

[المجلد: السادس / العدد: الثاني / (أكتوبر 2022) / الصفحات: 035-052]

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية «دراسة تحليلية لنماذج توزيع الأرباح»



عمار خيرى⁽¹⁾ *

✉ kheiriammar@gmail.com

(1) باحث دكتوراه، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة

البلدية 02 [الجزائر]

تاريخ النشر: 2022/12/20

تاريخ القبول: 2022/12/18

تاريخ الإرسال: 2022/10/08

الملخص: يُعد قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والمؤسسة، كما تتنوع سياسة توزيع الأرباح وتعدد نماذجها من مؤسسة لأخرى وهذا وفق ما يتناسب مع طبيعتها وخصائصها وخططها المستقبلية.

لذلك نهدف من خلال هذا البحث إلى عرض أهم سياسات توزيع الأرباح من جهة، ومن جهة أخرى التطرق لمختلف النماذج التي حاولت تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة، نماذج توزيع الأرباح.

تصنيف «جال»: G21؛ O16؛ G32.



kheiriammar@gmail.com

(1) * البريد الإلكتروني للمرسل:



[Vol. 06\N°. 02\ (October 2022)\Pages: 035-052]



The Impact Of The Dividend Policy On The Value Of Economic Institutions «An Analytical Study Of Profit Distribution Models»



01st KHEIRI AMMAR^{*(1)}.

⁽¹⁾ University of Blida 02 [Algeria]



kheiriammar@gmail.com

Received: 08/10/2022

Accepted: 18/12/2022

Published: 20/12/2022

Abstract: The decision to distribute profits is one of the difficult and important strategic financial decisions taken by the financial management in economic institutions, because of this decision's direct impact on the investor and the institution.

Therefore, through this research, we aim to present the most important dividend policies on the one hand, and on the other hand, to address the various models that tried to explain the relationship between the dividend policy and the value of the institution.

Keywords: Dividend policy, corporate value, dividend distribution models.

«JEL» Classification: G21; O16; G32.

* Corresponding author:

kheiriammar@gmail.com



مقدمة: يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والمؤسسة، حيث أن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، ودائماً ما يسعى المستثمرون إلى تحقيق أرباح جارية ومستمرة تكون ناتجة عن عملية التوزيع، كما أنه على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في المؤسسات الجديدة والنامية التي تكون بحاجة إلى التمويل.

فما بين توزيع الأرباح واحتجازها داخل المؤسسة لغرض إعادة استثمارها وجدت الكثير من التيارات نظمتها مجموعة من النظريات، بعضها ينظر إلى عملية توزيع الأرباح على أنها مسألة لا بد منها ويبنى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي التأثير على ثروة الملاك (قيمة المؤسسة)، في حين يرى فريق آخر بأن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للشركة ولا بالقيمة السوقية للسهم العادي، فتوزيع الأرباح أو احتجازها ليس له علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية.

تتنوع سياسة توزيع الأرباح وتتعدد نماذجها من مؤسسة لأخرى وهذا وفق ما يتناسب مع طبيعتها وخصائصها وخططها المستقبلية، لذلك في هذا الجزء سنحاول عرض أهم سياسات توزيع الأرباح من جهة، ومن جهة أخرى التطرق لمختلف النماذج التي حاولت تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

المحور الأول: أنواع سياسة توزيع الأرباح

تمتلك الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، لذلك تختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة لأخرى، ويمكن عرض أهم أنواع سياسات توزيع الأرباح والتي يمكن تقسيمها إلى سياسات نقدية وأخر غير نقدية.

أولاً. السياسات النقدية لتوزيع الأرباح: حيث تحتوي على مختلف السياسات التالية:

1. **سياسة توزيع مجمل الأرباح:** قام (Rubner: 1966) باقتراح توزيع إجمالي أرباح الأسهم، حيث أنه يستند في اقتراحه على فكرة مفادها أن المساهمين يفضلون الحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، لكن عملياً المؤسسات لا تعتمد على هذه الاستراتيجية لأنها غير مشجعة لا جبايياً ولا من طرف المساهمين، كونها تؤثر بشكل سلبي على التمويل الذاتي من جهة، ومن جهة أخرى كون الضرائب المفروضة على الأرباح الموزعة للأسهم غالباً ما تكون أكبر من تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية للأسهم⁽¹⁾؛

2. **سياسة غياب التوزيعات:** تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى، حيث يرى كل من (Clarkson et Elliot: 1966) بأن التوزيعات تعتبر ترف (Luxe) بالنسبة للمؤسسات والمساهمين، لذلك يراها أنه لا يوجد داعٍ لإجراء هذه التوزيعات، لكن في الواقع العملي مهما كانت مزايا هذه السياسة فإنه من النادر أن توجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون القيام بإجراء أي توزيعات⁽²⁾.

- وعادة ما يتم اتباع هذه السياسة في الحالات التالية:
- عندما يكون الاقتراض صعباً أو تكاليفه عالية؛
 - عندما يفضل المساهمون الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية؛
 - عندما تكون المؤسسة حديثة النشأة ونموها سريع(3)؛
 - المؤسسات الجديدة حتى تعزز مركزها المالي؛
 - المؤسسات التي تعمل في نشاط يتصف بالنمو والتقنيات العالية، كالمؤسسات من نوع (Start Up) وفي مقدمتها (Microsoft) والتي ظلت لسنوات عديدة لا توزع أرباحاً على مساهميها رغم تحقيقها لأرباح مرتفعة، فالربح الذي يجنيه المساهم في هذا النوع من المؤسسات هو ربح رأسمالي ينمو مع مرور الوقت بشكل مغري؛
 - المؤسسات التي تواجه منافسة شديدة(4).

3. سياسة توزيع المتبقي من الأرباح: تعتمد المؤسسة في ظل هذه السياسة على التدفق النقدي المتولد داخلياً لكي تقوم المشاريع الاستثمارية الجديدة بالإيجابية، وتوزيعات الأرباح يمكن دفعها مما تبقى، يسمى هذا المتبقي بالفائض، ومثل هذه السياسة تدعى بسياسة توزيع الفائض (Residual Dividend Policy)، وتعتمد هذه السياسة إذا أرادت المؤسسة تفادي بيع جديد لأسهم الملكية، في مثل هذه الحالة يمكن اعتبار أن قرار توزيع الأرباح قرار تابع لقرار الاستثمار(5).

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة. وهذا ممكن جداً لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة، وكذلك عمولات وسطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.

4. سياسة التوزيعات المستقرة: رغم أن الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية تمتلك الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين إلا أن الملاحظ أن أكثر شركات الأعمال تركزن إلى سياسة تتسم بنوع من الشيوخ أكدتها العديد من الدراسات الاختبارية، وهي رغبتها في سياسة توزيع أرباح مستقرة (Stable Dividend Policy) وتمثل هذه السياسة باللجوء إلى أحد الإجراءات الثلاث الشائعة وهي(6):

أ. توزيع أرباح مستقرة للسهم الواحد: تلجأ لكثير من المؤسسات الاقتصادية إلى اعتماد سياسة توزيعات للأرباح بمقدار ثابت لكل سهم، ولذلك فإن أي تغييرات في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية للمؤسسة سوف لن تكون راغبة في زيادة مقدار التوزيع من الأرباح إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى

جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموم فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر.

ب. توزيع الأرباح بنسب ثابتة: وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنوياً من الأرباح المحققة، وكما يلاحظ من هذا الإجراء أن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المحققة.

ج. النمط المستقر مع علاوة إضافية: من الإجراءات الشائعة لكثير من المؤسسات هو لجوؤها إلى توزيع أرباح بنمط مستقر مع علاوة إضافية للتوزيع، وعادة ما تلجأ المؤسسات إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع الأرباح، وفي مثل هذه الحالة تقوم الإدارة المالية في المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك لها المرونة بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، ومثل هذا الإجراء يضفي صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق.

ولابد من الذكر أن هناك عدة أسباب لتفضيل سياسة توزيع الأرباح المستقرة وهي:

- يفضل المساهمون والمستثمرون اعتماد سياسة توزيع أرباح مستقرة بشكل أفضل من سياسة توزيع متقلبة فإنهم يرضون بعائد أقل ضمن سياسة توزيع مستقرة؛
- إن عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح سوف يؤثر على سمعة الشركة وعلى سعر السهم في السوق وهذا يؤدي إلى خسارة رأسمالية تلحق بالكي الأسهم ناجمة عن انخفاض سعر السهم بالسوق⁽⁷⁾؛
- يجسد فكرة وجود محتوى المعلومات أو ما يعرف بفرضية التأثير، إذ أن تقلبات التوزيع المستمرة تؤدي إلى زيادة عدم التأكد وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل المرجحة (WACC) وتنخفض أسعار الأسهم في السوق قياساً بالنمط المستقر؛

- يستخدم العديد من المستثمرين وحملة الأسهم العادية الأرباح الموزعة في تغطية الاستهلاك، فالتقلب المستمر يعرضهم لمشاكل ونفقات تصفية جزء من الأسهم، ناهيك عن القلق بمستقبل الأسعار السوقية والتوزيع المتوقع، وإزاء قاعدة الاستقرار فإن تكلفة الأموال المرجحة سوف تنخفض وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي القيمة السوقية للسهم الواحد كنتيجة لذلك.

ثانياً. السياسات غير النقدية لتوزيع الأرباح (التوزيع في شكل أسهم أو تجزئة الأسهم): بالرغم من أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي، إلا أن المؤسسة تستطيع أن توزع أرباحها في شكل أسهم (Stock Dividends) أو أنها تلجأ إلى عملية تجزئة السهم (Stock Splits) كوسيلة من وسائل توزيع الأرباح.

1. التوزيعات في شكل أسهم مجانية⁽⁸⁾: في كثير من الحالات تلجأ العديد من الشركات إلى توزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم بدلا من دفع أرباح نقدية، إن هذا الإجراء يتطلب أن تمتلك الشركة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، لكن بعض القوانين نحول دون زيادة قيمة الاحتياطات على سقف (رأس المال المدفوع مثلاً)، حينئذٍ يمكن لهذه الشركات أن تزيد من رأسمالها من خلال تحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى رأس المال ومن ثم القيام باحتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، وهذا يتطلب قيام الشركة (عند زيادة رأس المال) بتوزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم بنسبة تتوافق مع حجم الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تم تمويلها إلى حساب رأس المال.

وهنا السؤال المطروح: ما هي المنافع التي يمكن تحقيقها من توزيع الأسهم المجانية مع العلم أن قيمة السهم في السوق ستخفّض؟ والإجابة تتمثل في:

- عند قيام الشركة بتحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، فإن هذه العملية توفر لها إمكانية لاحتجاز أرباح مستقبلية على شكل احتياطات وهذه العملية تزيد من فرص الشركة في التوسع والنمو مستقبلاً؛

- عند انخفاض سعر السهم في السوق، فإن هذا لا يعني انخفاض ثروة المساهم، بل على العكس، فالمساهم حصل على أسهم إضافية بحيث بقيت قيمة ثروته ثابتة، ثم إن قيمة السهم المتدنية تشجع صغار المستثمرين على شراء سهم الشركة مما يزيد الطلب عليها وبالتالي احتمال ارتفاع سعرها مستقبلاً؛

- تعطي عملية توزيع أسهم مجانية محتوى معلوماتي (إشارة) حول توقعات الشركة المستقبلية حيث أنها تعطي انطباعاً بأن الشركة ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها مما يدل على نجاح أعمالها.

2. سياسة تجزئة الأسهم: وهو الإجراء الذي يمكن أن تلجأ إليه إدارة الشركة من أجل تنشيط الطلب على أسهمها في السوق، فإذا وصل سعر السهم للشركة إلى مستوى مرتفع لا بد وأن يؤثر على تداول السهم مما تضطر الشركة إلى زيادة عدد أسهمها المتداولة لكي تخلق طلباً نشيطاً على أسهمها مما يؤدي إلى ارتفاع جديد في أسعار أسهمها في السوق⁽⁹⁾. فسياسة تجزئة السهم تتضمن تخفيض القيمة الاسمية للسهم بنسبة معينة وإصدار أسهم جديدة بنفس النسبة دون التأثير على رأس مال الشركة ودون أن تتأثر قيمة رأس المال السوقي للشركة ومن ثم عدم تأثير ثروة المساهمين، حيث أن كل ما يحدث هو زيادة عدد الأسهم التي في حوزة كل مساهم نتيجة التقسيم مع ثبات القيمة السوقية الإجمالية للشركة قبل وبعد التجزئة لأسهمها، وخلافاً للسياسة السابقة (التوزيعات في شكل أسهم مجانية) فإن تجزئة السهم لا تؤدي إلى أي تغيير في حسابات الأسهم العادية وعلاوات الإصدار والأرباح المحتجزة⁽¹⁰⁾.

3. التجزئة العكسية للأسهم (تجميع أو توحيد الأسهم): تهدف التجزئة العكسية إلى زيادة سعر السهم بدلا من تخفيضه كما هو الحال في سياسة التجزئة، ويتم ذلك عن طريق تخفيض عدد الأسهم في السوق، ومن أهم الأسباب التي تدفع بالمؤسسة للجوء لهذه السياسة نجد⁽¹¹⁾:
- يفرض التعامل في سوق الأوراق المالية في كثير من الأحيان سعر أدنى، فتجميع الأسهم قد يمكن المؤسسة من رفع قيمة أسهمها عن الحد الأدنى؛
 - الرغبة في التخلص من صغار المستثمرين الذين يملكون كمية من الأسهم والتي تؤول دون المستوى المحدد للتوحيد، وهذا بسبب كثرة المصاريف الإدارية التي تتحملها المؤسسة تجاههم.
4. سياسة إعادة شراء الأسهم: يمكن لإدارة أي شركة إعادة شراء أسهم الشركة نفسها، مما يؤدي إلى انخفاض عدد أسهم هذه الشركة، وبالتالي انخفاض حقوق الملكية في الميزانية، ولا تعتبر هذه الأسهم أصلا من أصول الشركة، كما أنها لا تحصل على أي توزيعات للأرباح، وعادة ما تتم إعادة شراء الأسهم بثلاث طرق وهي:
- شراء أسهم الشركة في السوق المفتوحة وبسعر السهم المتداول في السوق، وتتم عملية الشراء عن طريق وسيط مما يستوجب في هذه الحالة دفع عمولة للوسيط، وتؤدي هذه العملية إلى رفع سعر السهم في السوق المالي حتى تتم عملية الشراء؛
 - شراء الأسهم عن طريق العطاء (Tender Offer)، وفي هذه الحالة يتم شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد مسبقا، وفي العادة فإن هذه السعر يكون أكبر من السعر السوقي للسهم، وذلك من أجل تحفيز المستثمرين على بيع الأسهم التي يمتلكونها؛
 - شراء أسهم من مستثمر واحد أو مجموعة من المستثمرين الرئيسيين في الشركة، وفي هذه الحالة فإنه يتم التفاوض على السعر، ويراعى أن يكون السعر في هذه الحالة عادلا حتى لا يؤدي انخفاض السعر إلى خسارة لبقية المستثمرين.

المحور الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح

- حاول عدة علماء وباحثين في مجال المالية بتقديم نماذج نظرية حاولوا من خلالها مناقشة العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وهذا في ظل افتراض مجموعة من الفروض، ويمكن عرض أهم هذه النماذج فيما يلي:
- أولاً. نموذج والتر (Walter's Model: 1963): يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور الأساسي الذي يؤديه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، وقد بني هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات، وهي⁽¹²⁾:
 - اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛
 - ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة التمويل؛

- يتم اعتماد سياسة توزيع أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها؛
 - ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.
- يعتبر والتر في نموذج أن قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي يأتي بعد قرار الاستثمار في المؤسسة، حيث نجد في هذا النموذج أن مقدار التوزيعات يُحدد بحسب الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المسيرين، أما المساهمون فيفضلون احتفاظ المؤسسة بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد استثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الاستثمار في مشاريع أخرى وذلك مع تحمل نفس المخاطر⁽¹³⁾.
- وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة على النحو التالي⁽¹⁴⁾:

$$P = \frac{D + \frac{R(B - D)}{k_e}}{k_e} \quad \dots\dots\dots (01)$$

حيث أن: P : سعر السهم السوقية؛

D : توزيعات السهم السنوية؛

k_e : معدل العائد المطلوب؛

R : معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

B : ربحية السهم (نصيب السهم من الربح السنوي).

عموما فإن نموذج والتر يعد من أول النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وفي ظل افتراض مجموعة من الفروض المبسطة، رغم أن بعض الفروض ما هي إلا فروض نظرية. فلقد افترض والتر بأن استثمارات الشركة سيتم تمويلها من الأرباح المحتجزة، وهذا يعني عدم وجود تمويل خارجي، أي أن تطبيقه سيتم فقط في الشركات التي تمول بمصدر ملكية وهي ما تعرف بالشركات غير المرفوعة. كما افترض أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار ثابت، وهذا افتراض غير منطقي، لأن أي زيادة في استثمارات الشركة لابد وأن يصاحبها تغير في معدل العائد المتوقع من الاستثمار.

أخيرا فإن افتراض النموذج لثبات معدل العائد المطلوب يكون قد تجاهل المخاطر التي تتعرض لها الشركة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم الواحد.

رغم هذه المحددات فإن نموذج والتر يعد من النماذج المهمة لتفسير العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم الواحد، وبالتالي التأثير في ثروة الملاك⁽¹⁵⁾.

ثانياً. نموذج لنتنر (John lintner Model: 1956)⁽¹⁶⁾: قام جون لينتنر بإجراء سلسلة من المقابلات مع 28 مسيرا لعدة مؤسسات، حيث ركزت هذه المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم. من خلال تلك المقابلات، توصل لنتنر إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددات رئيسية لأرباح

السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشياً مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة. بافتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع أرباح (d)، ففي العامل المقبل ستكون أرباح السهم الموزعة (DIV₁) تساوي نسبة ثابتة من الأرباح لكل سهم (MPA₁)، ومنه فإن (DIV₁) تعطى كما يلي:

$$DIV_1 = d \times MPA_1 \quad \dots\dots\dots (02)$$

ويكون التغير في أرباح السهم في العام المقبل (DIV₁) مقارنة بأرباح السهم في العامل الحالي (DIV₀) كما يلي:

$$DIV_1 - DIV_0 = (d \times MPA_1) - DIV_0 \quad \dots\dots\dots (03)$$

كما يوضح النموذج الموالي تعديلاً جزئياً للنموذج السابق، فهو يبين وجود معمل التعديل (c) وثابت (a):

$$DIV_1 - DIV_0 = a + c(d \times MPA_1 - DIV_0) \quad \dots\dots\dots (04)$$

توصل لنتنر إلى أن الأولوية تعطى لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فهي تابعة له، فإذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى التمويل الخارجي، كما أن أرباح السهم الخاصة بالنسبة لمؤسسة ما تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة وبدرجة أكبر على الأرباح الماضية.

تم اختبار نموذج لنتنر لتوزيع أرباح السهم على عدة دراسات تجريبية، وقد خلصت أغلبها إلى واقعية هذا النموذج، مثل الدراسة التي قام بها كل من فاما وبابياك (Fama & Babiak: 1968)، حيث قاما بدراسة توزيعات أرباح السهم لمجموعة مكونة من 392 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنة 1946 وسنة 1964، وكانت نتائج الدراسة متوافقة مع نموذج لنتنر.

ثالثاً. نموذج جوردن (Gordon Model: 1962): يقوم هذا النموذج على أساس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق، وبالتالي على القيمة السوقية للسهم⁽¹⁷⁾، واستند هذا النموذج على عدة فروض أهمها⁽¹⁸⁾:

- المؤسسة ممولة بالكامل بمصدر تمويل ممتلك، ولا يوجد تمويل خارجي كما وأن جميع الاستثمارات سيتم تمويلها من احتياطي الأرباح (الأرباح المحتجزة)؛
- معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب ثابتان؛
- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح؛
- جميع المستثمرين ييغضون المخاطرة لأنهم يتمتعون بالرشد والعقلانية.

لقد اعتمد جوردن في نظريته على نموذج رسمية توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب⁽¹⁹⁾. حيث صاغ جوردن نموذجه وفق متغيرات المعادلة الرياضية التالية:

$$P_0 = \frac{B(1-T)}{R - k_e \times T} = \frac{D_1}{k_e - g} \dots\dots\dots (05)$$

حيث أن: P_0 : السعر الحالي للسهم في السوق؛
 D_1 : حصة توزيع الأرباح للسهم في الفترة الأولى؛
 k_e : تكلفة السهم العادي؛
 g : معدل النمو المتوقع لتوزيع الأرباح؛
 T : نسبة احتجاز الأرباح؛
 R : معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛
 B : ربحية السهم (نصيب السهم من الربح السنوي).

رابعاً. نموذج كالاي (Kalay 1980): يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسناً في التدفقات النقدية والعكس⁽²⁰⁾.

يقوم نموذج كالاي لتوزيع الأرباح على مجموعة من الافتراضات وهي⁽²¹⁾:

- غياب كل من تكاليف الصفقات، تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس؛
- التحليل مبني على فترة زمنية واحدة؛
- المستثمرون يعلمون بأن المسيرين على دراية بوضعية المؤسسة الحالية والمستقبلية؛
- يتميز المستثمرون بالحيادية تجاه المخاطرة.

يوضح نموذج كالاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك فالمسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيراً فعالاً في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق⁽²²⁾.

خامساً. نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعاملات (Merton&Marsh 1987)⁽²³⁾: يفترض نموذج ميرتون لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشمل على مركبتين أساسيتين المركبة الأولى في تكلفة جمع ومعالجة البيانات، أما المركبة الثانية فهي تتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات من طرف المؤسسة. تعطي هذه التكاليف صورة معكوسة لتكاليف نموذج الإشارة والوكالة. كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد.

يصاغ نموذج ميرتون ومارش (Merton&Marsh) كما يلي:

$$R_s - r = \beta_s [R_m - r] + \lambda_s - \beta_s \lambda_m \quad (06)$$

حيث أن: R_s : عائد الأصل S في حالة التوازن؛

R_m : عائد محفظة السوق في حالة التوازن؛

r : معدل العائد بدون مخاطرة؛

β_s : بيتا الأصل؛

λ_s : تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل S؛

λ_m : التكلفة المتوسطة للمعلومات.

يعتبر نموذج ميرتون ومارش (Merton&Marsh) كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور أرباح السهم وكذلك لمحفظه السوق.

المحور الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

تختلف الآراء حول أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم وبالتالي على قيمة المؤسسة، فبينما يرى البعض أن زيادة توزيعات الأرباح تؤثر على سعر السهم بالزيادة، يرى البعض الآخر أن تخفيض توزيعات الأرباح يؤثر على زيادة سعر السهم، في حين يرى رأي ثالث أنه لا علاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم. وفيما يلي استعراض أهم هذه الآراء في شكل نظريات مقدمة من طرف أصحابها.

أولاً. نظرية التوزيعات الشخصية لميلر ومودغلياني (Miller&Modigliani's Theory): يصر ميلر ومودغلياني على ما توصلوا إليه من نتائج، وهذا حتى في ظل عدم التأكد، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم، وهذا بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه (Hom Made Dividend) بغض النظر عن تلك التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقاً لاحتياجاته من الدخل، فعندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد عن حاجة المستثمر فإنه سيتجه نحو اقتناء أسهم المؤسسة باستخدام هذا الفائض من الدخل، والعكس في حالة عدم تغطية هذه التوزيعات لاحتياجات المستثمر من السيولة، يتجه

بالضرورة إلى سد هذه الاحتياجات، ويكون هذا بالتنازل عن جزء من الأسهم التي يمتلكها لغيره، وكل هذا الاثبات بطبيعة الحال كان تحت جملة من الافتراضات والتي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط افتراض حالة التأكد⁽²⁴⁾.

وبالتالي فالمستثمر يمكنه أن يكون لنفسه سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة إلى التقيد بتلك التي تنتهجها المؤسسة، ويتم له ذلك من خلال إمكانية شراء وبيع الأسهم التي يمتلكها، وبناءً على ذلك فالمؤسسة يمكنها اختيار سياسة التوزيعات التي تلائمها دون التقيد برغبات مستثمريها، وهذا نظراً لأن هذه السياسة لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكها المستثمرون، فالأصل في الأثر إنما يكون نتيجة تقديم خدمة خاصة لهذا المستثمر بحيث لا يكون قادر على الحصول عليها دون مساعدة من المؤسسة، وهذا ما لا يتوفر في سياسة التوزيعات⁽²⁵⁾.

ولتوضح الفكرة رياضياً، نفترض أن ربح السنة الماضية للمؤسسة ما (R_0) وهذا الربح مؤكد بطبيعته، أما الربح المتوقع في نهاية السنة الحالية وهو ربح غير مؤكد فتبلغ قيمته (R_1) ، ولقد اعتمدت المؤسسة بالفعل على مبالغ لاستثمارها خلال السنة الحالية قدرها (I) وهي بذلك تمثل تدفقات مؤكدة، وسوف نفترض أن مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة تتمثل في الأرباح المحتجزة و (أو) إصدار أسهم عادية و (أو) إصدار سندات جديدة. فإذا ما قررت المؤسسة إجراء توزيعات من أرباح السنة الماضية قدرها (DIV) فسوف يترتب على ذلك حرمان المؤسسة من زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات التي تقرر إجراؤها وقد يترتب على ذلك ضرورة حصول المؤسسة على زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات التي تقرر إجراؤها، وقد يترتب على ذلك ضرورة حصول المؤسسة على أموال من مصادر خارجية قدرها (E) إذ قد لا يكفي ما تبقى من الأرباح المتولدة من السنة السابقة لتمويل الاستثمارات والتوزيعات المعتمدة، ويمكن أن نوضح كل ما سبق ذكره في شكل معادلة وذلك على النحو التالي⁽²⁶⁾:

$$R_0 + E = DIV + I \quad \dots\dots\dots (07)$$

حيث يمثل الجانب الأيسر مصادر الأموال المتمثلة في الأرباح المتولدة إضافة إلى الأموال التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية أما الجانب الأيمن فيمثل استخدامات هذه الأموال وهي الاستثمارات الجديدة إضافة إلى التوزيعات المقرر إجراؤها، ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (23-04) على النحو التالي:

$$DIV = R_0 + E - I \quad \dots\dots\dots (07)$$

وزيادة في التحليل فإن حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية سوف يترتب عليه مصاريف مالية (FF) تتمثل في تكلفة هذه الأموال، ولنفترض أن المؤسسة سوف يتم تصفيتها بنهاية العام الحالي، وهذا لتسهيل المعادلات الرياضية دون الإخلال بسلامة التحليل، وعليه فإن الربح المتوقع (R_1) سوف يتم توزيعه بين الملاك الحاليين الذين سيحصلون على ما قيمته (DIV_1) ، وبين مصادر التمويل الجديدة التي

ستحصل على ما قيمته (FF)، وهذا ما تعكسه المعادلة التالية⁽²⁷⁾:

$$R_1 = DIV_1 + FF \quad \dots\dots\dots (08)$$

حيث R_1 : دخل المؤسسة من الأرباح الصافية إضافة إلى دخلها من أموال التصفية؛
أن:

DIV : دخل الملاك من الأرباح إضافة إلى نصيبهم من أموال التصفية.

FF : تكلفة الأموال المتحصل عليها من مصادر خارجية فقط بل نصيبها أيضا من أموال التصفية.

هذا ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (25-04) على النحو التالي:

$$DIV_1 = R_1 - FF \quad \dots\dots\dots (09)$$

إذا رجعنا إلى فرضية التمويل بالأموال الخاصة فقط لتبسيط الحل، فإن قيمة السهم عبارة عن التوزيعات

الحالية مضافا إليها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات، ونكتب:

$$P_0 = DIV + P_1 \quad \dots\dots\dots (10)$$

حيث أن (P_1) تمثل القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة أن يحصل عليها الملاك في نهاية الفترة، أي نهاية السنة (العمر

الافتراضي للمؤسسة هو سنة واحدة) وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$P_1 = \frac{DIV_1}{1 + K} \quad \dots\dots\dots (11)$$

وإذا ما أعدنا صياغة لمعادلة رقم (28-04) وفقا لنموذج تسعير الأصول المالية يجب علينا استعمال ما

يسمى بأسلوب المعادل المؤكد (Certainty Equivelant) هذا الأخير يمكننا من تحويل معدل الخصم

للتدفق النقدي غير المؤكد إلى معدل خصم للتدفق المقدي المؤكد، وهذا من خلال معامل يمكن أن نعرفه بالمعادلة

التالية⁽²⁸⁾:

$$F = 1 - \frac{PR \cdot COV(DIV_1, RM)}{DIV_1} \quad \dots\dots\dots (12)$$

$$\frac{1}{1 + k} = \frac{F}{1 + RSF} \quad \dots\dots\dots (13)$$

وعليه فإن المعادلة رقم (28-04) تصبح بهذا الشكل:

$$P_1 = \frac{DIV_1 - PR \cdot COV(DIV_1, RM)}{1 + RSF} \quad \dots\dots\dots (14)$$

حيث أن: PR : بدل المخاطرة؛

RM : عائد السوق؛

$COV(DIV_1, RM)$: التباين المشترك بين DIV_1 و RM ؛

RSF : عائد الأصل الخالي من المخاطرة.

وبتعويض قيمة DIV_1 المتحصل عليها في المعادلة رقم (26-04) نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - FF) - PR.COV((R_1 - FF), RM)}{1 + RSF} \dots (15)$$

وبما أن:

$$COV((R_1 - FF), RM) = COV(R_1, RM) - COV(FF, RM) \dots (16)$$

فيان:

$$P_1 = \frac{R_1 - PR.COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - \frac{FF - PR.COV(FF, RM)}{1 + RSF} \dots (17)$$

والآن نضع:

$$E = \frac{FF - PR.COV(FF, RM)}{1 + RSF} \dots (18)$$

فتصبح المعادلة رقم (34-04) بهذا الشكل:

$$P_1 = \frac{R_1 - PR.COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - E \dots (19)$$

حيث أن: E : القيمة الحالية للأموال الإضافية التي تحصلت عليها المؤسسة من المصادر الخارجية؛

إذا تم الرجوع إلى قيمة السهم في الزمن (0) والمتمثلة في المعادلة رقم (27-04) نجد:

$$P_0 = DIV + \frac{R_1 - PR.COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - E \dots (20)$$

ولدينا المعادلة رقم (21):

$$DIV = R_0 + E - I \dots (22)$$

ومنه:

$$P_0 = R_0 + E - I + \frac{R_1 - PR.COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - E \dots (23)$$

$$P_0 = \frac{R_1 - PR.COV(R_1, RM)}{1 + RSF} + R_0 - I \dots (24)$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ عدم بروز أي متغير من متغيرات سياسة توزيع الأرباح (لا توزيعات
حالية ولا مستقبلية)، وهو دليل على حيادية واستقلالية سياسة توزيع الأرباح، ومتغيرات المتحكمة في قيمة السهم
السوقية هنا هي قرار الاستثمار بدليل (I)، وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية (R_1)، (R_0)، وعلاوة

المخاطرة المقابلة للمردودية.

وفي الأخير يمكن القول أن كل من ميلر ومودغلاني يؤكدان استقلالية وعدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة لها الحق في اتخاذ السياسة التي ترغب في انتهاجها، ولا تبالي بردود أفعال المساهمين.

ثانيا. نظرية عصفور في اليد لجوردن ولينتنر (Bird in The Hand Theory of Gorden&lintner): لا يتفق كل من جوردن ولينتنر مع ميلر ومودغلاني في تحليلهما لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، إذ يعتقدان أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على القيمة السوقية للأسهم، ولتأكيد وجهة نظرهما قدم نموذج يسمى بنموذج عصفور في اليد، وتعود هذه التسمية لكون التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل إذ أن المستقبل غير أكيد.

يقوم هذا النموذج على فكرة منطقية مفادها أن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم فإن المستثمرين يسعون إلى تجنب المخاطر، فهم يرون أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، فتوزيعات الأرباح الحالية تخفض درجة عدم التأكد عند المستثمرين مما يجعلهم يخصمون الأرباح المستقبلية للمؤسسة بمعدل خصم أقل، وبالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق⁽²⁹⁾، وبالعكس إذا انخفضت توزيعات الأرباح أو لم تدفع فإن درجة عدم التأكد ستزيد مما يرفع من العائد المطلوب، وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق، إلا أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى آخر فإن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة⁽³⁰⁾، وتمثل القيمة السوقية للسهم حسب هذا النموذج في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات، وعلى فرض أن المؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة يتم خصم هذه التدفقات بمعدل خصم (K) والذي يمثل معدل المردودية المفروض من جهة، وتكلفة مصادر التمويل من جهة أخرى، هذا المعدل يكون في تزايد من سنة لأخرى لأن المستثمر يتحمل مخاطر متزايدة بسبب زيادة احتجاز الأرباح وبذلك يمكن إيجاد قيمة الأسهم وفق المعادلة التالية⁽³¹⁾:

$$P = \sum_{n=1}^n \frac{D_n}{(1 + Kn)^n} \dots\dots\dots (25)$$

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_1)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + Kn)^n} \dots\dots (26)$$

وهذا في حالة سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة) بالإضافة إلى أن معدل الخصم ففي الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه $(K_n > \dots > K_2 > K_1)$.

لمزيد من التحليل دعنا نفترض أن المؤسسة قررت احتجاز الأرباح التي كان مقررا توزيعها على الملاك في نهاية السنة الأولى (D_1) وقامت باستثمارها بمعدل استثمار متوقع قدره (g) على أن يضاف العائد على هذا الاستثمار $(D_1 \cdot g)$ للتوزيعات في السنوات التالية، في هذه الحالة سيتم الحصول على المعادلة التالية⁽³²⁾:

$$P = \frac{0}{(1 + K_1)^1} + \frac{D_2 + (D_1 \cdot g)}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n + (D_1 \cdot g)}{(1 + K_n)^n} \dots (27)$$

بمقارنة المعادلة رقم (04-41) مع المعادلة رقم (26) يتبين بأن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة رقم (26) تفوق قيمتها في ظل المعادلة رقم (27) وذلك راجع إلى أن متوسط قيمة معدل الخصم (K) في المعادلة رقم (26) يقل عن مثيله في المعادلة رقم (27) وطالما توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم، فإن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة رقم (26) تفوق قيمتها في ظل المعادلة رقم (27) وهذا يعني أن لسياسة توزيع الأرباح أثراً على القيمة السوقية للأسهم العادية⁽³³⁾.

إن أهم مبدأ يقوم عليه نموذج جوردن ولينتر هو العلاقة الرابطة بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، أي أن العلاقة طردية بين الزمن وعدم التأكد⁽³⁴⁾.

إن النتيجة الهامة التي توصل إليها جوردن ولينتر هي أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل إن المستثمر سوف يفضل التوزيعات الحالية بدلا من التوزيعات المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، إذ قد تتعرض المؤسسة لهزات تضيق معها الأرباح التي سبق احتجازها، كما أن ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير مؤكد⁽³⁵⁾.

ثالثا. نموذج والتر (Walter's Model 1963): سبقا وأن تطرقنا لهذا النموذج والذي يعتبر من أهم النظريات التي عاجلت إشكالية تأثير قيمة المؤسسة بسياسة توزيع الأرباح.

فحسب هذا النموذج فإن سياسة توزيع الأرباح تعتمد على الفرص الاستثمارية أمام المؤسسة والعلاقة بين معدل العائد وتكلفة رأس المال، حيث عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، فإن زيادة حجز الأرباح لاستخدامها في تمويل الاستثمارات لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، وفي حالة التساوي فكلتا السياستين لا يكون لها أي تأثير على القيمة السوقية للسهم⁽³⁶⁾.

الخاتمة:

يتبين لنا مما سبق ومن خلال معالجتنا لموضوع قرار توزيع الأرباح وأثره على القيمة السوقية للسهم أن سياسة توزيع الأرباح تتمثل في القرار المالي للمؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين واحتجاز تلك الأرباح بهدف إعادة استثمارها، لتعتبر أحد المصادر التمويلية، فهي إحدى السياسات المعتمدة من قبل الشركة لمعالجة صافي الربح الذي حقق إما بالاحتجاز أو التوزيع على المساهمين ففي حين بعض الشركات تركز في سياساتها على توزيع الأرباح المحققة على المساهمين، نجد البعض الآخر يركز على الاحتجاز، ولكل من الاستخدامين السابقين ضروراته وأهميته الخاصة، فالأرباح المحجوزة هي مصدر تمويل للملكية، وهي أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية والممتازة، ويمكن أن تكون في بعض الحالات هي مصدر التمويل الوحيد للملكية إذا لم تستطع الشركة إصدار أسهم جديدة لتمويل استثماراتها، أو أن الشركة مملوكة لعدد قليل من الأفراد، ولا ترغب الإدارة بتوسيع قاعدة المساهمين عن طريق إدخال مساهمين جدد، أما الأرباح الموزعة فتتمثل دخلاً جارياً يفضلها كثير من المساهمين، وبالتالي سيؤثر ذلك على سعر السهم السوقي للشركة.

وقد اختلف الفكر المالي في طبيعة قرار توزيع الأرباح في كونه قراراً استثمارياً أو قراراً تمويلياً أو قراراً قائماً بحد ذاته، فتشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قراراً استثمارياً إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول وهو النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية، وقد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصادر الخارجية في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض والأسهم الجديدة ...) مشكلة تمويلية خاصة إذا كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة.

الهوامش والإحالات:

⁽¹⁾ Mondher Bellalah: **Réflexion Sur La Politique Optimale de Dividendes en Présence de Coûts D'information**, Cahiers de Recherche n°209, Université Paris IX Dauphine, P: 4.

⁽²⁾ Ibid, P: 5.

⁽³⁾ صباح أسامة علي شراب: **أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة تطبيقية -**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص: 70.

⁽⁴⁾ محسن نمر: **توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات**، مجلة المساهم، العدد: 03، عمان، الأردن، مارس 1997، ص: 11-12.

⁽⁵⁾ منير إبراهيم هندي: **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 307.

⁽⁶⁾ حمزة محمود الزبيدي: **مرجع سبق ذكره**، ص: 611-613.

⁽⁷⁾ دريد كامل آل شبيب: **إدارة مالية الشركات المتقدمة**، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

⁽⁸⁾ عدنان تايه النعيمي وآخرون: **الإدارة المالية - النظرية والتطبيق -**، مرجع سبق ذكره، ص: 462-463.

⁽⁹⁾ حمزة محمود الزبيدي: **مرجع سبق ذكره**، ص: 619.

⁽¹⁰⁾ محمد أيمن عزت الميداني: **الإدارة التمويلية في الشركات**، الطبعة الأولى، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، السعودية، 1993، ص: 651.

- (11) Hkent Baker: **Dividendes and Dividende Policy**, John Wiley and Sons In, Nez Jersey, 2009, P: 442.
- (12) محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى: الإدارة المالية - التحليل المالي لمشروعات الأعمال-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 362.
- (13) Jacques Teulié, Patrick Topscalian: **Op.cit**, P: 450-452.
- (14) محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى: الإدارة المالية - التحليل المالي لمشروعات الأعمال-، مرجع سبق ذكره، ص: 362-363.
- (15) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 635-636.
- (16) أنظر في ذلك:
- براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص: 210-212.
 - غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 223-224.
- (17) دريد كامل ال شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 212.
- (18) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 639.
- (19) المرجع نفسه، ص: 639.
- (20) غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 226.
- (21) Robert Cobbaut: **Théorie Financière**, 4^{eme} Edition, Economica, Paris, 1997, P: 457.
- (22) غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 229.
- (23) المرجع نفسه، ص: 230-231.
- (24) علي بن الضب: دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2008/2009، ص: 146.
- (25) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 700.
- (26) المرجع نفسه، ص: 701.
- (27) منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 701.
- (28) Hkent Baker, Gray Powell: **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005, P: 308.
- (29) نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار: أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، العدد: 01، المجلد: 02، 2015، ص: 35.
- (30) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية-مدخل القيمة واتخاذ القرارات-، مرجع سبق ذكره، ص: 376.
- (31) منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 705.
- (32) منير إبراهيم هندي: المرجع نفسه، ص: 705-706.
- (33) منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-المرجع السابق، ص: 706.
- (34) عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد: 17، المجلد: 01، 2003، ص: 46.
- (35) أحمد البدوي محمد: محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد: 12، أبريل 2008، السودان، ص: 32.
- (36) بدروني عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010، ص: 36.