

سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

**Dividend Policy in a sample of listed companies
In the Saudi stock market**

د/ سعيد وصاف*

أستاذ المالية المشارك، كلية إدارة الأعمال

جامعة الملك فيصل

المملكة العربية السعودية

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق التداول السعودي خلال سنة 2015م، بالتطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها، ومحاولة إسقاطها على الواقع العملي بتحليل سياسة توزيع الأرباح في 16 شركة موزعة على خمسة قطاعات من قطاعات سوق الأسهم السعودي المتكون من 15 قطاعاً، باستخدام 5 مؤشرات (ربحية السهم، مكرر الربحية، الأرباح الموزعة بالسهم، معدل توزيع الأرباح، القيمة السوقية للسهم).

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين ربحية السهم والقيمة السوقية في غالبية الشركات محل الدراسة، في مقابل ذلك لوحظ عدم تأثير ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للشركات في غالبية الشركات محل الدراسة خلال سنة 2015م. أما بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح الموزعة فلم يتجاوز في المتوسط بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال سنة 2015 م ريالين للسهم الواحد. **الكلمات المفتاحية:** سياسة توزيع الأرباح، سوق الأسهم السعودي، نظريات سياسة توزيع الأرباح، الأرباح المحتجزة، الأسهم، القيمة السوقية للشركات، العربية السعودية.

Abstract:

The main aim of this paper is to explore and examine the dividend policy in a sample of listed companies in the Saudi financial market (Tadawul) during the year 2015, through the application of Dividend Theories on 16 companies from 5 Sectors of the Saudi stock market, and that by using 5 ratios: (earnings per share, P/E, dividends per share, dividend ratio, and market value of share).

We found a strong correlation between earnings per share and the market value at most companies, we also noted that no effect of the high

* s_ouassaf@yahoo.fr

proportion of profits distributed on the market value of companies in many companies during the year 2015. As for the per share dividend, it did not exceed the average of 2 SAR for all companies in the study during the year 2015.

Key words : Dividend Policy, Saudi stock market, Dividend Policy Theories, Retained earnings shares, The market value of companies, ,Saudi Arabia

مقدمة:

تتعلق مالية الشركات بثلاث قضايا رئيسة طويلة الأجل، وهي استثمار رأس المال، والتمويل، ثم سياسة توزيع الأرباح،¹ هذه السياسة التي تعتبر من القرارات الهامة لإدارة الشركات بغض النظر عن حجم ونشاط وطبيعة الشركات، وهو ما يجعل تعظيم الربح أحد الأهداف الرئيسة للشركات إلى جانب هدف تعظيم الثروة، ومن أجل الوصول إلى سياسة مثلى لتوزيع الأرباح، من الأهمية بمكان أن تكون هذه السياسة في ضوء أهداف الشركات على المدى المتوسط والطويل، فتوقع الشركات تحقيق عوائد عالية دافع مهم لتحديد مقدار التوزيعات على الملاك، ومن ثم تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها داخل الشركات باعتبارها أحد المصادر الداخلية والرئيسة للتمويل.

إن اللجوء إلى التمويل بالأرباح المحتجزة يفسر أن لدى الشركات عوائد يمكن استثمارها في المستقبل، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية للشركات، في حين يعد توزيع الشركات للأرباح في نهاية السنة دخلاً جارياً ينتظره المساهمين (الملاك)، وهو ما يؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للشركات.

تبعاً لما سبق ما السياسة المنتهجة في توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال سنة 2015 م؟

فرضيات البحث: على ضوء العرض السابق لمشكلة البحث، يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

- وجود علاقة قوية بين ربحية السهم والقيمة السوقية في غالبية الشركات محل الدراسة؛
 - وجود علاقة قوية بين نسبة الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للشركات في غالبية الشركات محل الدراسة؛
 - تأثر الشركات محل الدراسة في توزيعها للأرباح بالوضع الاقتصادي المحلي والدولي السائد.
- أهداف الدراسة:** تحدف من خلال هذا البحث إلى:
- التعرف على المتغيرات التي تشكل سياسة توزيع الأرباح؛

- توضيح كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح لدراسة العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي؛
- دراسة إمكانية تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

أهمية الدراسة: ترجع أهمية الدراسة إلى:

- عملية توزيع الأرباح تعتبر في حد ذاتها من أهم القرارات المالية للشركات؛
- توعية المستثمرين وزيادة معلوماتهم حول مقاييس الاستثمار في الأسهم؛
- التركيز على تحليل القرار المتخذ في سياسة توزيع الأرباح لدى الشركات؛
- يمكن للمهتمين بأسواق رأس المال الاستفادة من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة.

حدود الدراسة:

يقتصر بحثنا هذا على تحليل سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال سنة 2015م (16 شركة موزعة على خمسة قطاعات-المصارف، الإسمنت، التأمين، التشييد والبناء، الزراعة، الصناعات الغذائية-).

منهج الدراسة:

سنعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي، حيث سنقوم في البداية بسرد بعض المفاهيم الأساسية ذات العلاقة بموضوع الدراسة، ثم استعراض ملخص لعدد من النظريات عن سياسات توزيع الأرباح في الشركات، كما سنقوم بتحليل سياسات توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال سنة 2015 باستخدام خمسة مؤشرات. سنحاول الإجابة عن هذا السؤال من خلال محورين أساسيين:

- **المحور الأول:** الإطار النظري والدراسات السابقة؛

- **المحور الثاني:** تحليل سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق التداول السعودي خلال سنة 2015م.

أولاً: الإطار النظري والدراسات السابقة: نتناول هذا العنصر وفق ما يأتي:

1- مفاهيم أساسية: نستعرض عددا من المفاهيم ذات الصلة بالموضوع:

■ **سياسة توزيع الأرباح:**

يعد قرار توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المدير المالي ويعطيها أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة

ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة، والتي على ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها من الأرباح².

■ سياسة توزيع الأرباح المستقرة:

تتمثل سياسة توزيع الأرباح المستقرة، والتي أصبحت عديد من الشركات تفضلها، في اللجوء إلى واحد من ثلاثة إجراءات شائعة، وهي (توزيع أرباح مستقرة للسهم الواحد، أو نسبة ثابتة من التوزيعات النقدية، أو النمط المستقر للتوزيعات مع علاوة إضافية)³.

■ إدارة الأرباح:

تعرف إدارة الأرباح بأنها التدخل لإخفاء حقيقة الأداء التشغيلي من خلال خلق عمليات محاسبية مصطنعة أو التماذي في التقدير إلى نقطة تتعدى المعقول⁴.

■ جودة الأرباح:

تعرف جودة الأرباح بأنها مدى ارتباط الأرباح بالتدفقات النقدية وقدرتها على الاستمرار، وهي عبارة عن علاقة موجبة، وكلما زاد الارتباط دل ذلك على ارتفاع جودة الأرباح⁵. وتقاس جودة الأرباح بالعلاقة التالية⁶:

جودة الأرباح = إجمالي الأرباح المستحقة - إجمالي المستحقات

من خلال ما سبق من تعاريف، يمكن تعريف سياسات توزيع الأرباح بأنها الطريقة التي يتم بموجبها تقسيم الأرباح الصافية بعد الضرائب إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين أو فائض محتجز يعاد استثماره في الشركة مستقبلاً.

2- نظريات سياسية توزيع الأرباح:

سنحاول في هذه العنصر استعراض ملخص لعدد من نظريات عن سياسات توزيع الأرباح في الشركات وفق ما يأتي:

أ- نظرة Modigliani&Miller:

يطرح كل من Modigliani&Miller وجهة نظرهما لسياسات توزيع الأرباح في ظل حالة التأكد التام، حيث يعتقدان أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة الشركة، وأن هذه الأخيرة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار (قدرة الأصول على توليد الأرباح)، كل ذلك يجب أن يتم بالنسبة

لمستثمر رشيد سياسته الاستثمارية ثابتة ولا تتغير وفي ظل منافسة تامة، أي عدم وجود احتكار، مع انخفاض أو عدم وجود تكلفة عند إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات)⁷.

ب- نظرة Gordon:

تختلف وجهة نظر Gordon عن وجهة نظر Modigliani&Miller، حيث يعتقد Gordon أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية في ظل حالة التأكد التام، وفي ظل اعتماد كلي على حقوق الملكية لتمويل الاستثمارات، ومعدل العائد المتوقع والعائد المطلوب على استثمارات الشركة ثابتين مع عدم خضوع الشركة للضرائب، وأن معدل نمو الشركة ثابت ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة لكل ريال من الربح المتولد مضروباً في معدل العائد المتوقع على استثمارات الشركة، ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو مع ثبات نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية⁸.

ت- نظرية التأثير الضريبي:

خلاصة هذه النظرية، أنه إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة، أو كانت نسبة الضرائب على الأرباح أقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة (حال معظم دول العالم)، فإن المستثمرين يفضلون الشركات التي لا توزع أرباحاً نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة، عظمت ثروة أصحاب الشركة مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به من الشركات التي لا توزع أرباحها، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباحهم النقدية⁹.

ث- نظرية تأثير الزبائن:

يرى كل من Black and Scholes في دراستهما التي قاما بها سنة 1974م، أن كل مستثمر يقوم بإجراء مجموعة من الحسابات الضمنية الخاصة به فيما يتعلق بالمفاضلة بين فوائد التوزيعات النقدية المرتفعة أو احتجازها، 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 توزيع الأرباح النقدية التي تتبعها مع رغباتهم، واحتياجاتهم، وظروفهم الخاصة، وهذا ما يعرف بتأثير الزبائن¹⁰.

ج- نظرية الإشارة:

تنص هذه النظرية على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفئات وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفئات، فالفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى، فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدراتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية¹¹.

ح- نظرية الوكالة:

تبين نظرية الوكالة لـ Porta and others (2000م) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر، حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمر، ومن ثم يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة وبما يساهم في تعظيم ثروة الملاك¹².

3-العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:

توجد عديد من العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، ويمكن إيجاز أهم هذه العوامل فيما يأتي:

- القواعد القانونية، حيث تطرح إدارة الشركات مجموعة من الضوابط واللوائح بخصوص كيفية توزيع الأرباح.
- توزيع الأرباح كمؤشر لنجاح الشركات، حيث يعد توزيع الأرباح في نهاية السنة أحد المؤشرات المهمة الدالة على الإدارة السليمة للشركات وهو ما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية للشركات.
- الرغبة في إعادة استثمار الأرباح، حيث تلجأ إدارة الشركات إلى احتجاز أو عدم توزيع جزء من الأرباح بغرض إعادة استثمارها بمعدلات عائد عالية، وهو ما قد يقبله عدد من المستثمرين (حملة الأسهم العادية).

- تحقيق الشركة لأرباح عالية يمكن أن يؤثر على المركز المالي ودرجة السيولة بالشركات، وهو ما ينعكس إيجاباً على سعر السهم السوقي.
- الحاجة لسداد الديون، حيث يمكن لإدارة الشركات الاستفادة من صافي الأرباح في توجيه جزء من الأرباح نحو سداد ديون الشركة في حالة احتواء الهيكل المالي للشركة على الديون، وهو ما يعني تخفيض نسبة توزيع الأرباح.

4- علاقة سياسة توزيع الأرباح بدورة الحياة:

يوضح الشكل رقم (01) سياسة الشركات في توزيع الأرباح وفقاً لدورة الحياة، حيث نلاحظ وجود اختلاف كبير في تعامل الشركات مع الأرباح حسب كل مرحلة من مراحل دورة الحياة، فمرحلة التقديم التي تعتبر بداية دخول الشركة للسوق تتسم في كثير من الأحيان بانخفاض الطلب على منتجات الشركة، أي قلة المبيعات وارتفاع التكاليف، وهو ما يعني عدم وجود توزيعات أرباح نقدية في هذه المرحلة، أما المرحلة التي تليها، أي مرحلة النمو، فتكون الشركة في هذه المرحلة في حالة نمو متسارع وطلب مضطرد على منتجاتها، مما يؤدي إلى زيادة مبيعاتها بشكل متسارع وتحقيق هوامش أرباح كبيرة، وتقوم الشركة في ظل التسارع الكبير الذي تعرفه بتوزيع الأرباح في شكل أسهم، إضافة إلى توزيعات نقدية منخفضة. في المرحلة الثالثة تكون الشركة في حالة توسع، حيث تقوم بتوزيع الأرباح في شكل أسهم، إضافة إلى توزيعات نقدية منخفضة، وزيادة عدد الأسهم المتداولة لخلق طلب نشط على أسهم الشركة، مما يؤدي إلى ارتفاع جديد في أسعار أسهمها في السوق. أما آخر مرحلة من مراحل دورة الحياة، والتي تسمى مرحلة النضج، حيث تعرف الشركة حالة من الاستقرار في نشاطها المتبوع باستقرار في المبيعات والعوائد المحققة، مما يجعلها تقدم توزيعات نقدية معتبرة تتراوح بين المتوسطة والعالية نظير حالة الاستقرار والثبات التي تسود نشاط الشركة.

5- الدراسات السابقة: نتطرق في هذا العنصر إلى عدد من الدراسات ذات الصلة بموضوع البحث، وفق ما يأتي:

- دراسة عبد القادر بريس، بدروني عيسى (2013)، هدفت هذه الدراسة إلى استعراض مختلف النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع الأرباح، ومن خلال الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الخاصة الجزائرية، تم التوصل في النهاية إلى أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للشركات والضرائب على أرباح الشركات، أما

المردودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح الأسهم.

■ **دراسة حسين محمد سلامة وآخرون (2012)**، تناولت -بالدراسة والتحليل- اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة، لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، (مستثنيا منها شركات القطاع المالي)، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة اعتمد الباحثون على المنهج التحليلي وفق نموذج اعتمد على عدد من المتغيرات المستقلة المالية مثل: (الأصول الملموسة، الرفع المالي، الحجم، المخاطرة، البرمجة، السيولة، النمو)، والمتغير التابع لتوزيعات السهم.

■ **دراسة أحمد فؤاد عبد الخالق (1986)**، تعرضت لمشكلة قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، حيث بينت أن البنك الإسلامي شركة مساهمة يملكها المساهمون العاديون، ولهم نفس الحقوق وعليهم نفس الالتزامات التي للمساهمين العاديين في شركات المساهمة الأخرى، أما بالنسبة لأصحاب الودائع الاستثمارية فإنه يربطهم كجماعة بالبنك الإسلامي عقد مضاربة جماعية وتربطهم فيما بينهم عقد مشاركة مستمرة في شكل شركة افتراضية، حيث لصاحب الوديعة الحق في الانضمام إليها في أي وقت وله الحق في الانسحاب من الشركة وقت ما يشاء، وفي الأخير تم تصميم نموذج عملي لقياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية.

■ **دراسة يسري حسين خليفة (2001)**، هدفت إلى تحليل الجوانب المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي، وقد صيغت مجموعة من الفروض المتعلقة بدائل سياسة توزيع الأرباح، المحددات، الدوافع، الآثار، فضلا عن مدى تأثير نوعية القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على سياسة توزيعات الأرباح، وقد اعتمدت الدراسة في تحليل البيانات واختبار الفروض على بعض الأساليب الإحصائية المناسبة.

■ **دراسة نادية أبو فخرة مكايي (2000)**، أظهرت الدراسة أن هناك محددات لسياسة توزيع الأرباح في البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتمثلت تلك المحددات في ربحية السهم، والرافعة المالية، ومخصصات القروض، ومعدل دخل التشغيل، ومخاطر الربحية، والمعدل النقدي، كما أظهرت الدراسة اختلاف الأهمية النسبية لمحددات سياسة توزيع الأرباح في بنوك العينة المتمثلة في 40% من إجمالي البنوك المسجلة في البورصة خلال الفترة (1988-1998).

■ **دراسة علي سعد محمد داود (2013)**، هدفت إلى التعرف على العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح في القطاع المصرفي بالنسبة للبنوك المدرجة بالبورصة المصرية، وقياس مدى تأثيرها على الأداء السعري لأسهم تلك البنوك، وخلصت الدراسة إلى أن عوامل كل من العائد على الأصول وربحية الملكية وربحية السهم وفرص الاستثمار ومخاطر الربحية والسيولة (المعدل النقدي) والرافعة المالية لها تأثير معنوي على الأداء السعري.

■ **دراسة عبد الحليم غربي (2009)**، ركزت على البدائل التوزيعية للربح بين المساهمين والمستثمرين في البنوك الإسلامية، حيث خلصت إلى أن أهم بديل يتمثل في احتساب حصة الموارد المستخدمة في عمليات التمويل الإسلامي، ثم تميز الإيرادات التي تخص كلا من المساهمين والمستثمرين لتحديد المركز النهائي للإيراد الذي يؤول لكل من السهم أو الحساب الاستثماري.

■ **دراسة نور الدين أبو الرب (2006)**، هدفت إلى معرفة أثر قياس توزيع الأرباح على القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم الشركات المساهمة العامة والمتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية (1997-2004)، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على 11 شركة مدرجة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين قرار التوزيع وحجم التداول وعلاقة غير دالة إحصائية مع أسعار الأسهم السوقية.

■ **دراسة محمد السيد منصور عطا الله (1995)**، هدفت إلى تحديد سياسات التوزيع للأرباح ذات العلاقة القوية في تحديد اتجاهات أسعار الأسهم العادية (القيمة السوقية) المتداولة في سوق الأوراق المالية بالسعودية من خلال البيانات المتاحة عن هذه السياسات (في صورة معدلات) والقيمة السوقية التي يتعامل بها المستثمرون بيعا وشراء لهذه الأسهم، إضافة إلى تحديد سياسات التوزيع ذات التأثير الواقعي والمباشر التي يعتمد عليها المستثمر عند تحديده للقيمة السوقية للأسهم العادية المتعامل فيها بهذا السوق.

■ **دراسة Bouresli Amani K, Abdulsalam Fayeze A (2005)**، هدفت إلى البحث عن العوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح، إضافة إلى تحديد مدى انطباق نظرية التدفقات النقدية الفائضة على السوق الكويتية، وخلصت الدراسة إلى وجود اختلاف كبير بين الشركات الموزعة للأرباح النقدية، من حيث الربح التشغيلي، والفرص الاستثمارية، وحجم الأصول والمديونية، كما

توصلت الدراسة إلى أن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في نهاية السنة في الشركات الكويتية محل الدراسة هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية.

■ دراسة (Khaloud M. Al-Qaisi and Ghassan M. Omet) (2010)، هدفت إلى اختبار استقرارية سياسة توزيع أرباح الشركات الأردنية المساهمة ومقارنة هذه السياسة ما بين القطاعات المختلفة في الأردن خلال الفترة (1995-2005)، وتحليل (Panel Data) يشير إلى أن الشركات الأردنية المساهمة تتبع الاستقرارية في توزيع أرباحها مع أن درجة الاستقرارية أقل من مثيلاتها في الدول المتقدمة.

6- خلاصة الدراسات السابقة:

- تشير النتائج التي يمكن استخلاصها من الدراسات السابقة إلى ما يأتي:
- من بين العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم نجد الأرباح الكلية للشركة والضرائب على أرباح الشركات.
- أهمية إيجاد بدائل لدى الشركة في السياسة التي تنتهجها في توزيع الأرباح.
- من بين محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك نجد ربحية السهم، والرافعة المالية، ومخصصات القروض، ومعدل دخل التشغيل، ومخاطر الربحية، والمعدل النقدي.
- وجود علاقة قوية وطردية بين قرار توزيع الأرباح وحجم تداول الأوراق المالية.
- أهمية تحديد سياسات لتوزيع الأرباح ذات التأثير الواقعي والمباشر التي يعتمد عليها المستثمر عند تحديده للقيمة السوقية للأسهم العادية.
- من بين دوافع الشركات في اتخاذ قرار توزيع الأرباح عوامل داخلية تتعلق بظروف الشركة، وعوامل أخرى تتعلق بظروف السوق.

ثانياً: تحليل سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي: نتناول الدراسة الميدانية للموضوع وفق ما يأتي:

1- مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي من 175 شركة والمقسمة إلى عدة قطاعات (15 قطاعاً) (قطاع المصارف والخدمات المالية، قطاع الصناعات البتروكيماوية، الإسمنت، الطاقة والمرافق الخدمية، الزراعة والصناعات الغذائية، الاتصالات وتقنية المعلومات،

التأمين، شركات الاستثمار المتعدد، الاستثمار الصناعي، التشييد والبناء، التطوير العقاري، النقل، الإعلام والنشر، الفنادق والسياحة).

2- عينة الدراسة:

تم توزيع عينة الدراسة وفق أهمية كل قطاع في سوق الأسهم السعودي، إضافة إلى معيار التنوع في القطاعات وطبيعة نشاط كل شركة. حيث تتكون عينة الدراسة من أهم قطاعات سوق الأسهم السعودي من وجهة نظرنا، وهي خمسة قطاعات (من 15 قطاعاً)، فقد أختيرت عينة من كل قطاع بمجموع 16 شركة من كل السوق المتكون من 175 شركة، أي بما نسبته 9.14%.

3- سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة:

سنحاول في هذه الدراسة التطرق إلى سياسات توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة (16 شركة) خلال سنة 2015م قطاعياً:

أ- قطاع المصارف:

ترتكز سياسات توزيع الأرباح في قطاع المصارف على العناصر الآتية¹³:

- احتساب المبالغ اللازمة لدفع الزكاة المقررة شرعاً.
- اقتطاع ما نسبته 25% من الأرباح الصافية لتكوين الاحتياطي النظامي، ويجوز وقف الاقتطاع متى ما بلغ مجموع الاحتياطي مقدار رأس المال المدفوع.
- تخصيص نسبة معينة كمكافأة لأعضاء مجالس إدارة البنوك وفقاً للتعليمات الصادرة في هذا الشأن من مؤسسة النقد العربي السعودي.
- بناء على توصيات مجالس الإدارة وإقرار الجمعيات العمومية، توزع الأرباح المقرر على المساهمين من الأرباح الصافية، كل حسب عدد أسهمه.

ب- قطاع الزراعة والصناعات الغذائية:

تتماشى سياسة توزيع الأرباح في شركات قطاع الزراعة والصناعات الغذائية (الشرقية للتنمية، حلواني إخوان، المراعي) مع غالبية شركات السوق السعودي، حيث تعتمد سياسة توزيع الأرباح بدرجة كبيرة على مقدار الأرباح الصافية المحققة، حيث تقترح مجالس إدارة هذه الشركات في نهاية كل سنة مالية على الجمعيات العمومية توزيع الأرباح الصافية بعد خصم المصروفات العمومية والتكاليف الأخرى، وتجنب الزكاة المفروضة شرعاً، وتخصيص نسبة معينة لمكافأة مجلس الإدارة، بحيث لا تتعدى في جميع الأحوال الحدود القصوى المسموح بها وفقاً للقرارات والتعليمات الرسمية الصادرة من الجهات المختصة في هذا الشأن¹⁴.

ت - قطاع الإسمنت:

تتماثل سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة في قطاع الإسمنت (إسمنت الجنوبية، إسمنت اليمامة، إسمنت السعودية، إسمنت ينبع)، مع بقية الشركات الأخرى المدرجة في السوق الأسهم السعودي، نظرا لالتزامها بالأنظمة واللوائح الموحدة الصادرة عن هيئة السوق المالية، ومؤسسة النقد العربي السعودي، وعموما يتركز توزيع الأرباح في هذه الشركات على عدد من التخصيصات قبل توزيع الأرباح على المساهمين وفق ما يأتي¹⁵:

- دفع الزكاة المقررة شرعا؛
- تخصيص نسبة معينة لتكوين الاحتياطي النظامي؛
- تخصيص مكافأة لأعضاء مجلس الإدارة؛
- توزيع الباقي على المساهمين.

ث - قطاع التأمين:

تتمحور سياسة توزيع الأرباح في قطاع التأمين والذي يتكون من 35 شركة، وتستحوذ شركة التعاونية للتأمين على 25% من هذا القطاع، وتعد من الشركات القليلة في قطاع التأمين التي تحقق صافي ربح إيجابي، وتهدف سياسة توزيع الأرباح في هذا القطاع إلى دعم النمو المتوقع للأعمال، والمحافظة على توزيع الأرباح على المساهمين بانتظام، دون أن يؤثر ذلك على قدرة شركات القطاع على ممارسة نشاطاتها على المدى البعيد، كل ذلك بما يتوافق مع الأنظمة الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي، وهيئة السوق المالية، بحيث يحصل المساهمون على 90% من الفائض، بينما يحصل حملة الوثائق على 10% من الفائض¹⁶.

ج - قطاع التشييد والبناء:

تتمحور سياسة توزيع الأرباح في غالبية شركات قطاع التشييد والبناء محل الدراسة على مقدار الأرباح الصافية المحققة، حيث تقترح مجالس إدارة هذه الشركات في نهاية كل سنة مالية على الجمعيات العمومية توزيع الأرباح الصافية بعد خصم المصروفات العمومية والتكاليف الأخرى على النحو الآتي:

- تجنب الزكاة المفروضة شرعا؛
- يجنب 10% من الأرباح الصافية لتكوين احتياطي نظامي، ويجوز للجمعية العامة العادية وقف هذا التجنيب متى بلغ الاحتياطي المذكور نصف رأس المال؛

- يحق للجمعية العامة العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تجنب كلاً أو نسبة معينة من الأرباح الصافية لتكون احتياطياً إنفاقياً أو احتياطياً عاماً، وتخصيصه لغرض أو أغراض معينة؛
- يوزع من الباقي بعد ذلك دفعة أولى للمساهمين تعادل 5% من رأس المال المدفوع؛
- تخصص نسبة معينة لمكافأة مجلس الإدارة، بحيث لا تتعدى في جميع الأحوال الحدود القصوى المسموح بها وفقاً للقرارات والتعليمات الرسمية الصادرة من الجهات المختصة في هذا الشأن؛
- يوزع الباقي بعد ذلك على المساهمين كحصة إضافية من الأرباح.

إن المتعمّن في الجدول رقم (02) يلاحظ أنه:

- يبلغ إجمالي رأس المال الشركات محل الدراسة (عدد الأسهم العادية المصدرّة لدى هذه الشركة) أكثر من 12 مليار سهم عادي خلال سنة 2015 م، حيث نجد أعلى إصدار للأسهم العادية سجل في بنك الرياض بأكثر من 3 ملايين سهم عادي، في حين نسجل أقل الشركات من حيث عدد الأسهم العادية المصدرّة هي شركة الشرقية للتنمية بـ 7.5 مليون سهم عادي.
- يبلغ صافي أرباح الشركات محل الدراسة في المجموع 46 مليار ريال سعودي خلال سنة 2015 م، يجوز البنك الأهلي أعلى صافي ربح بأكثر من 9 ملايين ريال سعودي، في حين سجلت أنابيب السعودية أدنى ربح صافي بـ 33 مليون ريال سعودي.
- يبلغ إجمالي الأرباح الموزعة للشركات محل الدراسة 11 مليار ريال سعودي خلال سنة 2015 م، فقد وزع البنك الأهلي أعلى ربح بأكثر من 3 ملايين ريال سعودي، في حين وزعت أنابيب السعودية أدنى ربح بـ 25 مليون ريال سعودي.

4- المؤشرات المعتمدة في التحليل:

- سنعتمد في تحليلنا لسياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال سنة 2015 م، على خمسة مؤشرات نراها من وجهة نظرنا جديدة بتوضيح سياسات توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة، ويتعلق الأمر بالمؤشرات الآتية:
- ربحية السهم، ويعبر هذا المؤشر عن صافي الربح مقسوماً على عدد الأسهم العادية؛
 - مكرر الربحية، ويحاول هذا المؤشر ربط نصيب السهم من الأرباح المحققة مع نشاط السهم في سوق الأوراق المالية؛
 - الأرباح الموزعة بالسهم، يقيس هذا المؤشر نصيب السهم العادي من الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين؛

- معدل توزيع الأرباح، ويعبر هذا المؤشر عن نسبة توزيع الأرباح بالسهم مقابل ما يحققه السهم من أرباح صافية؛
- القيمة السوقية للشركة، وتمثل في سعر السهم السوقي في نهاية الفترة (سعر الإغلاق).
- إن المتمعن في الجدول رقم (03) يلاحظ أن:
- أفضل الشركات من حيث نصيب السهم من الأرباح المحققة - الأرباح المتوفرة للشركة والتي يمكن توزيعها على المساهمين أو توزيع جزء منها وإعادة استثمار الجزء الآخر لصالحهم - خلال سنة 2015م نجده في إسمنت الجنوبية بـ 7.42 ريال للسهم الواحد، يليه إسمنت السعودية بـ 6.15 ريال، ثم شركة التعاونية للتأمين التي تعد من الشركات القليلة من قطاع التأمين التي تحقق صافي ربح إجمالي والتي تستحوذ على أكثر من 25% من نشاط قطاع التأمين، حيث يحصل حامل السهم الواحد على 5.98 ريال. أما أقل الشركات من حيث نصيب السهم من الأرباح المحققة فنجدها في قطاع المصارف محققة 3.16 ريال للسهم الواحد في المتوسط رغم أن قطاع المصارف من بين أفضل القطاعات خلال سنة 2015م من حيث صافي الأرباح المحققة بأكثر من 29 مليار ريال.
- أعلى مكرر ربحية سجل في شركات قطاع الزراعة والصناعات الغذائية، حيث جاء مكرر الربحية كما يلي: الشرقية للتنمية بـ 46.33 مرة، والمراعي بـ 18.87 مرة، وحلواني إخوان بـ 17.47 مرة. في حين أن أقل مكرر ربحية سجل في قطاع الإسمنت (إسمنت ينبع، إسمنت الجنوبية، إسمنت اليمامة، إسمنت السعودية) بمتوسط 9.61 مرات، إضافة إلى عدد من البنوك في قطاع المصارف (بنك سامبا، بنك الرياض، سابا) بمتوسط 8.98 مرة، فكلما كان مكرر الربحية أقل كان ذلك جيدا للشركة، ومؤشرا جيدا للاستثمار في هذه الشركة، مع الأخذ في الاعتبار أن يكون الربح من أعمال الشركة التشغيلية خلال السنة محل الدراسة، فأفضل الشركات من حيث مكرر الربحية، هي الشركات التي لديها مكرر ربحية أقل - سعر السهم السوقي بالمقارنة مع نصيب السهم من الأرباح المحققة-، في حين كلما ارتفع مكرر الربحية لسهم ما دل ذلك على أن المستثمرين يدفعون سعرا أعلى مقابل كل وحدة ربح. وعلى النقيض من ذلك، يوجد رأي آخر يعتبر ارتفاع مكرر الربحية في الشركات دليلا على رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى لكل ريال ربح في السهم الواحد، وهو ما يعكس حالة من التفاؤل وثقة المستثمر بالسهم وأدائه، أما حالة التشاؤم فتكون معكوسة تماما، حيث إن الانخفاض نحو الأسفل يعني عدم رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى من السعر السائد قبل الإعلان عن أي تغيير في توزيع الأرباح¹⁷.

- أفضل الشركات من حيث نصيب السهم من الأرباح الموزعة-الأرباح الموزعة من الشركات على المساهمين -خلال سنة 2015م سجل في إسمنت السعودية بـ 6.00 ريال للسهم الواحد، تليه إسمنت ينبع بـ 5.00 ريال ثم شركة حلواني إخوان بـ 2.50 ريال للسهم الواحد التي تعد الشركة الوحيدة من قطاع الزراعة والصناعات الغذائية من الشركات محل الدراسة التي وزعت مبلغ أعلى بالمقارنة مع بقية شركات هذا القطاع، و إجمالاً لم يتجاوز نصيب السهم من الأرباح الموزعة في المتوسط بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال سنة 2015م ريالين للسهم الواحد.
- أفضل الشركات توزيعاً للأرباح خلال سنة 2015م بدل احتجاز الأرباح لغرض توسيع نشاط الشركة سجل في إسمنت اليمامة بمعدل 94.64%، تليه الفخارية بنسبة 87.19%، ثم أنابيب السعودية 76.19%. هذا من حيث النسبة، أما من حيث القيمة فنجد قطاع المصارف في مقدمة هذه الشركات بأكثر من 8.5 ملايين ريال سعودي، يليه قطاع الإسمنت بـ 1.7 ملايين ريال سعودي، في حين نجد أقل الشركات توزيعاً للأرباح موجودة في قطاع الزراعة والصناعات الغذائية، ويتعلق الأمر بالشرقية للتنمية، وحلواني إخوان بـ 3.35% و 6.21% على التوالي.

نتائج الدراسة:

- بعد دراستنا لسياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي باستخدام خمسة مؤشرات خلال سنة 2015م توصلنا إلى النتائج الآتية:
- تتحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة المدرجة في سوق التداول السعودي بعدة عوامل، منها ما هو مرتبط بالأنظمة واللوائح المنظمة لسياسة توزيع الأرباح في سوق المال السعودي الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي وهيئة السوق المالية، ومنها ما هو متعلق بالوضع الداخلي للشركات، ومنها ما يخص النشاط الاستثماري للشركات.
 - إن ربحية السهم تمثل أحد المؤشرات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح ذات العلاقة القوية في تحديد القيمة السوقية للشركات، فكلما ارتفعت ربحية السهم زادت القيمة السوقية للشركات، ويتعلق الأمر بإسمنت الجنوبية، ربحية السهم (7.42 ريال)، القيمة السوقية (سعر السهم السوقى في نهاية الفترة 70.03 ريال)، وإسمنت السعودية ربحية السهم (6.15 ريال)، القيمة السوقية (سعر السهم السوقى في نهاية الفترة 64.87 ريال)، ونفس الأمر يمكن أن يلاحظ في شركة الفخارية من قطاع التشييد والبناء، حيث نجد ربحية السهم في حدود 6.88 ريال للسهم، وسعر السهم السوقى في نهاية الفترة بـ 94.08 ريال،، والعكس صحيح لعدد من الشركات محل الدراسة، فبانخفاض ربحية السهم

تنخفض معه القيمة السوقية للشركات ممثلة في سعر السهم السوقي (سعر الإففال)، فإجمالاً يوجد تأثير إيجابي لبعض العوامل على توزيعات الأرباح في الشركات السعودية مثل: (الربحية والحجم والنمو)¹⁸، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

■ إن معدل الأرباح الموزعة رغم أهميته، إلى أنه لوحظ عدم تأثير ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للشركات ممثلة في سعر السهم السوقي في نهاية الفترة في غالبية الشركات محل الدراسة خلال سنة 2015م، وهو ما يعني عدم تأثر المستثمر في هذا السوق بالأرباح الموزعة، وهو ما ينفي صحة الفرضية الثانية.

■ بالنسبة لمكرر الربحية نسجل ارتفاعه في شركات قطاع الزراعة والصناعات الغذائية بارتفاع سعر السهم السوقي بمقابل انخفاض ربحية السهم وهو ما يدل على أن المستثمرين في هذا القطاع يدفعون سعراً أعلى مقابل كل وحدة ربح، في حين أقل مكرر ربحية سجل في قطاع الإسمنت، وقطاع المصارف وهو مؤشر جيد للاستثمار في هذه القطاعات.

■ لم يتجاوز نصيب السهم من الأرباح الموزعة في المتوسط بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال سنة 2015م ريالين للسهم الواحد، وهي قيمة منخفضة جداً تدل على وجود ركود في نشاط الشركات خلال سنة 2015م تأثراً بالوضع الاقتصادي العام المحلي والدولي بعد انخفاض أسعار النفط وتراجع الطلب العالمي، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

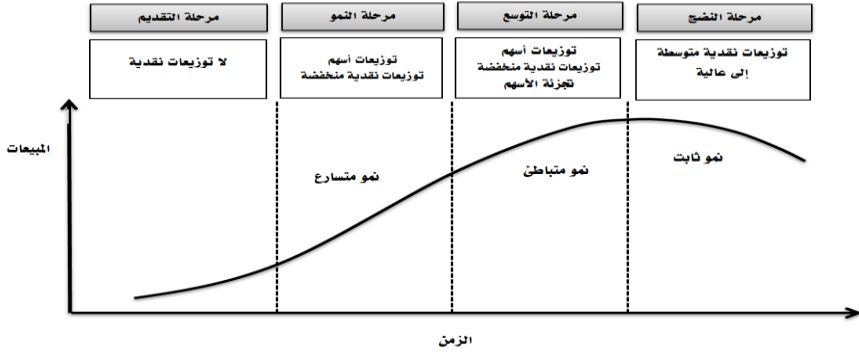
التوصيات:

بناءً على النتائج السابقة نوصي بما يأتي:

- أهمية توحيد اللوائح والأنظمة ذات العلاقة بسياسات توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة.
- أهمية الأخذ بعين الاعتبار العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة سواء تعلق الأمر بالعوامل الخارجية، أو العوامل المرتبطة بالوضع الداخلي للشركات.
- ضرورة تفعيل الشركات محل الدراسة لأنظمتها المعلوماتية في التعامل والتواصل مع المساهمين والمستثمرين بخصوص أنشطتها المستقبلية بما يحقق منافع جميع الأطراف.
- أهمية إجراء المزيد من البحوث والدراسات حول سياسات توزيع الأرباح باستخدام مؤشرات كمية ونوعية سواء تعلق الأمر بسوق الأسهم السعودي، أو بأسواق عربية أخرى.

الملاحق:

شكل رقم (01): سياسة توزيع الأرباح وفقاً لدورة الحياة



Source: Hirt, Block and Danielsen, Corporate Finance Foundations, Mc Graw Hill Education, The fifteenth edition, UK, 2014, p578.

جدول رقم (01) يوضح توزيع الشركات محل الدراسة في سوق التداول السعودي

الإجمالي	التشبيد	التأمين	الزراعة	الإسمنت	المصارف	القطاع
16	3	1	3	4	5	عدد الشركات
16.84	16.67	2.86	18.75	28.57	41.67	% الشركات من العينة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات محل الدراسة من موقع التداول:

<https://www.tadawul.com.sa>

جدول رقم (02): يوضح عدد الأسهم، وصافي الأرباح والأرباح الموزعة في الشركات محل الدراسة المدرجة

في سوق التداول السعودي لسنة 2015

الأرباح الموزعة بالآلاف الريالات	صافي الأرباح بالآلاف الريالات	عدد الأسهم العادية بالآلاف	المؤشرات الشركات
3091682	9148429	2000000	الأهلي التجاري
2475000	7130075	1625000	الراجحي
1134000	5214220	2000000	سامبا
1300000	4049477	3000000	الرياض
570000	4330547	1500000	سابا
300000	8945157	7500	الشرقية للتنمية
71428	1151000	28571	حلواني إخوان
599000	1915691	800000	المراعي
166207	1038612	140000	إسمنت الجنوبية
607500	641938	202500	إسمنت البجامة

سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

918000	940192	153000	إسمنت السعودي
70335	806084	157500	إسمنت ينبع
100000	598428	100000	شركة التعاونية للتأمين
25500	33381	51000	أنابيب السعودية
90000	103224	15000	الفخارية
100000	283817	50000	الحزف السعودي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات محل الدراسة من موقع التداول .

<https://www.tadawul.com.sa>

جدول رقم (03): يوضح المؤشرات المعتمدة في تحليل سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة

المدرجة في سوق التداول السعودي لسنة 2015

سعر السهم السوقي (سعر الإقفال لنهاية الفترة) ريال	معدل توزيع الأرباح (%)	الأرباح الموزعة بالسهم (ريال)	مكرر الربحية (مرة)	ربحية السهم (ريال)	المؤشرات الشركات
51.08	33.79	1.5	11.20	4.56	الأهلي التجاري
56.6	34.71	1.5	12.89	4.39	الراجحي
23.33	21.75	0.57	8.94	2.61	سامبا
12.42	32.10	0.4	9.2	1.35	الرياض
24.75	13.16	0.4	8.56	2.89	سابا
55.13	3.35	0.04	46.33	1.19	الشرقية للتنمية
70.4	6.21	2.5	17.47	4.03	حلواني إخوان
58.68	36.00	0.10	18.87	3.11	المراعي
70.03	16.00	0.12	9.44	7.42	إسمنت الجنوبية
31.46	94.64	0.75	9.92	3.17	إسمنت اليمامة
64.87	60.00	6.00	10.56	6.15	إسمنت السعودية
43.63	50.00	5.00	8.52	5.12	إسمنت ينبع
79.24	16.71	1.00	13.25	5.98	شركة التعاونية للتأمين
21.75	76.39	0.50	32.95	0.66	أنابيب السعودية
94.08	87.19	0.60	13.67	6.88	الفخارية
46.78	35.23	2.00	8.24	5.68	الحزف السعودي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الشركات محل الدراسة من موقع التداول .

<https://www.tadawul.com.sa>

الهوامش والمراجع

¹Khaldoun M.Al-Qaisi and GhassanM.Omet,Dividend Policy at the Amman Stock Exchange: The Stability Issue During 1995-2005,Dirasat,Administrative Sciences, Volume 37,No1,2010, University Of Jordan,p229.

²منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، 1999، ص 689.

³حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 888.

⁴Parfet , W, Accounting subjectivity and earnings management: A preparer perspective. Accounting horizons: 14(4),2000,pp 481-488. نقلا عن

معن نعمان الصرصور، إدارة الأرباح في شركات القطاع المالي، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص 26.

⁵عباس حميد يحي التميمي، حكيم حمود فالخ الساعدي، إدارة الأرباح: عوامل نشوئها وأساليب وسبل الحد منها، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص 149.

⁶المرجع السابق، ص 155.

⁷منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 699-704.

⁸المرجع السابق، ص 705-707.

⁹Litzrenberger,R.andRamaswamy, K, 1984 " The Effect Of Personal taxes and Dividend On Common Stock Price: Tax Effect Or Information Effect " Journal of Finance,37 pp 429-443. نقلا عن

عماد زياد رمضان، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية: دراسة تطبيقية، أطرحه دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية، الأردن، 2004، ص 52-53

¹⁰عماد زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 65.

¹¹بريش عبد القادر، بدريني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية: الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الجزائر، العدد العاشر، جوان، 2013، ص 16.

¹²المرجع السابق، ص 15.

¹³تقارير مجالس الإدارة (الأهلي، الراجحي، سامبا، الرياض، سابا) لسنة 2015 م، بتصرف.

¹⁴تقارير مجالس الإدارة (الشرقية للتنمية، حلواني إخوان، المراعي) لسنة 2015 م، بتصرف

¹⁵تقارير مجالس الإدارة (إسمنت السعودية، إسمنت الجنوب، إسمنت اليمامة، إسمنت ينبع) لسنة 2015 م، بتصرف

¹⁶شركة التعاونية للتأمين، تقرير مجلس إدارة الشركة لسنة 2015 م، ص 13، بتصرف.

¹⁷حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 870.

¹⁸Hussein M. Salamehand others, Determinants Dividend Policy in the Saudi Arabia market, Arab Journal of Administrative Sciences, Volume 19, No2, 2012, 282.