix Inc | NFLX | 1.847 |
| Amgen Inc | AMGN | 1.581 |
| Texas Instruments Inc | TXN | 1.233 |
| Gilead Sciences Inc | GILD | 1.230 |
| Mondelez International Inc | MDLZ | 0.916 |
| Fiserv Inc | FISV | 0.827 |
| Booking Holdings Inc | BKNG | 0.761 |
| Vertex Pharmaceuticals Inc | VRTX | 0.725 |
| Biogen Inc | BIIB | 0.717 |
| Regeneron Pharmaceuticals Inc | REGN | 0.671 |
| Intuitive Surgical Inc | ISRG | 0.659 |
| Advanced Micro Devices Inc | AMD | 0.608 |
| Activision Blizzard Inc | ATVI | 0.572 |
| CSX Corp | CSX | 0.540 |
| Xcel Energy Inc | XEL | 0.441 |
| Illumina Inc | ILMN | 0.438 |

| الشركة | الرمز | الوزن في المؤشر |
|-------------------------------------|-------|-----------------|
| Monster Beverage Corp | MNST | 0.436 |
| Exelon Corp | EXC | 0.418 |
| Marriott International Inc/MD | MAR | 0.399 |
| eBay Inc | EBAY | 0.370 |
| Baidu Inc ADR | BIDU | 0.350 |
| Cognizant Technology Solutions Corp | CTSH | 0.337 |
| MercadoLibre Inc | MELI | 0.328 |
| O'Reilly Automotive Inc | ORLY | 0.320 |
| Sirius XM Holdings Inc | SIRI | 0.317 |
| CoStar Group Inc | CSGP | 0.304 |
| Verisk Analytics Inc | VRSK | 0.301 |
| PACCAR Inc | PCAR | 0.294 |
| NetEase Inc ADR | NTES | 0.292 |
| IDEXX Laboratories Inc | IDXX | 0.271 |
| Cerner Corp | CERN | 0.268 |
| VeriSign Inc | VRSN | 0.265 |
| Fastenal Co | FAST | 0.257 |
| ANSYS Inc | ANSS | 0.245 |
| Seattle Genetics Inc | SGEN | 0.231 |
| Incyte Corp | INCY | 0.218 |
| Cadence Design Systems Inc | CDNS | 0.216 |
| Citrix Systems Inc | CTXS | 0.203 |

| الشركة | الرمز | الوزن في المؤشر |
|---------------------------------------|-------|-----------------|
| Check Point Software Technologies Ltd | CHKP | 0.195 |
| BioMarin Pharmaceutical Inc | BMRN | 0.187 |
| Align Technology Inc | ALGN | 0.180 |
| United Airlines Holdings Inc | UAL | 0.127 |

الملحق رقم 03 : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

| | TSR | MVA | DPS | RPS | INV | LDT | LIQ | SIZE | CONT |
|--------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| Mean | 0.024444 | 25.62577 | 0.468352 | 4.217364 | 2.488015 | 0.328667 | 2.374161 | 9.134800 | 0.482025 |
| Median | 0.022484 | 12.00855 | 0.000000 | 1.872000 | 2.444982 | 0.299220 | 1.885759 | 9.010767 | 0.238524 |
| Maximum | 0.422587 | 335.1528 | 7.040000 | 112.9300 | 3.797797 | 1.283135 | 11.77518 | 12.94932 | 7.245182 |
| Minimum | -0.237422 | -54.28881 | 0.000000 | 0.000000 | 1.296226 | 2.25E-05 | 0.166895 | 5.207375 | -2.856607 |
| Std. Dev. | 0.036853 | 39.74853 | 0.916752 | 9.243853 | 0.563505 | 0.245328 | 1.697514 | 1.496696 | 0.884332 |
| Skewness | 2.238764 | 2.880175 | 3.070558 | 6.324537 | 0.306449 | 0.764447 | 1.577181 | 0.041064 | 4.165305 |
| Kurtosis | 33.52518 | 14.43041 | 15.40031 | 55.86868 | 2.405019 | 3.544643 | 6.605417 | 2.393068 | 25.84960 |
| Jarque-Bera | 23716.55 | 4082.245 | 4771.070 | 73631.16 | 18.18037 | 65.63437 | 571.8135 | 9.346517 | 14738.29 |
| Probability | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000113 | 0.000000 | 0.000000 | 0.009342 | 0.000000 |
| Sum | 14.61731 | 15324.21 | 280.0748 | 2521.984 | 1487.833 | 196.5427 | 1419.748 | 5462.610 | 288.2508 |
| Sum Sq. Dev. | 0.810796 | 943227.8 | 501.7392 | 51012.95 | 189.5702 | 35.93090 | 1720.288 | 1337.339 | 466.8794 |
| Observations | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 |

الملحق رقم 04 : مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

| | TSR | MVA | DPS | RPS | INV | LDT | LIQ | SIZE | CONT |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| TSR | 1.000000 | -0.016644 | 0.168411 | -0.083623 | 0.091453 | 0.130406 | 0.006055 | 0.042628 | 0.060155 |
| MVA | -0.016644 | 1.000000 | 0.443080 | 0.087275 | 0.427600 | 0.084066 | -0.063908 | 0.403876 | -0.260975 |
| DPS | 0.168411 | 0.443080 | 1.000000 | -0.102267 | 0.359051 | 0.313291 | -0.113308 | 0.475162 | -0.080964 |
| RPS | -0.083623 | 0.087275 | -0.102267 | 1.000000 | -0.247081 | -0.032631 | 0.030048 | 0.143978 | 0.010358 |
| INV | 0.091453 | 0.427600 | 0.359051 | -0.247081 | 1.000000 | 0.253260 | -0.259056 | 0.646720 | -0.199610 |
| LDT | 0.130406 | 0.084066 | 0.313291 | -0.032631 | 0.253260 | 1.000000 | -0.408873 | 0.319945 | -0.171847 |
| LIQ | 0.006055 | -0.063908 | -0.113308 | 0.030048 | -0.259056 | -0.408873 | 1.000000 | -0.391251 | 0.062916 |
| SIZE | 0.042628 | 0.403876 | 0.475162 | 0.143978 | 0.646720 | 0.319945 | -0.391251 | 1.000000 | 0.092289 |
| CONT | 0.060155 | -0.260975 | -0.080964 | 0.010358 | -0.199610 | -0.171847 | 0.062916 | 0.092289 | 1.000000 |

| Correlation Probability | TSR | MVA | DPS | RPS | INV | LDT | LIQ | SIZE | CONT |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|------------------|
| TSR | 1.000000 ---- | | | | | | | | |
| MVA | -0.016644 0.6846 | 1.000000 ---- | | | | | | | |
| DPS | 0.168411 0.0000 | 0.443080 0.0000 | 1.000000 ---- | | | | | | |
| RPS | -0.083623 0.0409 | 0.087275 0.0329 | -0.102267 0.0123 | 1.000000 ---- | | | | | |
| INV | 0.091453 0.0253 | 0.427600 0.0000 | 0.359051 0.0000 | -0.247081 0.0000 | 1.000000 ---- | | | | |
| LDT | 0.130406 0.0014 | 0.084066 0.0399 | 0.313291 0.0000 | -0.032631 0.4257 | 0.253260 0.0000 | 1.000000 ---- | | | |
| LIQ | 0.006055 0.8825 | -0.063908 0.1185 | -0.113308 0.0055 | 0.030048 0.4633 | -0.259056 0.0000 | -0.408873 0.0000 | 1.000000 ---- | | |
| SIZE | 0.042628 0.2980 | 0.403876 0.0000 | 0.475162 0.0000 | 0.143978 0.0004 | 0.646720 0.0000 | 0.319945 0.0000 | -0.391251 0.0000 | 1.000000 ---- | |
| CONT | 0.060155 0.1418 | -0.260975 0.0000 | -0.080964 0.0478 | 0.010358 0.8004 | -0.199610 0.0000 | -0.171847 0.0000 | 0.062916 0.1243 | 0.092289 0.0240 | 1.000000 ---- |

الملحق رقم 05 : معامل تضخم التباين للمتغيرات التفسيرية

| Variable | VIF | 1/VIF |
|-------------|------|----------|
| -----+----- | | |
| SIZE | 3.27 | 0.305907 |
| INV | 2.57 | 0.389091 |
| DPS | 1.47 | 0.681452 |
| RPS | 1.42 | 0.702949 |
| LIQ | 1.39 | 0.719987 |
| LDT | 1.35 | 0.738064 |
| Cont | 1.28 | 0.784030 |
| -----+----- | | |
| Mean VIF | 1.82 | |

الملحق رقم 06 : تقدير نموذج الإنحدار التجميعي لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين والقيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: TSR
Method: Panel Least Squares
Date: 04/02/23 Time: 14:34
Sample: 2009 2021
Periods included: 13
Cross-sections included: 46
Total panel (balanced) observations: 598

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| C | 0.024503 | 0.012287 | 1.994236 | 0.0466 |
| DPS | 0.006864 | 0.001942 | 3.534154 | 0.0004 |
| RPS | -1.76E-05 | 0.000190 | -0.092934 | 0.9260 |
| INV | 0.009394 | 0.004182 | 2.246418 | 0.0250 |
| LEV_DT | 0.020497 | 0.006974 | 2.938994 | 0.0034 |
| LIQ | 0.000936 | 0.001020 | 0.917177 | 0.3594 |
| SIZE_LN_ | -0.004196 | 0.001776 | -2.362913 | 0.0185 |
| CONT | 0.005799 | 0.001877 | 3.089358 | 0.0021 |
| R-squared | 0.061425 | Mean dependent var | | 0.024444 |
| Adjusted R-squared | 0.050289 | S.D. dependent var | | 0.036853 |
| S.E. of regression | 0.035914 | Akaike info criterion | | -3.802089 |
| Sum squared resid | 0.760993 | Schwarz criterion | | -3.743312 |
| Log likelihood | 1144.825 | Hannan-Quinn criter. | | -3.779205 |
| F-statistic | 5.516065 | Durbin-Watson stat | | 1.590515 |
| Prob(F-statistic) | 0.000004 | | | |

Dependent Variable: MVA
Method: Panel Least Squares
Date: 04/04/23 Time: 13:42
Sample: 2009 2021
Periods included: 13
Cross-sections included: 46
Total panel (balanced) observations: 598

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| C | -53.45091 | 10.83292 | -4.934118 | 0.0000 |
| DPS | 14.42659 | 1.712405 | 8.424752 | 0.0000 |
| RPS | 0.702022 | 0.167210 | 4.198458 | 0.0000 |
| INV | 18.65153 | 3.686827 | 5.058966 | 0.0000 |
| LEV_DT | -23.52500 | 6.148686 | -3.826021 | 0.0001 |
| LIQ | 1.060712 | 0.899705 | 1.178955 | 0.2389 |
| SIZE_LN_ | 3.613174 | 1.565481 | 2.308027 | 0.0213 |
| CONT | -10.03696 | 1.654986 | -6.064675 | 0.0000 |
| R-squared | 0.372864 | Mean dependent var | | 25.62577 |
| Adjusted R-squared | 0.365423 | S.D. dependent var | | 39.74853 |
| S.E. of regression | 31.66381 | Akaike info criterion | | 9.761514 |
| Sum squared resid | 591532.3 | Schwarz criterion | | 9.820291 |
| Log likelihood | -2910.693 | Hannan-Quinn criter. | | 9.784398 |
| F-statistic | 50.11207 | Durbin-Watson stat | | 0.177044 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

الملحق رقم 07 : تقدير نموذج الآثار العشوائية لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/02/23 Time: 14:39
 Sample: 2009 2021
 Periods included: 13
 Cross-sections included: 46
 Total panel (balanced) observations: 598
 Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.027521 | 0.014763 | 1.864193 | 0.0628 |
| DPS | 0.006499 | 0.002227 | 2.918789 | 0.0036 |
| RPS | -0.000137 | 0.000204 | -0.673631 | 0.5008 |
| INV | 0.009420 | 0.005340 | 1.764147 | 0.0782 |
| LEV_DT | 0.019982 | 0.008124 | 2.459621 | 0.0142 |
| LIQ | 0.001534 | 0.001184 | 1.295870 | 0.1955 |
| SIZE_LN_ | -0.004640 | 0.002043 | -2.271226 | 0.0235 |
| CONT | 0.006630 | 0.002198 | 3.017124 | 0.0027 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 0.010544 | 0.0865 |
| Idiosyncratic random | | 0.034263 | 0.9135 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.047147 | Mean dependent var | 0.016365 |
| Adjusted R-squared | 0.035842 | S.D. dependent var | 0.035093 |
| S.E. of regression | 0.034458 | Sum squared resid | 0.700539 |
| F-statistic | 4.170482 | Durbin-Watson stat | 1.724154 |
| Prob(F-statistic) | 0.000170 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.058138 | Mean dependent var | 0.024444 |
| Sum squared resid | 0.763657 | Durbin-Watson stat | 1.581647 |

Dependent Variable: MVA
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/04/23 Time: 13:44
 Sample: 2009 2021
 Periods included: 13
 Cross-sections included: 46
 Total panel (balanced) observations: 598
 Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -112.7077 | 14.62497 | -7.706525 | 0.0000 |
| DPS | 13.16063 | 1.770899 | 7.431613 | 0.0000 |
| RPS | 0.073159 | 0.146844 | 0.498211 | 0.6185 |
| INV | 5.234295 | 5.971162 | 0.876596 | 0.3811 |
| LEV_DT | -2.124042 | 6.532207 | -0.325165 | 0.7452 |
| LIQ | -1.808690 | 0.965886 | -1.872572 | 0.0616 |
| SIZE_LN_ | 14.08189 | 1.698108 | 8.292692 | 0.0000 |
| CONT | -9.968109 | 1.791481 | -5.564172 | 0.0000 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 21.27321 | 0.4822 |
| Idiosyncratic random | | 22.04521 | 0.5178 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.327162 | Mean dependent var | 7.078657 |
| Adjusted R-squared | 0.319179 | S.D. dependent var | 27.78254 |
| S.E. of regression | 22.92390 | Sum squared resid | 310048.0 |
| F-statistic | 40.98316 | Durbin-Watson stat | 0.308651 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.202946 | Mean dependent var | 25.62577 |
| Sum squared resid | 751803.6 | Durbin-Watson stat | 0.127289 |

الملحق رقم 08 : تقدير نموذج الآثار الثابتة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/26/23 Time: 10:37
 Sample: 2009 2021
 Periods included: 13
 Cross-sections included: 46
 Total panel (balanced) observations: 598

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.083929 | 0.031863 | 2.634078 | 0.0087 |
| DPS | 0.005294 | 0.002990 | 1.770290 | 0.0772 |
| RPS | -0.000255 | 0.000236 | -1.080496 | 0.2804 |
| INV | -0.007806 | 0.014396 | -0.542210 | 0.5879 |
| LEV_DT | 0.009577 | 0.011095 | 0.863212 | 0.3884 |
| LIQ | 0.003382 | 0.001629 | 2.075921 | 0.0384 |
| SIZE_LN_ | -0.006175 | 0.002966 | -2.082190 | 0.0378 |
| CONT | 0.007803 | 0.003027 | 2.577757 | 0.0102 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.210884 | Mean dependent var | 0.024444 |
| Adjusted R-squared | 0.135593 | S.D. dependent var | 0.036853 |
| S.E. of regression | 0.034263 | Akaike info criterion | -3.825038 |
| Sum squared resid | 0.639812 | Schwarz criterion | -3.435639 |
| Log likelihood | 1196.686 | Hannan-Quinn criter. | -3.673430 |
| F-statistic | 2.800895 | Durbin-Watson stat | 1.875600 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Dependent Variable: MVA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/26/23 Time: 11:10
 Sample: 2009 2021
 Periods included: 13
 Cross-sections included: 46
 Total panel (balanced) observations: 598

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -175.4204 | 20.50085 | -8.556738 | 0.0000 |
| DPS | 13.91670 | 1.924072 | 7.232941 | 0.0000 |
| RPS | -0.081939 | 0.151814 | -0.539733 | 0.5896 |
| INV | 19.05039 | 9.262418 | 2.056741 | 0.0402 |
| LEV_DT | 11.81648 | 7.138380 | 1.655344 | 0.0984 |
| LIQ | -3.225677 | 1.048136 | -3.077536 | 0.0022 |
| SIZE_LN_ | 16.99642 | 1.908101 | 8.907505 | 0.0000 |
| CONT | -8.315280 | 1.947594 | -4.269513 | 0.0000 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared | 0.719193 | Mean dependent var | 25.62577 |
| Adjusted R-squared | 0.692400 | S.D. dependent var | 39.74853 |
| S.E. of regression | 22.04521 | Akaike info criterion | 9.108520 |
| Sum squared resid | 264865.2 | Schwarz criterion | 9.497919 |
| Log likelihood | -2670.448 | Hannan-Quinn criter. | 9.260128 |
| F-statistic | 26.84294 | Durbin-Watson stat | 0.376341 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

الملحق رقم 09 : إختبارات إختيار النموذج الملائم للدراسة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة

أولاً: نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين

إختبار فيشر المقيد:

Residual variance: $0.639812/(598 - 53) = 0.00117397$

Joint significance of differing group means:

$F(45, 545) = 2.29386$ with p-value $7.92822e-006$

إختبار Breusch-Pagan

LM = 16.7281 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(1) > 16.7281) = 4.31368e-005$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the random effects alternative.)

إختبار Hausman

H = 14.0815 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(7) > 14.0815) = 0.0497499$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

ثانياً: نموذج القيمة السوقية المضافة

إختبار فيشر المقيد:

Residual variance: $264865/(598 - 53) = 485.991$

Joint significance of differing group means:

$F(45, 545) = 14.937$ with p-value $5.66495e-069$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the fixed effects alternative)

إختبار Breusch-Pagan

Breusch-Pagan test statistic:

LM = 567.789 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(1) > 567.789) = 1.69888e-125$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model

(.is adequate, in favor of the random effects alternative

Hausman إختبار

Hausman test statistic:

$H = 56.3847$ with $p\text{-value} = \text{prob}(\text{chi-square}(7) > 56.3847) = 7.92104e-010$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.

الملحق رقم 10 : إختبار نموذج الآثار الثابتة لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة

أولاً: نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين

إختبار ثبات التباين:

Distribution free Wald test for heteroskedasticity:

Chi-square(46) = 13815, with p-value = 0

إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

Wooldridge test for autocorrelation in panel data -

Null hypothesis: No first-order autocorrelation ($\rho = -0.5$)

Test statistic: $F(1, 45) = 5.20166$

with p-value = $P(F(1, 45) > 5.20166) = 0.0273518$

ثانياً: نموذج القيمة السوقية المضافة

إختبار ثبات التباين:

Distribution free Wald test for heteroskedasticity:

Chi-square(46) = 337691, with p-value = 0

إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

Wooldridge test for autocorrelation in panel data -

Null hypothesis: No first-order autocorrelation ($\rho = -0.5$)

Test statistic: $F(1, 45) = 41.7776$

with p-value = $P(F(1, 45) > 41.7776) = 6.38713e-008$

الملحق رقم 11: نموذج الآثار الثابتة المصحح لمعدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة

أولا : نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 03/26/23 Time: 11:03
 Sample: 2009 2021
 Periods included: 13
 Cross-sections included: 46
 Total panel (balanced) observations: 598
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (no d.f. correction)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.069172 | 0.020966 | 3.299176 | 0.0010 |
| DPS | 0.003735 | 0.001250 | 2.988257 | 0.0029 |
| RPS | -0.000164 | 0.000166 | -0.982576 | 0.3263 |
| INV | 0.003169 | 0.009250 | 0.342640 | 0.7320 |
| LEV_DT | 0.004635 | 0.006767 | 0.684911 | 0.4937 |
| LIQ | 0.002795 | 0.000945 | 2.956757 | 0.0032 |
| SIZE_LN_ | -0.007066 | 0.002015 | -3.507518 | 0.0005 |
| CONT | 0.005631 | 0.002602 | 2.163667 | 0.0309 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

| | | | |
|--------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.399490 | Mean dependent var | 0.041226 |
| Adjusted R-squared | 0.342194 | S.D. dependent var | 0.052172 |
| S.E. of regression | 0.034039 | Sum squared resid | 0.631460 |
| F-statistic | 6.972347 | Durbin-Watson stat | 2.085009 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Unweighted Statistics

| | | | |
|-------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.207320 | Mean dependent var | 0.024444 |
| Sum squared resid | 0.642702 | Durbin-Watson stat | 1.870624 |

ثانيا: نموذج القيمة السوقية المضافة

Dependent Variable: MVA
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 03/26/23 Time: 11:14
 Sample: 2009 2021
 Periods included: 13
 Cross-sections included: 46
 Total panel (balanced) observations: 598
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (no d.f. correction)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -120.5014 | 8.499830 | -14.17691 | 0.0000 |
| DPS | 11.22701 | 0.746410 | 15.04133 | 0.0000 |
| RPS | 0.266650 | 0.075485 | 3.532487 | 0.0004 |
| INV | 6.044603 | 2.871337 | 2.105153 | 0.0357 |
| LEV_DT | 15.77321 | 2.384820 | 6.614004 | 0.0000 |
| LIQ | -0.337419 | 0.441561 | -0.764150 | 0.4451 |
| SIZE_LN_ | 13.46584 | 0.670655 | 20.07864 | 0.0000 |
| CONT | -5.571284 | 0.826751 | -6.738770 | 0.0000 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

| | | | |
|--------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.850889 | Mean dependent var | 42.20828 |
| Adjusted R-squared | 0.836662 | S.D. dependent var | 48.92305 |
| S.E. of regression | 19.57431 | Sum squared resid | 208818.7 |
| F-statistic | 59.80754 | Durbin-Watson stat | 0.616462 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Unweighted Statistics

| | | | |
|-------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.702495 | Mean dependent var | 25.62577 |
| Sum squared resid | 280614.7 | Durbin-Watson stat | 0.329826 |

الملحق رقم 12: التحليل الديناميكي لنموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين و القيمة السوقية المضافة

أولاً: نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهمين

Model 2: 2-step dynamic panel, using 552 observations

Included 46 cross-sectional units

Including equations in levels

H-matrix as per OLS/DPD

Dependent variable: TSR

Asymptotic standard errors

| | <i>Coefficient</i> | <i>Std. Error</i> | <i>Z</i> | <i>p-value</i> | |
|-------------------|--------------------|--------------------|----------|----------------|-----|
| TSR(-1) | 0.0374607 | 0.0105647 | 3.5458 | 0.00039 | *** |
| const | 0.00309364 | 0.00544723 | 0.5679 | 0.57008 | |
| DPS | 0.00618861 | 0.00170722 | 3.6250 | 0.00029 | *** |
| RPS | -9.92172e-06 | 6.2738e-05 | -0.1581 | 0.87434 | |
| INV | 0.00827237 | 0.00148691 | 5.5634 | <0.00001 | *** |
| LEV_DT | 0.00636422 | 0.00330951 | 1.9230 | 0.05448 | * |
| LIQ | 0.00208114 | 0.000710341 | 2.9298 | 0.00339 | *** |
| Size_Ln_ | -0.00156309 | 0.000717249 | -2.1793 | 0.02931 | ** |
| Cont | 0.00374456 | 0.000758752 | 4.9352 | <0.00001 | *** |
| Sum squared resid | 0.539911 | S.E. of regression | | 0.031533 | |

Number of instruments = 85

Test for AR(1) errors: z = -3.03324 [0.0024]

Test for AR(2) errors: z = 0.0989181 [0.9212]

Sargan over-identification test: Chi-square(76) = 42.3304 [0.9994]

Wald (joint) test: Chi-square(8) = 206.577 [0.0000]

Model 4: 2-step dynamic panel, using 552 observations
 Included 46 cross-sectional units
 Including equations in levels
 H-matrix as per OLS/DPD
 Dependent variable: MVA
 Asymptotic standard errors

| | <i>Coefficient</i> | <i>Std. Error</i> | <i>Z</i> | <i>p-value</i> | |
|-------------------|--------------------|--------------------|----------|----------------|-----|
| MVA(-1) | 1.09815 | 0.004871 | 225.4468 | <0.00001 | *** |
| Const | -4.11652 | 2.27167 | -1.8121 | 0.06997 | * |
| DPS | -2.05398 | 0.227698 | -9.0206 | <0.00001 | *** |
| RPS | -0.0950297 | 0.009945 | -9.5555 | <0.00001 | *** |
| INV | 3.18316 | 0.293919 | 10.8301 | <0.00001 | *** |
| LEV_DT | -0.533134 | 1.51737 | -0.3514 | 0.72532 | |
| LIQ | 0.158259 | 0.121703 | 1.3004 | 0.19347 | |
| Size_Ln_ | -0.05283 | 0.188024 | -0.2810 | 0.77873 | |
| Cont | -0.49998 | 0.622243 | -0.8035 | 0.42168 | |
| Sum squared resid | 68169.12 | S.E. of regression | | 11.20454 | |

Number of instruments = 85
 Test for AR(1) errors: $z = -2.28892$ [0.0221]
 Test for AR(2) errors: $z = -0.271124$ [0.7863]
 Sargan over-identification test: Chi-square(76) = 34.2015 [1.0000]
 Wald (joint) test: Chi-square(8) = 464050 [0.0000]