

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج ليل شهادة الماستر

فرع: علوم مالية

تخصص: مالية المؤسسات

الموضوع:

دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة

المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي

– دراسة حالة السوق المالي السعودي للفترة الممتدة

من 2010–2014–

تحت إشراف الأستاذة:

د/ عديلة مريم

من إعداد الطالبتين

• سارة مجدوب

• ياسمين بوحسان

السنة الجامعية: 2014–2015

سورة المجادلة

” يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات ”

سورة المجادلة الآية 11

شكر وتقدير

قال الله تعالى: "وسيجزي الله الشاكرين"

الحمد لله والشكر لله سبحانه وتعالى حمدا طيبا مباركا الذي أعاننا على إتمام بحثنا هذا،

ولولا توفيقه عز وجل لما تحقق من ذلك شيء بعد.

يسعدنا أن نتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى من تقصر كل كلمات الشكر وعبارات الشناء عن

الوفاء بحقها، إلى أستاذتنا الفاضلة "الدكتورة مريمت عديلة" على إشرافها على هذا

العمل وماقدمته لنا من توجيه ونصح وإرشاد طيلة فترة الدراسة.

كما نتقدم بالشكر لكل من ساعدنا في إنجاز هذا العمل، وخص بالذكر كل من "الأستاذ

خمقاني بدر الزمان" و "الأستاذ سعدو عادل" وجميع الأساتذة على مساعدتهم لنا وتوجيهاتهم،

حيث لم يخلوا بشيء علينا.

كما لا يفوتنا التقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات

وتوصيات.

وفي الأخير نتقدم بالشكر إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

الفهرس

الصفحة	العنوان
	البسملة
	تشكرات
I-V	الفهرس
VII-VIII	فهرس الأشكال والجداول
IX	قائمة الرموز والمختصرات
أ-هـ	مقدمة
الفصل الأول: الاطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية داخل السوق المالي	
01	تمهيد.....
02	المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية.....
02	المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسة الاقتصادية.....
02	أولاً: تعريف المؤسسة الاقتصادية.....
02	ثانياً: خصائص المؤسسة الاقتصادية.....
03	المطلب الثاني: أهداف وتصنيفات المؤسسة الاقتصادية.....
03	أولاً: أهداف المؤسسة الاقتصادية.....
04	ثانياً: تصنيف المؤسسات الاقتصادية.....
06	المطلب الثالث: وظائف المؤسسة الاقتصادية.....
07	المبحث الثاني: أساسيات حول قيمة المؤسسة.....
07	المطلب الأول: مدخل حول قيمة المؤسسة.....
07	أولاً: مفهوم القيمة.....
07	ثانياً: أنواع القيمة.....
09	ثالثاً: آليات تحديد قيمة المؤسسة.....
10	رابعاً: مؤشرات خلق القيمة.....
14	المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق نظرية الإشارة، تكلفة التمويل، تكاليف الإفلاس، الوكالة....
14	أولاً: نظرية الإشارة.....
15	ثانياً: تكلفة التمويل.....
16	ثالثاً: نظرية تكاليف الإفلاس.....
17	رابعاً: نظرية الوكالة.....

18	المطلب الثالث: تأثير المحيط الداخلي والخارجي على قيمة المؤسسة.....
18	أولاً: تأثير متغيرات المحيط الخارجي على قيمة المؤسسة.....
21	ثانياً: تأثير متغيرات المحيط الداخلي على قيمة المؤسسة.....
24	المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول السوق المالي وكفائته.....
24	المطلب الأول: عموميات حول كفاءة السوق المالي.....
24	أولاً: مفهوم السوق المالي.....
24	ثانياً: مفهوم كفاءة السوق المالي.....
25	ثالثاً: خصائص السوق المالي الكفاء.....
26	رابعاً: العلاقة بين المعلومة وكفاءة السوق المالي.....
27	خامساً: أنواع الكفاءة.....
28	المطلب الثاني: متطلبات تحقيق كفاءة السوق المالي وصيغها المختلفة.....
28	أولاً: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية.....
28	ثانياً: الصيغ المختلفة لقياس كفاءة الأسواق المالية.....
32	المطلب الثالث: أثر كفاءة السوق المالي على قيمة المؤسسة.....
32	أولاً: تحديد القيمة السوقية للسهم.....
34	خلاصة.....
الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة	
35	تمهيد.....
36	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح (مقسوم الأرباح).....
36	المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح ومحدداتها.....
36	أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....
37	ثانياً : أهمية سياسة توزيع الأرباح.....
37	ثالثاً: فئات توزيع الأرباح.....
37	رابعاً: محددات سياسة توزيع الأرباح.....
39	المطلب الثاني: أنواع و دوافع سياسة توزيع الأرباح.....
39	أولاً : أنواع سياسة توزيع الأرباح.....
41	ثانياً: دوافع توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية.....
42	المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح و العوامل المؤثرة فيها.....
42	أولاً : إجراءات توزيع الأرباح.....

43	..... ثانيا : العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
47	..... المبحث الثاني : نظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام
47	..... المطلب الأول : نظرية عدم ملائمة التوزيعات
48	..... المطلب الثاني : نظرية فان هورن (VAN HORNE)
50	..... المطلب الثالث : نظرية جوردن (GORDON)
53	..... المبحث الثالث : نظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد
55	..... المطلب الأول : وجهة نظر ميلر و مد نجلياني
55	..... المطلب الثاني : نظرية عصفور في اليد
57	..... المطلب الثالث: نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح
57	..... أولا : نظرية التفضيل الضريبي
58	..... ثانيا : نظرية الاشارة
59	..... ثالثا : تكاليف الصفقات
59	..... رابعا: نظرية الوكالة
60	..... خامسا : نظرية أثر الزبون
61	..... سادسا: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
64	..... خلاصة
الفصل الثالث: دراسة حالة المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي	
65	..... تمهيد
66	..... المبحث الأول :التعريف بالسوق المالي السعودي
66	..... المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية
66	..... أولا: مجتمع الدراسة
66	..... ثانيا : عينة البحث
67	..... ثالثا: مبررات اختيار العينة
67	..... رابعا : حدود الدراسة
68	..... خامسا: مصادر المعلومات
68	..... سادسا: متغيرات الدراسة
68	..... سابعا: الأسلوب والأدوات الإحصائية المعتمدة
69	..... ثامنا : فرضيات الدراسة
69	..... تاسعا: كيفية قياس متغيرات الدراسة

75	المطلب الثاني: ماهية السوق المالي السعودي.....
75	أولاً: نشأة السوق المالي السعودي.....
76	ثانياً: سمات السوق المالي السعودي.....
77	ثالثاً: أهداف السوق المالي السعودي.....
79	المطلب الثالث: إجراءات التداول في السوق المالي السعودي.....
81	المبحث الثاني: دراسة كفاءة السوق المالي السعودي.....
81	المطلب الأول: قياس كفاءة السوق المالي السعودي باستخدام مؤشرات السوق.....
83	أولاً : دراسة معدل الرسملة السوقية للسوق المالي السعودي.....
84	ثانياً: دراسة مؤشر عدد المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي.....
86	ثالثاً: دراسة مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي.....
87	المطلب الثاني: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته الضعيفة.....
89	المطلب الثالث: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته المتوسطة.....
89	أولاً: التضخم.....
91	ثانياً: معدل البطالة:.....
92	ثالثاً: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.....
94	المبحث الثالث: بناء النموذج و تحليل النتائج.....
94	المطلب الأول: تقدير واختبار نتائج الانحدار الخطي البسيط.....
94	أولاً : تأثير نصيب السهم من التوزيعات (DPA) على القيمة السوقية للسهم (Vm).....
95	ثانياً : تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR) على القيمة السوقية للسهم (Vm).....
96	ثالثاً : تأثير ربحية السهم الواحد BPA على القيمة السوقية للسهم (Vm).....
97	المطلب الثاني: تقدير واختبار نتائج الانحدار الخطي المتعدد.....
98	أولاً : تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم (Vm).....
101	المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج الدراسة.....
104	خلاصة.....
105	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق
	الملخص

فهرس الأشكال والجداول

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
الفصل الأول		
10	تطور مؤشرات خلق القيمة	(1-1)
الفصل الثالث		
78	الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي	(1-3)
82	تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي	(2-3)
84	تطور مؤشر الرسملة السوقية للسوق المالي السعودي	(3-3)
85	تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي	(4-3)
87	تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي	(5-3)
100	اختبار داربن واتسن	(6-3)

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
الفصل الثالث		
67	التوزيع القطاعي لعينة الدراسة	(1-3)
82	لتطور الأداء السنوي للسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2010-2014:	(2-3)
83	تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية للسوق للمالي السعودية في الفترة الممتدة من 2010-2014.	(3-3)
85	تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودية للفترة الممتدة من 2010-2014.	(4-3)
86	تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي للفترة 2010-2014	(5-3)
88	تطور مؤشر السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2010-2014	(6-3)
90	مؤشر السوق ومعدل التضخم في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2010-2014.	(7-3):
91	مؤشر السوق ومعدل البطالة في السوق المالي السعودي للفترة 2010-2014.	(8-3)
92	مؤشر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالي السعودي للفترة 2010-2014.	(9-3)
101	نتائج مصفوفة الارتباط	(10-3)

قائمة الرموز والاختصارات

الرمز	الدلالة
B	
BFR	الاحتياج في رأس المال العامل
BPA	ربحية السهم الواحد
BR	نسبة الأرباح المحتجزة.
C	
CFROI	التدفق النقدي العائد للاستثمار
CI	رؤوس الأموال المستثمرة
CP	الأموال الخاصة
D	
D	الديون المالية
DIV	توزيعات الأرباح في نهاية الفترة
DPA	نصيب السهم من التوزيعات
E	
EBE	الفائض الاجمالي للاستغلال
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
F	
FF	أعباء مالية
G	
g	معدل النمو
I	
i	معدل تكلفة رأس المال
I	الاستثمارات المقرر تنفيذها
K	
K	معدل العائد المتوقع
\hat{K}	معدل العائد المطلوب
M	
MVA	القيمة السوقية البورصة

P	
الناتج المحلي الخام	PIB
R	
المردودية الاقتصادية	RE
نتيجة الاستغلال	R _{exp}
المردودية المالية	RF
النتيجة الصافية	R _{net}
بدل المخاطرة	RR
معدل المردودية بدون مخاطر	RSR
مردودية الأموال الخاصة	ROE
مردودية الأصل الاقتصادي	ROCE
مردودية السوق	Rm
T	
العائد الكلي للمساهم	TSR
معدل المردودية الداخلي	TRI
V	
القيمة السوقية للسهم الآن.	Vm ₀
القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة	Vm ₁
القيمة الحالية الصافية	VAN
القيمة المحاسبية	VC
W	
تكلفة رأس المال	WACC

A stylized scroll with a black outline, featuring a rolled-up top edge and a decorative flourish at the bottom. The scroll is centered on a white background.

المقدمة

العامّة

المقدمة العامة

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تمويل المؤسسات فهي تعتبر همزة وصل بين المؤسسات والمستثمرين، بالإضافة إلى أهميتها في الحياة المالية للمؤسسة، حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات وصفقات مالية، بالإضافة إلى اعتبارها مصدرا هاما وأساسيا للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسات. بعد أن كان الهدف الأساسي للمؤسسات هو تحقيق الأرباح وتعظيمها سابقا أصبح هدفها الجوهري الآن هو تعظيم قيمة المؤسسة وذلك بتعظيم ثروة الملاك. إذ يعتبر كل من القرار الاستثماري والقرار التمويلي من بين القرارات المالية التي تؤثر على قيمة المؤسسة، ومن أهم القرارات المالية نجد سياسة توزيع الأرباح التي تحظى بأهمية بالغة لدى مالكي المؤسسة بل تعدى ذلك إلى جمهور المستثمرين والمحللين الماليين. ولقد أخذ هذا الموضوع قسطا كبيرا من الدراسات والنقاشات التي تحاول معرفة مدى تأثير هذه السياسة على قيمة المؤسسة، وقد كان هذا الموضوع محل جدل بين تيارات مؤيدة ومعارضة حول هذا التأثير.

❖ أهمية الموضوع

تتبع أهمية الموضوع من أهمية سياسة توزيع الأرباح وارتباطها بالهدف الجديد الذي تطمح اليه المؤسسات الاقتصادية ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، كذلك أهمية سياسة توزيع الأرباح كقرار مالي بالنسبة للمستثمرين، حيث يقدم لهم معلومات تقودهم إلى الاستثمار الأحسن والمجدي. كما تكمن أهمية هذا الموضوع كونها تقدم معلومات للمهتمين بالسوق المالي السعودي وذلك بالاستفادة من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة.

❖ اشكالية الموضوع

بناء على ما سبق ونظرا لأهمية سياسة توزيع الأرباح في اتخاذ القرارات وتأثيره على المؤسسة بصفة عامة وعلى قيمتها السوقية بصفة خاصة، يمكن صياغة الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال

الفترة الممتدة ما بين 2010-2014 ؟

ومن أجل معالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بجوانبها، قمنا بإدراج الأسئلة الفرعية التالية:

- في ماذا يتمثل القرار المالي الأكثر أهمية وتأثيرا على قيمة المؤسسة
- ما هي درجة اهتمام كل من الإدارة، المستثمرين والمحللين بسياسة توزيع الأرباح
- كيف تأثر كفاءة السوق المالي على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات؟
- كيف كان تأثير أدوات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي؟

❖ فرضيات الدراسة

- من أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات الفرعية، يمكن وضع الفرضيات التالية:
- حظى جميع المؤسسات بقيمة، وتتأثر هذه القيمة كثيرا بقرار مالي يتمثل في سياسة توزيع الأرباح.
- لا تهتم كل من الإدارة، المستثمرين والمحللين بسياسة توزيع الأرباح، وذلك كون يحمل اهتماماتهم تنجحه نحو قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح من خلال عملياتها التشغيلية.
- تتغير القيمة السوقية لأسهم المؤسسات تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل الى السوق والتي تعكس كفاءة السوق من عدمه.
- تؤثر سياسة توزيع الأرباح في شقيها المتعلق بربحية السهم الواحد ونصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي، لكن تأثير ربحية السهم الواحد كان أكبر، أما فيما يتعلق بنصيب الأسهم من الأرباح المحتجزة فلم يكن له تأثير على قيمتها السوقية.

❖ أهداف الدراسة

- تهدف هذه الدراسة أساسا إلى ما يلي:
- توضيح أحد القرارات المالية وتفسيره والتمثل في سياسة توزيع الأرباح وكيفية تأثيره على قيمة المؤسسة.
- طرح وجهات النظر المختلفة حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة من خلال عدة نظريات.
- توضيح موقف كل من الإدارة والمستثمرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح.
- محاولة تبيان السياسة الأكثر تأثيرا على قيمة المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي.

❖ منهج الدراسة

إن طبيعة الموضوع تستدعي العديد من المناهج، فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري عند التطرق إلى مفاهيم حول قيمة المؤسسة وكذا سياسة توزيع الأرباح وكافة النظريات المفسرة لها، أما فيما يخص الفصل الثالث أو الجزء التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي الرياضي، حيث تم فيه استخدام مجموعة من النماذج الإحصائية والرياضية من أجل اختبار إشكالية الموضوع.

❖ أدوات الدراسة

- لإثراء هذه الدراسة تم الاعتماد على مجموعة من أدوات البحث العلمي والمتمثلة فيما يلي:
- برنامج Eviews4 من أجل اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته المتوسطة.
- استخدام برنامج Excel من أجل جمع جميع البيانات الخاصة بالمؤسسات ضمن عينة الدراسة.

- استخدام برنامج SPSS20 من أجل دراسة التأثير بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي.
- استخدام أساليب إحصائية تكشف العلاقة بين متغيرات الدراسة والمتمثلة في:
 - ✓ الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.
 - ✓ اختبار ستودنت وفيشر.
 - ✓ اختبار درين واتسن.
- ❖ الدراسات السابقة

على اعتبار أن موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة موضوع هام جدا بالنسبة لمدراء المؤسسات والمستثمرين على حد سواء، فقد تم التعرض الى مثل هذا الموضوع من قبل مجموعة من الباحثين الذين تناولوا جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها:

- دراسة "صباح أسامة علي شراب" (2006): حيث قامت بدراسة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة الى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المتمثلة في ربحية السهم الواحد، تاريخ الإعلان عن التوزيعات، توزيعات السهم الواحد، حيث أن تأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.
- دراسة "علي بن ضب" (2009): قام بدراسة تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالسوق المالي الكويتي، وقد توصلت الدراسة الى ان متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح قد نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بالسوق المالي الكويتي، وقد كان لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليسا لوحدهما بل توجد هناك متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة... إلخ.
- دراسة "أمجد إبراهيم البراجة" (2009): والتي تناولت دراسة اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين، لكن في المقابل اتضح أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في السوق، ولا توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

• دراسة "Imed Chkiret et Fodil Adjaoud" (2004): بعنوان **La politique de**

dividende des entreprises canadiennes وقد شملت هذه الدراسة تحليل العلاقة بين

قرارات تغيير توزيعات أرباح الأسهم والأرباح المستقبلية للمؤسسات الكندية المدرجة في بورصة TORONTO ولقد توصلت الدراسة الى أن الإعلان عن التوزيعات يتبعه عائد غير عادي يختلف معنويًا عن الصفر، وهو ذو تأثير إيجابي في حالة الإعلان عن الرفع في التوزيعات أو سلبية في حالة التخفيض في التوزيعات، وهذا العائد بالغ الأهمية في حالة المؤسسات صغيرة الحجم والتي تتميز بنسبة مرتفعة من ملكية المسيرين.

❖ التوثيق العلمي

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة اعتمدنا على البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال الكتب العلمية المتخصصة باللغة العربية والفرنسية، وكذلك مجموعة من الابحاث العلمية والمجلات المحكمة والبحوث المنشورة، بالإضافة الى العديد من مواقع الانترنت الرسمية الخاصة بالسوق المالي السعودي، وكذلك تم الاعتماد على الموقع الخاص بصندوق النقد العربي.

❖ شرح المصطلحات

- **قيمة المؤسسة:** هي ذلك المستوى من النوعية والذي يعطى للمؤسسة ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليها.
- **سياسة توزيع الارباح:** تعبر عن النسبة المقررة من الأرباح الموزعة على المستثمرين أو الأرباح المحتجزة في المؤسسة.
- **السوق الكفاء:** هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة.
- **الأرباح الموزعة:** هي التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في اسهم المؤسسة التي يحملونها.
- **الأرباح المحتجزة:** عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارستها لنشاطها ولم يدفع في شكل توزيعات.

❖ محتويات الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول وهي كالتالي:

- الفصل الأول: تحت عنوان الإطار النظري لقيمة المؤسسة والسوق المالي، حيث تناولنا في المبحث الأول ماهية المؤسسة الاقتصادية من حيث المفهوم، الخصائص، الأهداف، التصنيفات والوظائف، كما خصص المبحث الثاني للتعريف بأساسيات قيمة المؤسسة من حيث المفهوم، الأنواع، قيمة المؤسسة وفق مجموعة من النظريات، كذلك إدراج تأثير المحيط الداخلي والخارجي على قيمة المؤسسة، أما المبحث الثالث قد احتوى على دراسة لمفهوم السوق المالي وكفاءته، أنواع الكفاءة ومتطلبات تحقيق كفاءة السوق المالي.
- الفصل الثاني: الذي تم فيه التطرق إلى مفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح في المبحث الأول، أما المبحث الثاني والثالث فقد خصص لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح من خلال استعراض أبرز النظريات التي تحاول استبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.
- الفصل الثالث: كان يهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية وذلك من خلال القيام بدراسة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، حيث أن المبحث الأول تم فيه تناول عموميات حول السوق المالي السعودي، أما في المبحث الثاني فقد خصص لدراسة كفاءة السوق المالي السعودي من خلال مجموعة من المؤشرات، بالإضافة إلى اختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة والمتوسطة، أما المبحث الثالث فقد تم فيه تحليل إشكالية الموضوع من خلال برامج واساليب إحصائية ورياضية وبالتالي التوصل الى مجموعة نتائج.

❖ صعوبات الدراسة

- لقد واجهنا العديد من الحواجز والمشاكل خلال إنجاز هذا الموضوع، ومن أبرز هذه الصعوبات مايلي:
- نقص في المراجع المتعلقة بالموضوع خاصة باللغة العربية وهذا لحداثة الموضوع.
 - عدم إدراج بعض المؤشرات الخاصة بالمؤسسات داخل السوق محل الدراسة خاصة في السنة الأخيرة.
 - التضارب في بعض الإحصاءات، مما دفعنا للدقة والإحتراز في انتقاء ما هو قريب من الصحة.

الفصل الأول

الإطار النظري لقيمة

المؤسسة الاقتصادية

والسوق المالي

تمهيد:

تسطر المؤسسة مجموعة من الأهداف تسعى لتحقيقها خلال فترة حياتها، ومما لا شك فيه أن تعظيم قيمة المؤسسة من بين أبرز مقومات إستراتيجيتها، فهو بمثابة الحافز الأساسي لكافة الأطراف الفاعلة في المؤسسة، وهذا وفقا للنظرية المالية الحديثة من جهة وتطور نظرية هدف المؤسسة من جهة أخرى.

ولعل ما يبرز ويدعم ذلك، هو أن استمرارية المؤسسة وهدف إنشائها مرهون بقدرتها على تحقيق أرباح للملاك والمساهمين وتعظيم قيمتها، والذي يتم تحقيقه من خلال تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية أو تعظيم القيمة المضافة السوقية، هذه الأخيرة تعتبر تابعة لطبيعة السوق ومستوى كفاءته، باعتبار أن الأسعار المسجلة به تمثل أفضل انعكاس للقيمة الحقيقية للورقة المالية ومن ثم قيمة المؤسسة بالتبعية.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثاني: أساسيات حول قيمة المؤسسة.
- المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول السوق المالي وكفائته.

المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية.

لقد شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا معتبرا في كتابات وأعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الايديولوجية، باعتبارها النواة الأساسية في النشاط الاقتصادي للمجتمع، كما أنها تعبر عن علاقات إجتماعية لأن العملية الإنتاجية داخلها، أو نشاطها بشكل عام يتم ضمن مجموعة من العناصر البشرية، متعاملة فيما بينها من جهة، وفيما بينها و العناصر المادية وعناصر أخرى معنوية من جهة ثانية.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسة الاقتصادية

من أجل التعريف بالمؤسسة، سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهومها وخصائصها.

أولا: تعريف المؤسسة الاقتصادية

لقد تعددت مفاهيم المؤسسة الاقتصادية باختلاف الأزمنة والاتجاهات، ويمكن أن تجمع بعضها في النقاط التالية:

- يمكن تعريفها على أنها: وحدة اقتصادية تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي⁽¹⁾.
- كما يمكن تعريفها أيضا أنها: منظمة تجمع أشخاصا ذوي كفاءات متنوعة، تستعمل رؤوس أموال وقدرات من أجل إنتاج سلعة ما، والتي يمكن أن تباع بسعر أعلى من تكلفتها⁽²⁾.
- المؤسسة كمنظمة اقتصادية وإجتماعية مستقلة نوعا ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المالية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الاهداف في نطاق زماني ومكاني⁽³⁾.

وعليه يمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية على أنها كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني، وإجتماعي معين هدفه دمج عوامل الانتاج، من أجل الإنتاج أو تبادل السلع أو الخدمات مع أعوان إقتصاديين آخرين، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط إقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزماني الذي يوجد فيه، وتبعا لحجم ونوع نشاطه.

ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية

على ضوء ما تقدم شرحه سابقا من تعاريف للمؤسسة، يمكن أن نلخص أهم الخصائص فيما يلي⁽⁴⁾:

¹ إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص.11.

² ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، ط2، 1998، ص.10.

³ عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2009، ص.25.

⁴ عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط5، 2007، ص.25.

- 1- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث الحقوق والصلاحيات أو من حيث الواجبات والمسؤوليات.
- 2- لها القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.
- 3- أن تكون قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كافي وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية، وقدرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة.
- 4- لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة، فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتفسد أهدافها.

المطلب الثاني: أهداف وتصنيفات المؤسسة الاقتصادية

إن اختلاف أشكال المؤسسات وتعددتها جعل من الصعب أن نقف عند معيار واحد نقيس عليه، لذا دعت الضرورة من أجل الإلمام الأفضل بكل المؤسسات أن يتم وضعهم تحت جملة من المعايير وهي:

أولاً: أهداف المؤسسة الاقتصادية

هناك العديد من الأهداف تسعى المؤسسات الاقتصادية الوصول إليها من خلال القيام بنشاطاتها، ونلخص أهم هذه الأهداف في العناصر التالية:

1- الأهداف الاقتصادية: وتتمثل في⁽¹⁾:

- أ- تعظيم الربح: حيث أن أي مؤسسة يكون هدفها الأساسي ليس فقط تحقيق الربح بل تعظيمه، وهذا ما يضمن لها امكانية رفع رأسمالها وتوسيع نشاطها وذلك للصمود أمام المؤسسات المنافسة لها.
- ب- ترشيد عملية الإنتاج: وذلك باستعمال رشيد لعوامل الإنتاج المختلفة ورفع إنتاجيتها بواسطة التخطيط المحكم والدقيق للإنتاج والتوزيع وإضافة إلى مراقبة هذه البرامج أو الخطط وتفادي الوقوع في المشاكل الاقتصادية والمالية.
- ج- تحقيق متطلبات المجتمع: إن نتائج المؤسسة تتعلق بمدى تصريف أو بيع إنتاجها بنوعيه المادي والمعنوي وعملية البيع هذه هي التي تساهم في تغطية طلبات المجتمع.
- د- التكامل الاقتصادي على المستوى المحلي (الوطني).
- هـ- تقليل الصادرات من المواد الأولية وتشجيع الصادرات من الفائض في المنتوجات النهائية عن الحاجات المحلية.
- و- الحد من الواردات وخاصة السلع الكمالية.

¹ - يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 194.195.

2- الأهداف الاجتماعية والثقافية: ونذكر منها⁽¹⁾:

- أ- ضمان مستوى مقبول من الأجور مقابل مجهوداتهم، وهو ما يسمح بتحسين مستوى معيشة العمال.
- ب- توفير التأمينات والمرافق للعمال (التأمين الصحي، التأمين ضد حوادث العمل، التقاعد،...)، فضلا عن المرافق العامة مثل التعاونيات الاستهلاكية والمطاعم.
- ج- تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى، حيث أنه مع تطور وسائل الانتاج السريع أصبح العديد من العمال لا يتحكمون في هذه التكنولوجيات بصفة جيدة.
- د- توفير الوسائل الترفيهية والثقافية، التي تعمل على افادة وإبناء العمال (المسرح، المكتبات، الرحلات...)، لأن ذلك له الأثر البالغ على مستوى العامل الفكري والرضا والشعور باهتمام المؤسسة به.

3- الأهداف التكنولوجية:

من خلال قيام المؤسسة بالبحث والتطوير، وذلك بتوفير إدارة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميا وترصد لها مبالغ كبيرة⁽²⁾.

ثانيا: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية

1- تصنيف المؤسسات حسب المعيار القانوني:

طبقا لهذا المعيار فإنه يمكن توزيع المؤسسات إلى قسمين:

- أ- مؤسسات فردية: لا تمثل هذه المؤسسات شركات بل شخص وحيد، أين شخصية المؤسسة تختلط فيها مع شخصية صاحب المؤسسة، وعادة ما يكون رئيس المؤسسة هو من يقدم رأس المال وكذا العمل⁽³⁾.
- ب- مؤسسة الشركات: تعرف الشركة على أنها عبارة عن المؤسسة التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر، يلتزم كل منهم بتقديم حصة من عمل أو من مال لاقتسام ما قد ينشأ عن هذه المؤسسة من أرباح أو خسارة وتنقسم الشركات بشكل عام إلى قسمين رئيسيين⁽⁴⁾:
- ج- شركات الأشخاص: كشركات التضامن وشركات التوصية البسيطة وشركات ذات المسؤولية المحدودة.

د- شركات الأموال: كشركات التوصية بالأسهم وشركات المساهمة.

¹ غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص.13.

² غول فرحات، مرجع سبق ذكره، ص.14.

³ بالقاسم سلاطية وإسماعيل فيرة، التنظيم الحديث للمؤسسة، دار الفجر، الأردن، ط2، 2008، ص.25.

⁴ عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص.27.

2- تصنيف المؤسسات حسب معيار الملكية:

تصنف المؤسسات حسب طبيعة الملكية إلى:

- أ- المؤسسات الخاصة: وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها إلى شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص⁽¹⁾.
- ب- المؤسسات المختلطة: تعود ملكيتها بصورة مشتركة للقطاع العام والقطاع الخاص⁽²⁾.
- ج- المؤسسات العمومية: تعود ملكيتها للدولة فلا يحق للمسؤولين التصرف بها والأشخاص الذين ينوبون عن الحكومة في تسيير إدارة المؤسسات العامة مسؤولون عن أعمالها اتجاه الدولة وفقا للقوانين العامة⁽³⁾.

3- تصنيف المؤسسات حسب معيار النشاط الاقتصادي:

يمكن تصنيف المؤسسات تبعا لمعايير اقتصادية معينة، أي تبعا للنشاط الذي تمارسه وعليه تميز هذه الأنواع:

- أ- المؤسسات الصناعية: وتنقسم هذه المؤسسات بدورها، تبعا للتقسيم السائد في القطاع الصناعي إلى⁽⁴⁾:
 - مؤسسات الصناعات الثقيلة أو الاستراتيجية: كمؤسسات الحديد والصلب، الهيدروكربونات،..... إلخ.
 - مؤسسات الصناعات التحويلية أو الخفيفة: كمؤسسات الغزل والنسيج، مؤسسات الجلود،..... إلخ.
- ب- المؤسسات الفلاحية: هي المؤسسات التي تهتم بزيادة إنتاجية الأرض واستصلاحها وتقوم هذه المؤسسات بتقديم ثلاثة أنواع من الانتاج وهو الانتاج النباتي والانتاج الحيواني والانتاج السمكي.
- ج- المؤسسات التجارية: هي مختلف المؤسسات التي تهتم بالنشاط التجاري كمؤسسات الجملة ومؤسسات المفرق مثل الأروقة الجزائرية، مؤسسات أسواق الفلاح،... إلخ.
- د- المؤسسات المالية: وهي التي تقوم بالنشاطات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين والضمان الاجتماعي.
- هـ- المؤسسات الخدمية: هي التي تقوم بعدة أنواع من الخدمات إلى المستهلكين وإلى المؤسسات التي لا تستهدف الربح والمؤسسات الأخرى، وتقوم بتأجير مهاراتهم⁵.

4- تصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم

يمكن تصنيف المؤسسات وفق هذا المعيار إلى مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومؤسسات كبيرة⁽⁶⁾:

- أ- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME): وقد أعطى لها أكثر من تحديد فنجد أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تدمج ضمن التي تستعمل أقل من 500 عامل وفيها تتوزع إلى:
 - مؤسسات Micro والتي تستعمل من 01 إلى 09 عمال.

¹ يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012، ص.27.

² عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص.28.

³ ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، ط1، 1998، ص.11.

⁴ عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص.ص.30.31.

⁵ جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال، دار النهضة العربية، لبنان، 1978، ص.80.

⁶ ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص.64.

- مؤسسات صغيرة والتي تستعمل من 10 إلى 199 عامل.
 - مؤسسات متوسطة والتي تستعمل من 200 إلى 499 عامل.
- ب- المؤسسات الكبيرة: وهي التي تشغل أكثر من 500 عامل، لها دور معتبر في الاقتصاد الرأسمالي المتطور، نجد تحت هذا النوع من المؤسسات القابضة (Holding)، وكذا الشركات المتعددة الجنسيات (FMN).

المطلب الثالث: وظائف المؤسسة الاقتصادية

مع التوسع والتطور الكبير الذي شهدته المؤسسات الاقتصادية وكذا الأبحاث في مجال إدارة وتسيير المؤسسة أو فيما يتعلق بمعالجة جوانبها المختلفة، فقد ظهرت عدة اقتراحات فيما يتعلق بالوظائف في المؤسسة منها⁽¹⁾:

- 1- الوظيفة الإدارية: وتشمل مختلف المهام الإدارية اللازمة، من تنظيم، مراقبة، تخطيط و تنسيق.
- 2- وظيفة الإنتاج: تهتم بتحديد أساليب الإنتاج وتقنياته بهدف صنع المنتوجات وتوجيهها للبيع.
- 3- الوظيفة المالية: تعبر عن أوجه النشاط الإداري للمؤسسات المتعلقة بتنظيم حركة الأموال إذ يقع على عاتق هذه الوظيفة توليد المعلومات المالية والتكلفة اللازمة لأغراض التخطيط والرقابة بالنسبة لمختلف العمليات والأنشطة وكذلك تلخيص المعاملات المالية والتجارية على مختلف أنواعها.
- 4- الوظيفة التجارية: ودورها ينصرف إلى العمل على تحويل الزبائن المحتملين إلى زبائن فعليين والسهر على تصريف المنتوجات بواسطة الوظيفة التسويقية.
- 5- الوظيفة التسويقية: وهي المعنية بشؤون الوقت والسياسات التسويقية المناسبة، حيث تمكن المؤسسة من تكييف منتجاتها حسب رغبات الزبائن واكتشاف حاجيات المستهلكين بغية إشباعها.
- 6- الوظيفة الاجتماعية: تعني بتنمية قدرات ومهارات العاملين أي الاستخدام الأمثل للموارد البشرية.
- 7- الوظيفة المحاسبية: وهي المنطوية على مجموعة العمليات المحاسبية التي تترجم نشاط المؤسسة إلى أرقام، كما تقوم بملاحظة وتسجيل التدفقات التي تنشأ نتيجة نشاط المؤسسة وقياس أثرها.

¹ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 30.29.

المبحث الثاني: أساسيات حول قيمة المؤسسة

لا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محل اهتمام العديد من الباحثين والخبراء المحاسبين كون أن أغلب القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة بما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة، ويكاد يكون مصطلح القيمة يجاوز مصطلح المؤسسة في أغلب الأبحاث المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان ومقترنان ببعضهما البعض، دلالة على أهمية الأول واقتترانه بالثاني، وربما أيضا دلالة على أهمية الثاني واقتترانه بالأول.

المطلب الأول: مدخل حول قيمة المؤسسة

يتطلب الأمر قبل الخوض في أي موضوع تحديد طبيعته ومفاهيمه، لذا يتضمن هذا المطلب بعض المفاهيم الأساسية، التي تسمح بتوضيح مفهوم القيمة وأنواعها وأهم مؤشراتهما.

أولاً: مفهوم القيمة

لقد تعددت مفاهيم القيمة باختلاف الأزمنة والاتجاهات، ويمكن حصر أهمها فيما يلي:

- تعرف القيمة على أنها: "ذلك المستوى من النوعية والذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليه"⁽¹⁾.
- تعرف أيضا بأنها: "مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا الأصل"⁽²⁾.
- كما يمكن تعريفها أيضا على أنها: "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مرحلة من طلب قياسها والذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد وإمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط"⁽³⁾.
- ومن المفاهيم السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للقيمة على أنها مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في عقد صفقة وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة.

ثانياً: أنواع القيمة

يمكن إيجاز أهم أنواع القيمة فيما يلي:

¹ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الأول، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ط1، 2011، ص.173.

² طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص.11.

³ هواري السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص.37.

- 1- القيمة السوقية العادلة: هي السعر الذي يجعل الملكية تستبدل بين مشتري راغب في الشراء وبائع راغب في البيع حينما لا يكون الأول مكره على الشراء ولا يكون الثاني مكره على البيع وأن يكون لدى كلا الطرفين معرفة معقولة بالحقائق المرتبطة بالعملية⁽¹⁾.
- 2- القيمة الاستثمارية: هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية التابعة من حيازة أصل معين، وعليه فقيمة الأصل تكون محددة بالنسبة لمشتري محدد، وقد تختلف هذه القيمة من مستثمر محتمل لآخر، ويعود السبب في ذلك لدوافع يركز عليها المستثمر⁽²⁾، وفي هذا الإطار يمكن أن نسرّد بعض العوامل المؤدية لذلك:
 - إمكانية خلق قيمة محتملة.
 - رغبة المستثمر في دخول سوق جديدة.
 - الوضع الضريبي للمستثمر.
- 3- القيمة الجارية: ويقصد بها قيمة الأوراق المالية لمؤسسة قائمة، وهنا تتوقف القيمة على الأرباح المتوقع تحقيقها وتوزيعات الأرباح المتوقعة والنمو المتوقع أن تحقّقه المؤسسة في المستقبل⁽³⁾.
- 4- قيمة شهرة الحل: هي مجموع الصفات الغير قابلة للوزن أو القياس والتي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة دون غيرها⁽⁴⁾.
- 5- القيمة القابلة للتأمين: هي عبارة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما والتي يتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة وقوع خسارة⁽⁵⁾.
- 6- القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية: تعبر القيمة الاستعمالية عن المنافع الاقتصادية المتوقعة من استخدام الأصل في نشاطات المؤسسة، أما القيمة التبادلية فتعبر عن سعره في السوق، والذي يصطلح عليه بصافي القيمة البيعية، والقيمة الاستعمالية لأصل لا ترتبط بملكيتها وإنما بكيانه المادي، أما القيمة التبادلية فترتبط بالأصل المملوك⁶.
- 7- قيمة الإحلال: هي قيمة الأصل الجديد تكون له منفعة مساوية لمنفعة أصل آخر⁽⁷⁾.
- 8- القيمة الدفترية: هي مفهوم محاسبي يظهر في ظروف معينة، في حالة الأصل الحقيقي تعبر القيمة الدفترية عن التكلفة التاريخية للأصل بعد طرح مجمع الاهتلاك وخسائر القيمة إن وجدت، أما بالنسبة للأصل المالي

¹ طارق عبد العال حماد، المدخل الحديث في المحاسبة: المحاسبة عن القيمة العادلة، دار الجامعية، مصر، ط1، 2003، ص.11.

² طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص. 14 .

³ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحماد، الأردن، ط1، 2008، ص.251.

⁴ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص.16.

⁵ طارق عبد العال حماد، المرجع نفسه، ص.20.

⁶ بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية محاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص.42.

⁷ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص.20.

(السهم العادي) فتعبر عن حاصل قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية بعد خصم جميع الالتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة⁽¹⁾.

9- قيمة التصفية: ويقصد بها قيمة ما يمكن أن يحصل عليه حامل السند أو حامل السهم عندما يتوقف نشاط المؤسسة ويتم بيع أصولها وسداد الالتزامات المستحقة عليها⁽²⁾.

10- القيمة المتبقية وقيمة الخردة: تعبر القيمة المتبقية عن المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع أصل أو التصرف فيه بأي طريقة أخرى، وذلك بعد انتهاء مدته النفعية، ويختلف هذا المفهوم عن قيمة الخردة الذي يفترض أن الأصل لا يمكن استخدامه مرة أخرى، سواء من طرف المؤسسة أو أي طرف آخر⁽³⁾.

ثالثاً: آليات تحديد قيمة المؤسسة

تعتبر عملية تحديد أو إيجاد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبني على مجموعة من الآراء والافتراضات المبنية أساساً على كفاءة المقيم، وهذا من خلال استخدامه لمجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب المألوفة⁽⁴⁾:

1- الاعتماد على ميزانية المؤسسة: وهذا بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار للاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.

2- المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات: والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً، باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبة.

3- استعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها: وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهتم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على اتباع المراحل الآتية:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات، وتحديد قيمة المؤسسة وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بما طيلة حياة المؤسسة.
- اختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستثمرة للمؤسسة.
- إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالباً ما يكون تكلفة رأس المال.

¹ بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص. 42.

² محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص. 251.

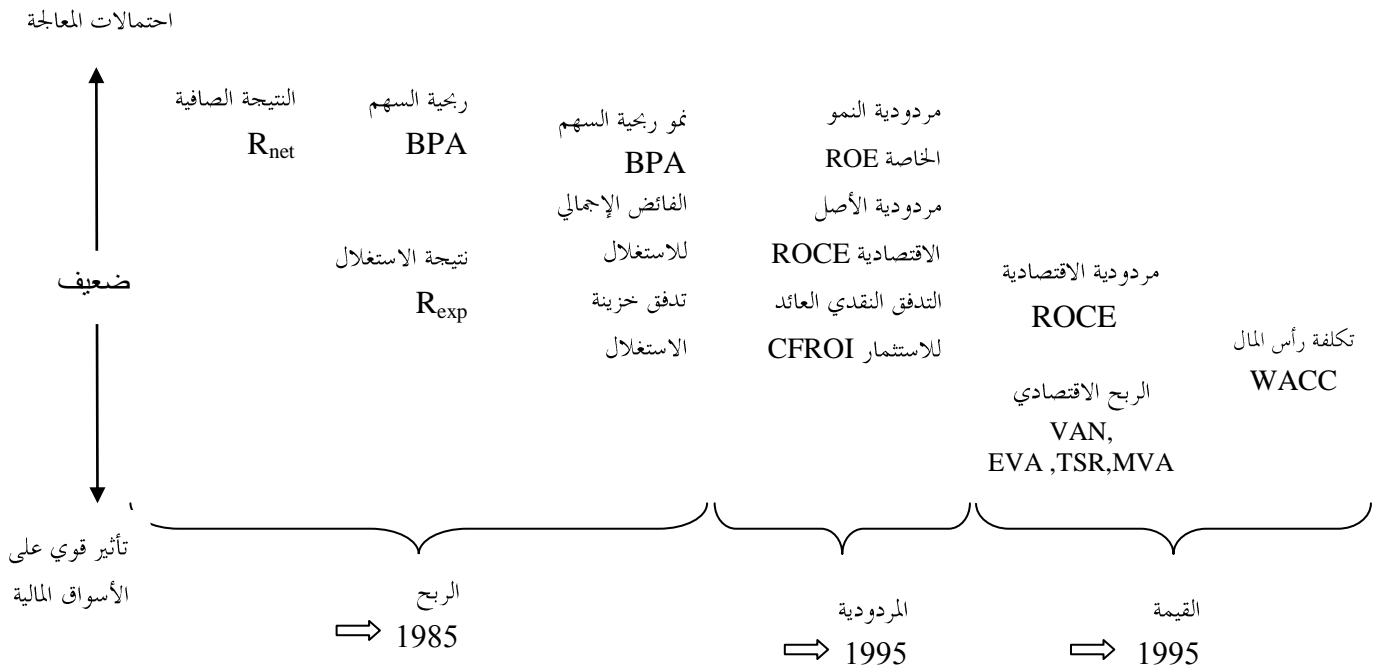
³ طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص. 14.

⁴ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص. 30-31.

4- جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة: إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، مما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حالة الكفاءة العالية للسوق المالي.
 رابعا: مؤشرات خلق القيمة

لقياس انشاء القيمة على مستوى المؤسسات هناك العديد من المؤشرات تختلف بحسب طبيعة مكوناتها حيث نجد مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مالية، مهجنة، بورصية حيث عرفت هذه المؤشرات تطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة ويمكن ابراز ذلك من خلال الشكل التالي⁽¹⁾:

الشكل (1-1): تطور مؤشرات خلق القيمة



Source : Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, paris, 7^{me} édition, 2009, P.682.

1- المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية (les critères comptables):

وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات كما أنها مؤشرات للأداء الاقتصادي، وتمثل هذه المؤشرات في ربحية السهم الواحد ومعدلات المردودية المحاسبية.

أ- ربحية السهم الواحد (BPA): يقي هذا المؤشر المفضل في مالية المؤسسة، فبرغم من محدودية هذا المؤشر، إلا

¹ Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 8eme édition, 2010, P.678.

أنه الأكثر استخداما اليوم وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعف النتيجة الصافية PER⁽¹⁾، ويعتبر مؤشر لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط الثلاثة التالية:

● خطر الأصل الاقتصادي هو نفسه من دورة لأخرى قبل وبعد عملية (الاندماج، الاستحواذ، زيادة أو تحويل رأس المال، الاستثمار، ...).

● معدل نمو النتائج هو نفسه قبل وبعد الصفقة.

● الهيكل المالي للمؤسسة هو نفسه من دورة لأخرى، وهو نفسه قبل وبعد الصفقة.

ب- معدلات المردودية المحاسبية: تتدخل في معدلات المردودية المحاسبية كل من:

● معدل مردودية الأموال الخاصة RCP أو ROE: وهي نسبة تقيس عائد الأموال الخاصة المستخدمة وترتبط بين النتيجة الصافية للاستغلال ومبلغ الأموال الخاصة أي :

$$\text{ROE} = \frac{\text{الأموال الخاصة} \div \text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \div \text{النتيجة الصافية}$$

ويمكن تفصيل هذه العلاقة كما يلي⁽¹⁾:

$$\text{ROE} = (\text{حقوق الملكية} \div \text{الموجودات}) \times (\text{الموجودات} \div \text{النتيجة الصافية})$$

$$\text{ROE} = \text{معامل الرفع المالي} \times (\text{ROA})$$

ويعطي معدل مردودية الأموال الخاصة للمستثمرين ولمسيرى المؤسسة والبنك على الخصوص معلومات حول قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح للمساهمين.

● معدل المردودية الاقتصادية R_E أو ROCE: تمثل المردوديات الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية، فالمردودية الاقتصادية تمثل قياس محاسبي للثروة المحققة من الأصول الاقتصادية.

$$\text{المردودية الاقتصادية } R_E = \frac{\text{النتيجة الاقتصادية}}{\text{الأصول}}$$

ويمكن تشخيص المردودية من خلال:

✓ مستوى ربحية جيد ممثل في هامش مرتفع.

✓ معدل مرتفع لدوران رأس المال المستثمر.

أما المردودية المالية فهي تعتبر قياس محاسبي لمردودية رأس المال المستثمر من طرف المساهمين، وهو مرتبط أساسا بمفهوم الرفع المالي والهيكل المالي.

$$\text{المردودية المالية } R_F = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

● التدفق النقدي العائد للاستثمار (CFROI): والذي في شكله البسيط يمثل نسبة الفائض الإجمالي للاستغلال إلى الأصل الاقتصادي المأخوذ بالقيمة الإجمالية، أي قبل احتساب اهتلاكات الأصول الثابتة².

¹ بريكة السعيد و مسعي سمير، دراسة حول تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، المنتدى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2009، ص.13.

² Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 10^{eme} édition, 2012, P.673.

$$CFRORI = \frac{EBE}{BFR + \text{الأصول الثابتة الإجمالية}}$$

حيث:

EBE: يمثل الفائض الإجمالي للاستغلال.

BFR: يمثل الاحتياج في رأس المال العامل.

على العموم فإن قيمة المؤسسة تنمو بقيمة أعلى من الأموال المستعملة إذا كانت مردودية الاستثمار أعلى من معدل المردودية المطلوب.

2- المؤشرات ذات الطبيعة المالية (les critères financier):

يترجم هذا المؤشر إنشاء القيمة الناتج عن استخدام الموارد المالية بالمؤسسة، وذلك بحساب الفرق بين قيمة الأصل الاقتصادي المتمثلة في التدفقات المستحدثة بتكلفة التمويل والقيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي⁽¹⁾.
أ- القيمة الحالية الصافية (VAN): يعتبر مؤشر القيمة الحالية الصافية (VAN) المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية كونه يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود، بالإضافة إلى البعد التوقعي الخارجي، ضف إلى ذلك معدل الاستحداث المتمثل في تكلفة التمويل والتي يصعب تحديدها عند الاعتماد على الأوراق المالية المهجنة في التمويل.

3- المؤشرات المهجنة ذات طبيعة محاسبية مالية (les critères hybrides):

بعد التعرض للمؤشرات المحاسبية والمؤشرات المالية سوف نتناول بعض المؤشرات التي جمعت بين النوعين، والمتمثلة في القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) ومعدل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI).

أ- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أو الربح الاقتصادي (EVA/PE): وهي أهم مؤشر لقياس خلق القيمة، من ناحية تدمج مفهوم تكلفة هيكل رأس المال ومن ناحية أخرى لا تشترط التسعير في السوق المالي، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار القيم المتوقعة مستقبلا بل تكفي بالقيمة المحققة لفترة واحدة⁽²⁾.

$$EVA = \text{الأموال المستثمرة} \times (\text{معدل تكلفة راس المال} - \text{المردودية الاقتصادية})$$

$$EVA = (RE-i) \times CI$$

$EVA > 0$: ثروة للمساهمين تم تحقيقها إضافة إلى مكافئتهم على الخطر في شكل توزيعات أرباح.

i: معدل تكلفة رأس المال.

¹ علي بن ضب وسيد أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2013، ص.128.

² شهرزاد زغيب وعمانى لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2009، ص.10.

ب- التدفق النقدي العائد للاستثمار (CFROI): يعتبر هذا المؤشر بمثابة معدل المردودية الداخلي (TRI) للاستثمارات المتواجدة بالمؤسسة، حيث يساوي هذا المعدل بين قيمة الأصل الإجمالي (قبل الاهتلاكات والمؤونات وتصحيحات التضخم) وسلسلة من فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على مدى حياة الأصل الاقتصادي⁽¹⁾، يتم في الأخير مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال (i) أين تميز حالتين:

- مؤشر CFROI أكبر من تكلفة التمويل، دليل على أن هناك إنشاء للقيمة.
- المؤشر أقل من تكلفة التمويل، يوجد هناك تدمير للقيمة.

4- المؤشرات ذات الطبيعة البورصية (les critères boursiers):

دفع هذا النمو المتزايد لنسبة التمويل عن طريق الأسهم إلى البحث عن مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى الأسواق المالية وهي:

أ- خلق القيمة البورصية أو القيمة السوقية المضافة (MVA): القيمة السوقية المضافة (MVA) هي مجموع التدفقات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA مخصومة بتكلفة رأس المال، يمكن إعتبارها القيمة الحالية الصافية لجميع استثمارات المؤسسة⁽²⁾.

إذا اعتبرنا i هي تكلفة رأس المال:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+i)^t}$$

كما يمكننا اعتبار أن القيمة السوقية المضافة (MVA) تمثل الفرق بين القيمة البورصية لرؤوس الاموال المستثمرة والقيمة المحاسبية لها، ومنه:

$$MVA = V_B CI - V_C CI$$

مع:

V_B : القيمة البورصية.

V_C : القيمة المحاسبية.

CI: رؤوس الأموال المستثمرة.

وبما أن:

$$CI = CP + D \text{ (الديون المالية) + (الأموال الخاصة)}$$

نجد:

$$MVA = V_B (CP + D) - V_C (CP + D)$$

في بعض الأحيان القيمة السوقية للديون تساوي قيمتها المحاسبية، ومنه تصبح العلاقة:

$$MVA = V_B (CP) - V_C (CP)$$

¹ علي بن ضب وسيد أحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص. 129.

² Pascal Barneto, Georges Greagorio, **Finance en 32 fichiers**, Dunod, Paris, 2^{eme} édition, 2012, P.P.55.56.

إما يكون $MVA > 0$ نستنتج أن السوق يتوقع خلق للقيمة تفوق تكلفة الأموال المستثمرة.

ب- العائد الكلي للمساهم TSR: يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في الأزمات أي تكون الاسعار متذبذبة وتكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر، حيث يكمن الفرق بينه وبين TRA أنه يعتمد على الأداء التاريخي بعد عملية الاستثمار على عكس TRI الذي يعتمد على المردودية وتدفقات الخزينة المتوقعة مستقبلا. يتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقى مضافا للتوزيعات منسوبة إلى السعر، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض ولإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 05-10 سنوات كمتوسط حسابي، حيث يُخفض التغيرات السعريّة الشاردة ويحسب بالعلاقة التالية⁽¹⁾:

$$TSR = \frac{(P_0 + D + P_1)}{P_0}$$

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق نظرية الإشارة، تكلفة التمويل، تكاليف الإفلاس، الوكالة

يهدف هذا المطلب إلى دراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة والنظريات المالية المعاصرة، حيث سنتطرق إلى دراسة تأثير كل من نظرية الإشارة ونظرية تكاليف الإفلاس والوكالة على قيمة المؤسسة.

أولا: نظرية الإشارة

وفقا لافتراض موديكلياني وميلر فإن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين وتسمى هذه الحالة بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي، ولكن غالبا ما يتاح للمسيرين كما أكبر من المعلومات والذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وتسمى هذه الحالة بحالة عدم التماثل المعرفي، مما يكون لذلك تأثير قوي على قيمة المؤسسة.

● تقوم هذه النظرية على انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى التأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء أو خصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، تكون هذه الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ

¹ علي عياد وسيدي أحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص.130.

- يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة⁽¹⁾.
- تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما⁽²⁾:
- ✓ نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.
- ✓ حتى وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.
- كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها⁽³⁾.
- و في الواقع المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة فهو سيتقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه⁽⁴⁾:
- ✓ يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
- ✓ يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال.
- ✓ يراعي مراقبة وحكم سلطات السوق المالي في حالة نشر معلومات غير صحيحة.
- للتقليل من عدم التماثل في المعلومات، بإمكان المؤسسة إصدار إشارات لمستثمري المؤسسة، مثلا تعتبر الاستدانة اشارة ايجابية بالنسبة للمستثمرين، بحكم أنها مؤشر على قدرة المؤسسة على مواجهة أعباء ثابتة محفوفة بالخطر، كما يعد استرجاع الأسهم كذلك اشارة ايجابية، وكلما استطاعت المؤسسة إصدار اشارات ايجابية حقيقية معبرة عن أدائها، يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة أسهمها وبالتالي قيمة المؤسسة⁽⁵⁾.

ثانيا: تكلفة التمويل

تتوقف قيمة المؤسسة على مستوى التدفقات النقدية التي يولدها الأصل الاقتصادي، وعلى أساس المعدل الذي يتم به رسملة تلك التدفقات، والمتمثلة في تكلفة الأموال يأتى الهيكل المالي على قيمة المؤسسة. وللهيكل المالي عدة أشكال وتوليفات فمن حيث الشكل يحقق إدراج القروض ضمن قائمة الهيكل المالي وفرات ضريبية بمقدار فوائد تلك القروض، كما هو شأن التمويل بأقل تكلفة لنفس العنصر (القروض)، مما يساعد إيجابيا

¹ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2011، ص.ص.429-430.

² دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد التاسع، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص.12.

³ Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris 3^{eme} édition, 1998, P.469.

⁴ دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مرجع سبق ذكره، ص.112.

⁵ دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص.320.

على تحيين التدفقات النقدية بشكل يساهم في تعظيم تلك التدفقات عن ما لو كان معدل تكلفة الأموال أعلى، وبالتالي التأثير على قيمة المؤسسة⁽¹⁾.

ثالثا: نظرية تكاليف الإفلاس

لعل من أهم الانتقادات الموجهة إلى نموذج ميلر ومودكلياني هي عدم الأخذ بعين الاعتبار لأثر تكلفة الإفلاس كقيود في التحليل فإذا كانت الاستدانة تؤدي بفعل إيجابيات الرفع المالي إلى خلق القيمة، ومن ثم إلى التأثير على قيمة المؤسسة، فإن الإفراط فيها يؤدي إلى خلق الإخلال داخل المؤسسة بدلا من خلق القيمة لأن كثرة الاستدانة وانخفاض مردودية الاستغلال من أهم العوامل التي تساعد على إفلاس المؤسسة.

1- تعريف تكاليف الإفلاس: هي إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية، والتي تساعد على التأثير السلبي على قيمة المؤسسة، كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية وهذا الأخير يرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة، فننخفض النتيجة بسبب ارتفاع تكاليف الإفلاس⁽²⁾.

2- أنواع تكاليف الإفلاس: تنقسم تكاليف الإفلاس إلى مجموعتين تكاليف مباشرة وغير مباشرة وهي⁽³⁾:

أ- تكاليف مباشرة: تضم تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف البيع القصري والمستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية.

ب- تكاليف غير مباشرة: تضم تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة.

3- تأثير تكاليف الإفلاس على قيمة المؤسسة

إن وجود كل من فوائد الوفر الضريبي الناتجة عن القروض وزيادة المخاطر نتيجة ارتفاع تكاليف الإفلاس بسبب زيادة الرافعة سيؤديان إلى أن تكون قيمة المؤسسة غير مستقرة، وبما أن كمية القروض تزداد في هيكل رأس المال فإن القيمة الحالية للوفر الضريبي سيؤدي مبدئيا إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، لكن عند نقطة معينة نجد أن تكاليف الإفلاس ستكون سببا في جعل قيمة المؤسسة السوقية أقل من قيمتها. وبذلك نرى أن الاقتراحات التي تكلم عنها ميلر ومودكلياني سنة 1963 غير منطقية، منها عدم رضا الدائنين بتمويل كامل هيكل رأس مال المؤسسة بنسبة 100% من القروض، لأنه كلما زادت القروض زادت المخاطر وبالتالي يزيد معدل العائد المطلوب بسبب ظهور بواذر الإفلاس، وعليه تصبح درجة الاستفادة من الوفر الضريبي قليلة مع زيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال المؤسسة، لكن بعد الانتقادات المتتالية قاموا بتعديل اقتراحاتهم واستنتاجاتهم، وبينوا

¹ادان عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008، ص.ص.17-18.

²العابب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص إقتصاد مالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص.32.

³المرجع نفسه، ص.36.

بأن قيمة المؤسسة ترتفع طرديا باستخدام القروض حتى تصل إلى نقطة معينة، بعد ذلك تبدأ تكاليف الإفلاس بالظهور وتصبح أكثر خطورة لأنها تقلل من الوفر الضريبي وبالتالي تنخفض قيمة المؤسسة⁽¹⁾.
 وحرصا من الدائنين والمقرضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس، فإنهم يلجئون منذ الوهلة الأولى بنقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما يندرج بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة⁽²⁾.
 لذلك أصبحت المؤسسات تعمل على رفع قيمتها من خلال عملية الموازنة بين زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس مالها وتكلفة الإفلاس، حيث يقوم المدراء الماليين بقرارات عقلانية للحصول على الوفر الضريبي وإزالة أكبر قدر ممكن لأخطار تكلفة الإفلاس وبالتالي فإن هذه القرارات ما هي إلا محاولة لزيادة الفجوة بين المنافع الضريبية وتكاليف العسر المالي وذلك للوصول لهيكل رأس مال مثالي يترتب عليه زيادة قيمة المؤسسة⁽³⁾.

رابعا: نظرية الوكالة

تعكس نظرية الوكالة سلوك أطراف متعاونة ترتبط ببعضها ضمن علاقة تعاقدية تكرسها شروط عقد التوظيف المبرم بين ملاك المؤسسة المساهمين من جهة وإدارة المؤسسة من جهة أخرى.
 حيث يمكن تعريفها بأنها: "عقد يلتزم بموجبه شخص (الموكل) شخص آخر (الوكيل)، القيام بأعمال باسمه مما يؤدي إلى تفويض الموكل جزء من سلطة اتخاذ القرار للوكيل"⁽⁴⁾.
 تركز نظرية الوكالة على مجموعة من الفرضيات الأساسية من أهمها⁽⁵⁾:
 • أطراف الوكالة (أصل أو وكيل) يتمتعون بالرشد نسبيا وأن تصرفاتهم تهدف إلى تعظيم منافعهم الذاتية.
 • أهداف الأصيل والوكيل غير متوافقة تماما وأن هناك قدرا من التعارض في المنافع بينهما.
 • عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل.

¹ سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص التمويل والمصارف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة آل البيت، الأردن، 2008، ص.49.
² دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.18.
³ سامر فخر محي الدين عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 50.
⁴ محمد مطر، التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجال القياس، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص.100.
⁵ زكريا محمد والصادق، تطور بحوث المحاسبة المالية وعلاقتها بمناهج البحث، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، 1989، ص.ص.89.90.

يفترض أن يلتزم الوكيل بإدارة العمليات والتسيير لفائدة الموكل، إلا أنه في الواقع يسعى الوكيل إلى تعظيم ثروته الخاصة، وهذا ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى (4):

● تكاليف المراقبة: وهي تنتج بهدف التأكد من تصرفات الوكيل بأنه لا يعمل على تحقيق مصالحه الشخصية أثناء إدارته للمؤسسة.

● تكاليف الالتزام: وهي تنتج عن الدعم الذي يتحصل عليه الوكيل من أجل بناء الثقة التي تعتبر الأساس.

● تكاليف المتبقية: تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة للعائد الحدي لهذا التوكيل.

وحسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن مترلة متوسطة بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، حيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة (2)، ويظهر امتياز الاستدانة حسب نظرية الوكالة على مستويين (3):

● تمنح الاستدانة إمكانية مراقبة سياسة الاستثمار لدى المسيرين.

● تسمح الاستدانة للمساهمين بضبط وتحسين سلوك المسيرين وكذا بالحصول على معلومات أكثر.

وهكذا فإن نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح، لا بد من الحصول على هيكل مالي أمثل بأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عند الاستدانة والأموال الخاصة، حيث تستند هذه النظرية على ثلاث متغيرات (4):

● الهدف: تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

● الإمكانيات المستعملة: تدينة صراع تضارب المصالح، وتدينة التكاليف بالاستدانة بطريقة مثلى.

● القيود: الأخذ في الحسبان تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والديون.

المطلب الثالث: تأثير المحيط الداخلي والخارجي على قيمة المؤسسة

تتمثل متغيرات المحيط الخارجي التي تؤثر على قيمة المؤسسة أساسا في المتغيرات الكلية الاقتصادية منها والمالية والنقدية، والتي لها صفة الانتظام والشمولية، أما المتغيرات ذات المنع الداخلي والتي يمكن التحكم فيها والسيطرة عليها، في ميكانيزمات الحوكمة، إستراتيجية النمو الخارجي.

أولاً: تأثير متغيرات المحيط الخارجي على قيمة المؤسسة.

تعيش المؤسسة في المحيط الذي تؤثر وتتأثر به، حيث يوفر لها فرص يمكن أن تستغلها أحسن استغلال لتحقيق ميزة تنافسية وإنشاء للقيمة، كما يعرضها لمجموعة من المخاطر التي تهددها وتهدد بقاءها وتؤدي إلى تدمير

¹ عباس مهدي والشيرازي، نظرية المحاسبة، السلاسل للطباعة والنشر، الكويت، 1990، ص.396.

² دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص.318.

³ المرجع نفسه، ص.318.

⁴ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص.422.

قيمتها، ويمكن تقسيمها على الشكل التالي:

- متغيرات اقتصادية وهي: الناتج المحلي الخام (PIB)، مستوى البطالة، التضخم.
- متغيرات نقدية ومالية وهي: معدل الفائدة، الكتلة النقدية، معدل اعادة الخصم لدى البنك المركزي، الضرائب، الإنفاق الحكومي، سعر الصرف.

1- تأثير المتغيرات الاقتصادية على قيمة المؤسسة:

أ- الناتج المحلي الخام (PIB): يتمثل في مجمل السلع والخدمات المنتجة داخل حدود الوطن، وهو أحد المؤشرات الهامة للحالة الاقتصادية الكلية، فكلما ارتفع دل على انتعاش الاقتصاد الوطني، حيث نمو الجانب الحقيقي يصاحبه نمو في الجانب النقدي والمالي مما ينعكس على السوق المالي بالإيجاب ومن ثمة على قيمة المؤسسة⁽¹⁾.

ب- التضخم: يتمثل في الارتفاع المستمر للمستوى العام للأسعار، معبرا عنه بالنقود نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد، أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية⁽²⁾.

كما أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بافتراض ثبات العوامل الأخرى حيث أن هناك تأثير متبادل بين المتغيرات الكلية ومعدل التضخم وبالأحرى المتغيرات النقدية⁽³⁾.

2- تأثير السياسة النقدية على قيمة المؤسسة:

يستخدم البنك المركزي لتسيير العرض النقدي مجموعة من الأدوات تسمى بأدوات السياسة النقدية والمتمثلة في معدل الفائدة، معدل اعادة الخصم، الكتلة النقدية والاحتياطي القانوني، حيث تهدف السياسة النقدية إلى التأثير في عرض النقود لايجاد التوسع أو الانكماش في حجم القوة الشرائية، والهدف من زيادة القوة الشرائية هو تنشيط الطلب والاستثمار وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، ومن جهة أخرى زيادة الإنتاج وتراجع البطالة وبالتالي زيادة الطلب على منتجات المؤسسات ومنه زيادة المبيعات فالأرباح، كل هذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة⁽⁴⁾، وبالمقابل فإن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم ومنه تراجع قيمة المؤسسة.

أما بخصوص الاحتياطي القانوني ومعدل اعادة الخصم فزيادة هذين العنصرين يؤدي إلى تراجع قيمة المؤسسة.

¹ محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ط1، 1998، ص.42.

² بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص.131.

³ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

⁴ عبد اللطيف بلغرسة ورضا جاوحدو، أثر السياسة النقدية والمالية على تأهيل المؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، يومي 29-30 أكتوبر 2001، ص.2.

3- تأثير السياسة المالية على قيمة المؤسسة:

أ- الضرائب: يتوقف دورها على مدى تدخل الدولة في الحياة العامة، وبالتالي لم يعد الهدف منها هو توفير الأموال فحسب، وإنما أداة لتحقيق اختيارات الدولة وأهدافها في المجال السياسي والاجتماعي والاقتصادي على غرار تنظيمه إلى أن أصبحت أداة من أدوات السياسة الاقتصادية وتوجيه النشاط الاقتصادي⁽¹⁾.

ففي مرحلة الكساد ينخفض الطلب على السلع والخدمات ويتراجع الاستثمار، ونتيجة لذلك تقوم السلطة باتباع سياسة توسعية بخفض معدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة أرباح المؤسسات ومنه زيادة قيمتها، والعكس في حالة زيادة معدلات الضرائب، كما قد يؤدي تخفيض معدل الضريبة إلى زيادة دخل الفرد ومن ثم زيادة معدل استهلاكه، ومنه زيادة الطلب على منتجات المؤسسات وبالتالي رفع قيمتها، هذا عن الضرائب المباشرة أما عن الضرائب غير المباشرة فبالرغم من أنها لا تمثل عبء على المؤسسة إلا أن لها تأثير كبير على قيمتها سواء بطريقة مباشرة عن طريق الأثر السلبي الذي قد تتركه على خزانة المؤسسة خاصة في مرحلة الانطلاق أين يكون بالمؤسسة استهلاك كبير للسيولة، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق التأثير على أسعار منتجات المؤسسة ومنه تراجع الطلب على المبيعات ومنه انخفاض قيمة المؤسسة.

ب- الإنفاق الحكومي: فهو يمثل الجانب الآخر للسياسة المالية، فإذا كان هناك قرار بزيادة الإنفاق الاستثماري أو خفضه في قطاع معين فهذا يؤثر على أرباح مؤسسات ذلك القطاع وبالتالي يؤثر على قيمتها، فمثلا لو كانت الموازنة الجديدة للحكومة خلال السنوات القادمة تركز على زيادة الإنفاق في مجال الإسكان والبنية الأساسية وإقامة مباني مدرسية، فرمما هذا يشير إلى انتعاش الأوراق المالية الخاصة بمؤسسات المقاولات وبالتالي زيادة قيمة هذه المؤسسات⁽²⁾.

ج- سعر الصرف: نحن الآن في مرحلة متقدمة من العولمة (Globalisation) زاد معها تأثير المتغيرات الاقتصادية العالمية على الاقتصاديات المحلية لاسيما ما واكب ذلك من تطبيق اتفاقيات الجات وزيادة المنافسة وكذا تطبيق آليات السوق الحر من خلال الخصخصة، كل ذلك أدى إلى زيادة أهمية سعر الصرف كأحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة، فيجب على المحلل دراسة اتجاهات سعر الصرف وتقلباته وتأثير ذلك على المؤسسات بصفة عامة وعلى المؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة خاصة حيث تتأثر أكثر من غيرها³، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الشبح الذي قد يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية لمخاطر سعر الصرف إن

¹ دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.17.

² محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص.47.

³ المرجع نفسه، ص.48.

كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى.

ثانياً: تأثير متغيرات المحيط الداخلي على قيمة المؤسسة

على عكس المتغيرات المتعلقة بالمحيط الخارجي فمتغيرات المحيط الداخلي للمؤسسة يمكن التحكم فيها والسيطرة عليها ومن بين هذه المتغيرات نذكر:

أ- ميكانيزمات الحوكمة وإنشاء القيمة: تؤكد نظرية الوكالة أن مصالح الإدارة قد تتعارض مع مصالح المساهمين حتى وإن كان ذلك يؤثر على هدف تعظيم قيمة المؤسسة⁽¹⁾، ومن هذا المنطلق يمكن اعتبار المؤسسة عبارة عن مجموعة الحقوق والواجبات والمسؤوليات والعقود التي لا بد أن تكون متوازنة بصورة فعالة لتحقيق الهدف المنشود وهو إنشاء وتعظيم قيمة المؤسسة، وفي هذا الصدد جاءت الحوكمة كنظام وحل لهذا الصراع.

● مفهوم الحوكمة: "هي مجموعة من القواعد والحوافز التي تهددي بها إدارة المؤسسات لتعظيم ربحية المؤسسة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين"⁽²⁾.

كما جاء في تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCED) أن الحوكمة هي عبارة عن مجموعة من الميكانيزمات والإجراءات التي تؤطر قرارات إنشاء وتوزيع القيمة⁽³⁾.

● أهمية الحوكمة: إن الحوكمة معنية بإيجاد وتعظيم الممارسات والتطبيقات السليمة للقائمين على تسيير المؤسسة بما يحافظ على حقوق أصحاب المصالح، وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ للعلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، لذلك لها أهمية بالغة يمكن حصر أهمها في النقاط التالية⁽⁴⁾:

- ✓ التقليل من الصراع وتخفيض تكلفته ومنه تعظيم قيمة المؤسسة.
- ✓ التخفيض من المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي تواجهها المؤسسات والتي تضعف قيمة المؤسسة.
- ✓ جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات الوطنية.

ب- تأثير استراتيجية النمو الخارجي على قيمة المؤسسة: تمر المؤسسة كغيرها من الكائنات الحية بدورة حياة مما يجعلها تفكر في إعادة تأسيس حياة جديدة للمؤسسة عن طريق استراتيجيات النمو التي قد تكون داخلية عن طريق زيادة استثماراتها دون تغيير هيكلها، أو خارجية لها عدة أشكال من بينها الاندماج .

● ماهية الاندماج: هو نوع من أنواع التوسع والنمو ينطوي على تملك مؤسسة لمؤسسة أخرى مستهدفة

¹ العايب ياسين، مرجع سبق ذكره، ص.41.

² محمد مصطفى سليمان، دور الحوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص.18.

³ Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 6^{eme} édition, 2005, P.902.

⁴ محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص.32.

لتمحي شخصيتها تماما بهدف تعظيم ثروتها وزيادة قيمتها⁽¹⁾.

● دوافع الاندماج: إن قرار النمو الخارجي، وقرار السيطرة على مؤسسة ما من خلال الاندماج يقوم على عدد من الدوافع ويمكن حصر أهم هذه الدوافع في النقاط التالية⁽²⁾:

✓ اقتصاديات الحجم: قد يترتب على الاندماج تحقيق وفورات اقتصادية، حيث لا يكون هناك أنشطة مكررة، وبالتالي يتوقع أن تنخفض التكاليف وتكون ربحية المؤسستين بعد الاندماج أكبر من ربحيتهما قبل الاندماج وأن قيمتهما معا بعد الاندماج أكبر من مجموع قيمتهما قبله.

✓ التنوع: يتحقق التنوع نتيجة للاندماج، ومن أبرز مزايا التنوع تحقيق قدر من الاستقرار في ربحية المؤسسة بسبب انخفاض المخاطر غير النظامية .

✓ ضعف أداء الإدارة: قد يكون الدافع وراء محاولة امتلاك مؤسسة أخرى، هو اعتقاد إدارة المؤسسة الراغبة في الشراء في أن أداء المؤسسة المستهدفة أقل مما ينبغي، وأنه لو تم الاندماج سوف يتحسن الأداء.

✓ مواجهة محاولة السيطرة على المؤسسة: في بعض الحالات عند شعور مجلس الإدارة بالاستهداف من طرف مؤسسة راغبة، يقوم بالسيطرة على مؤسسة أخرى كاستراتيجية مشابها للدفاع عن مؤسستهم، حيث زيادة الحجم تعتبر عائقا في وجه المؤسسة الراغبة في السيطرة.

✓ المزايا الضريبية: إذا كانت ربحية المؤسسة المشتري عالية وتقع في شريحة ضريبية عالية، فقد يكون من صالح ملاكها شراء مؤسسة خاسرة وادماجها، مما يؤدي إلى انخفاض الوعاء الضريبي للمؤسسة المشتري.

✓ تخفيض تكلفة التمويل: بسبب التنوع كما رأينا تنخفض المردودية المفروضة من قبل المساهمين أو كذلك من قبل الدائنين هذا من جهة ومن جهة أخرى في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هناك تكاليف للصفقات من بينها تكاليف الإصدار والتي عادة ما يكون معظمها ثابت فزيادة الحجم تعني زيادة الإصدار بتكلفة أقل ومنه تعظيم قيمة المؤسسة .

هذه الدوافع يمكن كذلك اعتبارها آليات للتأثير على قيمة المؤسسة بالإيجاب، لكن بالمقابل عملية الاندماج قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة وسوف نذكر عاملين أساسيين هما⁽³⁾:

❖ انتقال الثروة من الملاك إلى الدائنين: قد يترتب على الاندماج تحقيق قدر من الاستقرار للتدفقات النقدية للمؤسسة المدمج فيها، مثل هذا الاستقرار من شأنه أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها حملة سنداتهما، وهو ما يترتب عليه ارتفاع قيمتها السوقية.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص.529.

² المرجع نفسه، ص.ص.233-237.

³ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.537.538.

❖ ارتفاع تكلفة الاندماج : في ظل نظرية الإشارة إقبال مؤسسة على شراء مؤسسة ما يحمل في طياته إشارة مالية لمساهمي المؤسسة المستهدفة أن أداء مؤسستهم أقل مما ينبغي أو أن المستقبل سار مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسعار الأسهم ومنه زيادة تكلفة الحيازة.

المبحث الثالث: مفاهيم أساسية حول السوق المالي وكفائته

أثارت كفاءة السوق المالي خلافا كبيرا بين المهتمين بالأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تخفيض المخاطر إلى أدنى مستوياتها.

المطلب الأول: عموميات حول كفاءة السوق المالي

وفقا لمفهوم كفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة لكل معلومة تصل إلى المتعاملين، ونظرا للأهمية البالغة لهذه الأخيرة سوف نحاول تقديم مفهومهما للسوق المالي وكفاءته وإبراز أهم خصائصه وأنواعه.

أولاً: مفهوم السوق المالي

لقد تعددت مفاهيم السوق المالي وتعريفها ويمكن حصر أهمها فيما يلي:

- يمكن تعريف السوق المالي على أنه: "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين"⁽¹⁾.
 - كما يمكن تعريفه أيضا: "هو مكان منظم تتم فيه التعاملات المالية من بيع وشراء وتكون السلعة المتداولة في هذا السوق هي الأوراق المالية"⁽²⁾.
 - تعرف كذلك: "بأنها سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة"³.
- وعليه يمكن إعطاء تعريف شامل للسوق المالي على أنه: ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.

ثانياً: مفهوم كفاءة السوق المالي

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الاسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار

¹ محمد صالح الخناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، مصر، ط2، 1997، ص.37.

² محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص.23.

³ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص.15.

الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة⁽¹⁾.
 • يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي يحقق تخصصا كفئا للموارد المتاحة أي توجيه تلك الموارد إلى مجالات أكثر ربحا"⁽²⁾.

• كما يمكن تعريفه أيضا: "بأنه السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية"⁽³⁾.

• يعرف كذلك بأنه: "السوق الذي يعكس فيه سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة البيانات والمعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة"⁽⁴⁾.

ويمكن إعطاء تعريف شامل لكفاءة السوق المالي: هي تلك السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، وبحيث لا تستطيع أية فئة من المستثمرين أن تحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاكتشاف التسعير الخاطئ لبعض الأوراق المالية.

ثالثا: خصائص السوق المالي الكفاء

- وفقا لمفهوم كفاءة السوق المالي يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء⁽⁵⁾:
- يتصف المتعاملون بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
 - المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء المؤسسات خلال الفترات القادمة.
 - حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
 - وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر التأثير بمفرده على الأسعار في السوق.
 - في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

¹ حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص.31.

² ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص.08.

³ سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص.101.

⁴ عبد الحكيم جمعة، سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2012، ص.48.

⁵ مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة بسكرة، 2009-2010، ص.182.

رابعاً: العلاقة بين المعلومة وكفاءة السوق المالي

1- علاقة المعلومة بالسوق المالي:

لا يمكننا الفصل بين كفاءة السوق المالي ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

● فالمعلومة عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها، وتحديد مضمونها من أجل استخدامها في صيانة القرارات⁽¹⁾.

وهي ثلاثة أنواع حسب ما صنفها FAMA في 1970⁽²⁾:

أ- معلومة تاريخية: وهي معلومة تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل: أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم.

ب- معلومة جديدة (حالية): وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن.

ت- معلومة خاصة: هذه المعلومة قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض دون الآخر وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المؤسسات.

و يمكن إضافة النوع الرابع للمعلومات وهي المعلومات المستقبلية المتوقع حدوثها في المستقبل.

أي استخدام لهذه المعلومات بطريقة ذكية وفعالة تسمح للمبادلات الاقتصادية بالاقتراب من وضعية السوق المثالي (الكفاء)، لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة بصفة خاصة المعلومات المالية تساعد المتعاملين في السوق المالي على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة⁽³⁾.

أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دوراً هاماً في تحقيق آلية خاصة بالسوق المالي، من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق والتعامل ويؤدي ذلك إلى رفع كفاءة الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية⁽⁴⁾.

ومما سبق يمكن القول أن كفاءة السوق المالي تتوقف على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح السوق المالي يحتاج إلى معلومات تبنى على⁽⁵⁾:

● إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي، وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

● توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي لمؤسسة معينة لحساب القيمة الحقيقية لها.

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص.135.

² سيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص.106.107.

³ هوشار معروف، الاستثمار في الأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، ط1، 2003، ص.75.

⁴ المرجع نفسه، ص.21.

⁵ محمد صالح الخناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.132.

العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق :

إن هناك علاقة وثيقة بين هذين المفهومين فالسوق الكفاء هو الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائياً، حيث أن الغرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرون يهدفون إلى تعظيم أرباحهم ومن ثم يسعون جاهدين كل منهم في استقلال عن الآخرين لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات غير أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منتظم وأن الأخبار التي تنطوي عليها فتكون سارة أو غير سارة فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية⁽¹⁾.

خامساً: أنواع الكفاءة:

في مجال كفاءة أسواق رأس المال يتم التمييز بين:

1- الكفاءة الكاملة:

لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) يقتضي توافر الشروط التالية⁽²⁾:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

2- الكفاءة الاقتصادية:

في السوق الكاملة تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية نظراً لعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية. أما الكلام عن الكفاءة الاقتصادية للسوق يفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل، غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل⁽³⁾.

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1993، ص.505.

² ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص.10.

³ حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص.32.

المطلب الثاني: متطلبات تحقيق كفاءة السوق المالي وصيغته المختلفة

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة يضمن توجيه تلك الموارد الى المجالات الأكثر ربحية، ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن يؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، كما أن لها صيغ ومستويات مختلفة .

أولا: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة حيث يلعب دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر⁽¹⁾:

1- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص الاستثمار سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها مما يعني زيادة حصيلة إصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

2- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو لإبرام عقد اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتين هما:

أ- كفاءة التسعير (Prise efficiency): أو الكفاءة الخارجية في السوق، وهي تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منها⁽²⁾.

ب- كفاءة التشغيل (Opération efficiency): أو الكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح مبالغ فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد كثيرا على كفاءة التشغيل⁽³⁾.

ثانيا: الصيغ المختلفة لقياس كفاءة الأسواق المالية:

تظهر السوق المالية في ثلاثة صيغ مختلفة حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، وتمثل هذه المستويات فيما يلي:

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2001، ص.ص.189.190.

² صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، ص.25.

³ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص.24.

1- الصيغة الضعيفة للكفاءة:

وهي الصيغة التي لا تعكس فيها الأسعار المتداولة في السوق المالي الأسعار الحقيقية أو الأسعار التاريخية، ولذلك تكون الفرصة أمام المحللين وأصحاب الخبرة من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية سواء كان من خلال تطبيق ظاهرة احتكار المعلومات، أو من خلال القيام بالتحليل الدقيق المعتمد على الخبرة للوصول إلى اتخاذ قرارات تجنبهم الاستثمار في أدوات السوق المالي الغير فعالة والتركيز على الاستثمار بأدوات تحقق أرباحا غير عادية⁽¹⁾.

هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي تطرأ على سعره في الماضي، أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار⁽²⁾، ولقد اختبرت الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق من خلال ثلاثة مداخل مختلفة :

أ- سلسلة الارتباط: تقيس معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة، وإذا ما كشفت نتائج التحليل عن وجود نمطا للتغير في الأسعار، فإن هذا يعد بمثابة رفضا لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، أما إذا كشف تحليل سلسلة الارتباط عن عدم وجود ارتباط بين مستويات الأسعار، فإن هذا يعني ضمنا عدم إمكانية استخدام المعلومات المتاحة عن حركة الأسعار للتنبؤ بما سيكون عليه مستوى الأسعار في المستقبل⁽³⁾.

ب- قواعد التصفية: يفترض البعض أن تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبني على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له بعد خصم تكلفة المعاملات عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد. هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية⁽⁴⁾.

وفي هذا الصدد توجد أربعة مجموعات عن قواعد التصفية التي اقترحها الفينيون، مجموعة تقوم على أن ارتفاعا في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرار الشراء، وأن انخفاضاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع، أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية ومن بينها تلك التي تقضي بأن الصيف

¹ وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص.21.

² منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 2004، ص.51.

³ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص.52.

⁴ المرجع نفسه، ص.55.

هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة وبالطبع فإنه يمكن لمن يتبعه أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب، أما المجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم.

ج- اختبار الأنماط الطارئة: ينص هذا الاختبار على أن التغيرات السعرية للأوراق المالية قد تسلك حركة عشوائية معظم الوقت، إلا أنها قد تأخذ من وقت لآخر نمطا معيناً يمكن رصده، ويمكن التحقق من مدى إمكانية حدوث ذلك باستخدام الأسلوب الاحصائي المعروف باختبار التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل ذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات⁽¹⁾، وتظهر السلسلة التالية من الأسعار أن هناك 04 تغيرات سعرية هي: موجب، صفر، سالب، وموجب حيث + س تعني حركة سعرية بالزيادة، - س تعني حركة سعرية بالانخفاض، كما تكشف كذلك عن تفاوت الفترة التي أمضاها كل تغير فالتغير الموجب الأول استمر ثلاثة أيام متتالية، بينما لم يدوم التغير السالب غير يومين⁽²⁾.

+ س، + س، + س، صفر، - س، - س، + س

ويتضح المغزى من وراء وضع هذه الإشارات ومتابعة التغيرات التي تحدث في سعر الورقة المالية هو الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية للورقة المالية المتداولة، وإذا تبين من نتائج تحليل هذا الاختبار أن هناك تغيرات سعرية تحدث بتكرار أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة من الأرقام العشوائية، فإن ذلك يمكن أن يعد دليلاً على أن هناك نمطا من الحركة غير العشوائية، ويكفي تحقق هذا الافتراض في سوق ما حتى يبعث على الإدعاء بانعدام فرضية الكفاءة السوقية في صيغتها الضعيفة⁽³⁾.

2- الصيغة الشبه قوية أو المتوسطة للكفاءة:

تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول إلى معلومات غير منشورة وغير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح غير العادية من خلال استغلال ما يسمى بظاهرة احتكار المعلومات⁽⁴⁾. لقد أجريت عدة دراسات لاختبار فرضية كفاءة السوق في شكلها المتوسط، من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كأرباح والتوزيعات، الإصدارات الجديدة، الإعلان عن اشتقاق الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية، الإعلان عن انتهاء أساليب محاسبية جديدة والتغيرات في عرض النقود.

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.505.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص.56.

³ مريم عديلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والحفاظ المالية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود ومالية، كلية

العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010، ص.54.

⁴ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص.21.

وقد اختلفت نتائج الدراسات في اختبارها لفرضية الصيغة المتوسطة، إذ أثبتت بعضها استحباب أسعار الأسهم على وجه السرعة للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين، وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد لفرضية الصيغة المتوسطة، بينما كشفت دراسات أخرى عن وجود ثغرات لعدم الكفاءة تسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد إضافية دون تحمل مخاطر إضافية، حيث يمضي وقت طويل ما بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي فرصة لبعض المستثمرين لتحليل ودراسة هذه المعلومات، ومن ثم تحقيق الأرباح غير العادية، ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض لفرضية الصيغة متوسطة⁽¹⁾.

3- الصيغة القوية للكفاءة:

في السوق المالي القوي الكفاءة تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة بما فيها المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة الشركة، حيث لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح متميزة على حساب الآخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، أو كان هو رئيس مجلس إدارة المؤسسة المصدرة للورقة المالية، وفي مثل هذه الحالة لا يوجد ما يسمى بالمعلومات المالية الخاصة أو الداخلية للمؤسسة، وإذا وجدت هذه المعلومات فإنها تدل على أن السوق المالي لا يتصف بالكفاءة القوية⁽²⁾.

ولقد اهتمت الدراسات التي تهدف إلى اختبار صيغة الفرض القوي بقياس العائد الذي يحققه بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة (غير متاحة للسوق ككل)، وذلك مثل المؤسسات المالية والمحللين الماليين وكبار العاملين في المشروع وقد أظهرت بعض هذه الدراسات أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق عائد غير عادي يفوق ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد أظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية، كما توصلت بعض الدراسات إلى أن كبار العاملين يحققون عادة عوائد غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية التي تقوم المؤسسة التي يعملون بها بإصدارها، وقد دفع ذلك الولايات المتحدة إلى إصدار قانون يعاقب كبار العاملين الذين يستغلون البيانات الخاصة بمؤسساتهم لتحقيق الأرباح⁽³⁾.

أما بعض الدراسات فقد كشفت عن عدم قدرة بعض المستثمرين على تحقيق عوائد غير عادية بالرغم من حصولهم على المعلومات الخاصة، كالمؤسسات المتخصصة في الاستثمار مثل صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد⁽⁴⁾.

¹ مريمت عديلة، مرجع سبق ذكره، ص.56.

² طارق عبد العال، دليل المستثمر ببورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.281.

³ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص.120.

⁴ منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص.511.

المطلب الثالث: أثر كفاءة السوق المالي على قيمة المؤسسة

تعتبر قيمة الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى السوق المالي، خير معبر عن القيمة السوقية للمؤسسة إلى حد بعيد، وباعتبارها الأكثر شيوعاً وانتشاراً فإن القيم السوقية للأوراق المالية لهذه المؤسسة تكون ذات أهمية بالغة في تحديد قيمتها، وهذا انطلاقاً من تحديد قيمة خصومها والتي بالضرورة ستساوي قيمة الأصول.

وبالتالي عند تقييم المؤسسة، بدءاً بحقوق الملكية التي يتم الحصول عليها من خلال القيم لحظة التقييم لمجموع الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس المال، ونفس الطريقة بالنسبة لباقي مكونات هيكل رأس مال المؤسسة (أسهم ممتازة، سندات) في حالة تداولها أيضاً في السوق المالي، وتكون القيمة الدفترية للديون خير معبر عن قيمتها مع الأخذ في الحسبان للتغيرات الممكنة لأسعار الفائدة وكذا القيمة الحالية لها⁽¹⁾. وتعتبر الأسهم العادية أهم ممثل للقيمة السوقية للمؤسسة، وهذا من خلال الاعتماد على القيمة السوقية لهذه الأسهم والتي تعكس أداء المؤسسة وقيمتها.

أولاً: تحديد القيمة السوقية للسهم:

يتوقع حملة الأسهم العادية ارتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقررها المؤسسة، أو على الأقل عدم انخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك، وهو ما ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة ككل وهذا ما يحسن صورتها في السوق، وباعتبار القيمة السوقية للسهم تم على حد سواء المالك والمؤسسة، ونظراً للمحاولة الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهتمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها يمكن إيجازها في أربعة عناصر أساسية هي⁽²⁾:

1- علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته:

نظراً لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لحدوث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها مما ينعكس بالإيجاب على قيمتها الإجمالية، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرين السابقين زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الاستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة المؤسسة.

¹ عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص.71.

² عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.ص.16-20.

2- القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الأرباح:

هناك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم وبالتالي تنخفض قيمة المؤسسة.

3- القيمة الحالية للسهم و السيولة:

تعتبر السيولة بمدى قدرة المؤسسة على تحويل الأصول إلى نقدية، وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم والسيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم ارتفاعاً فهذا دليل على قدرة المؤسسة على توفير السيولة اللازمة وهذا يجعل المؤسسة قيمتها ترتفع .

4- القيمة الحالية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات:

إن النسب المستخرجة من القوائم المالية تبين حجم الأصول والمديونية، حق الملكية، والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء التزاماتها عند حلول أجل استحقاقها (إجمالي الأصول المديونية)، وبذلك كلما كان المعدل كبيراً كان الأثر إيجابياً على قيمة السهم وعلى قيمة المؤسسة بالتبعية، والعكس تماماً في حالة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها مما يؤدي إلى تخفيض هامش الأمان على الاستثمارات المرتقبة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم وقيمة المؤسسة ككل.

وتلعب كفاءة السوق المالي دوراً مهماً في تحديد قيمة المؤسسة، وذلك من خلال المعلومات التي توفرها للمستثمرين لأن مثل هذه العملية تحتاج إلى معلومات على درجة عالية من الشفافية والإفصاح، ومن حيث كميتها ونوعيتها، وتعتبر المعلومات خاصة المالية منها إحدى الدعائم الأساسية لضمان كفاءة السوق المالي وتطوره، وذلك لأنها تعمل على توجيه وتعبئة أموال المدخرين وخلق فرص استثمارية وهذا لضمان التخصيص الكفء للموارد المالية، وضمان التعبير الجيد عن قيمة المؤسسة ووضعيتها المالية⁽¹⁾.

ولكن دقة هذه المعلومات وانتقالها بالسرعة اللازمة ومدى شفافتها، قد لا يكون إلا على مستوى السوق المالي الكفء، مما يضمن تقليل حالات عدم التأكد ويعمل على التسعير الجيد للأسهم، وهذا بمحاولة التكيف مع المخاطر والابتعاد عن الارتجال والتحيز عند التقييم، فالأسعار المتداولة في مثل هذه الأسواق المتميزة بالكفاءة تصبح أفضل مجال ومرجع مناسب لتقييم أسهم المؤسسة ومن ثم قيمة المؤسسة بالتبعية، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار سياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من طرف المؤسسة والتي سيتم دراستها في الفصل الثاني

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن، 2009، ص.131.

خلاصة:

القيمة هي السعر التوازني الذي يجعل البائع يتنازل عن المؤسسة ويجعل المشتري مستعد للشراء، كما أن تلك القيمة هي دالة لمجموعة من المعايير التي من شأنها أن ترفع من الرغبة في الشراء والبيع، وأفضل مكان يتداول فيه ويتحدد هذا السعر هو السوق المالي الذي يقوم بتحليله وترجمته في شكل قيمة سهم يقوم على إثره المستثمرون باتخاذ القرار المناسب، إذ تبرز كفاءة هذا النظام في أن الأسعار المسجلة فيه هي أفضل تقدير لقيمة المؤسسة وأسهمها.

ومع ذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار لمجموعة من المتغيرات تؤثر على قيمة المؤسسة، منها متغيرات المحيط الداخلي والخارجي ومجمل تكاليف الوكالة والإفلاس وعوامل أخرى مثل سياسة توزيع الأرباح والتي سيتم دراستها في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

سياسة توزيع الأرباح

وعلاقتها بقيمة

المؤسسة

تمهيد:

تمثل سياسة توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة والتي تثير الكثير من الجدل في مجال الإدارة المالية وينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء التوزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟ والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما ترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم على المدى الطويل نسبيا ومن هنا جاء اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم قيمة المؤسسة والقيمة السوقية لثروة الملاك بالتبعية، حيث سنتطرق في هذا الفصل إلى :

- المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح.
- المبحث الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام.
- المبحث الثالث: نظريات سياسية توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح (مقسوم الأرباح)

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، حيث تكون أمام المفاضلة بين قرارين إما توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية. لذا قسمنا هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، الأول يتضمن ماهية ومحددات سياسة توزيع الأرباح، والثاني خصصناه لأنواع ودوافع سياسة توزيع الأرباح أما المطلب الثالث فتطرقتنا من خلاله إلى إجراءات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها.

المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح ومحدداتها

تعتبر سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية كبيرة داخل المؤسسة لما لها من تأثير على اتجاهات المستثمرين وعلى العديد من المجالات المالية في المؤسسة مثل: الهيكل المالي، السيولة، تكلفة الأموال، وهذا ما يؤثر على تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة الملاك.

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

توجد هناك عدة تعاريف لسياسة توزيع الأرباح، من أبرزها:

" يقصد بسياسة توزيع الأرباح هو قيام المؤسسة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين وذلك إما في شكل نقدي أو في شكل أسهم"⁽¹⁾.

كما تعرف على أنها: " هي الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين"⁽²⁾.

كما يمكن تعريفها كالتالي: " هي مضمون لاتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتتمثل السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في تلك السياسة التي تقوم على الموازنة بين التوزيعات الحالية وبين التوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق"⁽³⁾.

وعليه يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها ذلك القرار الذي تقوم به المؤسسة بتوزيع أرباحها سواء في شكل نقدي أو غير نقدي على المساهمين كمردود لاستثماراتهم في أسهم المؤسسة، وتؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لأسهم تلك المؤسسة.

¹ أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، 2007، ص.207.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة، مصر، 2003، ص.422.

³ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.458.

ثانيا : أهمية سياسة توزيع الأرباح

تكمن أهمية سياسة توزيع الأرباح في⁽¹⁾:

- تعظيم ثروة المساهمين.
- إحداث التوازن بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق، وهذا ما يدعى بالسياسة المثلى لتوزيع الأرباح.
- كما يستمد قرار توزيع الأرباح أهميته من الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة وتفضيلات المساهمين والمستثمرين الحاليين والمرقبين.

ثالثا: فئات توزيع الأرباح

إن الفئات التي تؤثر وتتأثر في عملية توزيع الأرباح هم⁽²⁾:

1- الفئة الأولى: الإدارة العليا التي تهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويل سهل للاستثمار مستقبلا.

2- الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم ونستطيع أن نقسم الى قسمين:

أ- صغار المساهمين الراغبين في الحصول على أكبر كمية من الأرباح الموزعة لأنها تشكل عوائد (دخل جاري) يستخدم في معيشتهم.

ب- كبار المساهمين وهم فئة أصحاب الأموال الكبيرة هؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظاريين:

- إذا كان معدل العائد على الاستثمار في الشركة أكبر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم بهذه الحالة يفضلون احتجاز الأرباح.

- في حالة كون معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أصغر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنها تفضل توزيع الأرباح.

وهذا يبين لنا مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وبيع الأسهم.

رابعا: محددات سياسة توزيع الأرباح

إن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة

معقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن يتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص.217.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص.ص.205.206.

يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستقرة.

وعليه يوجد هناك قرارين لسياسة توزيع الأرباح⁽¹⁾:

1- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري :

حيث تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار توزيع الأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمواجهتها.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.

2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي 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 أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لا بد وأن يتم تخطيط في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك).

إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل واضحة من خلال العلاقة التالية⁽²⁾:

$$\text{توزيعات الأرباح} = (\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصادر التمويل الخارجية}) - \text{الأموال المطلوبة للاستثمار.}$$

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ماهي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أو خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.

¹ محمد زرقون، أثر الاكتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص.85.

² محمد زرقون، المرجع السابق، ص.85.

المطلب الثاني: أنواع ودوافع سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين: الأول توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة.

أولاً : أنواع سياسة توزيع الأرباح

هناك أنواع مختلفة تنتهجها المؤسسة في توزيع أرباحها على المساهمين تتمثل في:

1- سياسة توزيع الأرباح بمعدل ثابت:

تقوم المؤسسة وفقاً لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ويصبح من السهل على المؤسسات تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت التوزيع المبدئي لها، كما يترتب على هذه السياسة عدم ثبات توزيعات الأرباح، بالإضافة إلى عدم قدرة المساهمين على التنبؤ بها في حالة تقلب أرباح المؤسسة⁽¹⁾.

2- سياسة توزيع الأرباح بمبلغ نقدي ثابت:

تقوم هذه السياسة بدفع مبلغ ثابت من الأرباح كل فترة من فترات توزيع الأرباح، وتزود هذه السياسة لحملة الأسهم بمعلومات إيجابية عن مستقبل المؤسسة، كما أنها تقلل من حالة عدم التأكد لديهم، وأن المؤسسات التي تعتمد هذا النوع من سياسة توزيع الأرباح غالباً ما تقوم بزيادة توزيع الأرباح عندما تحقق زيادات في الأرباح، ولا ينخفض في معظم الأحيان⁽²⁾.

3- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة زائد الإضافات :

من الإجراءات الشائعة لكثير من المؤسسات هو لجوئها إلى توزيع أرباح بنمط مستقر مع علاوة إضافة التوزيع، وعادة ما تلجأ المؤسسات إلى عند الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة فهي تعطيها مرونة من 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 يضيفي صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية مما يعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق المالي⁽³⁾.

وهناك أشكال وسياسات أخرى تنتهجها المؤسسات في توزيع أرباحها نذكر منها:

أ- على شكل أسهم:

التوزيعات في شكل أسهم هي نوع من التوزيعات، لكن تتم هذه التوزيعات عن طريق توزيع أسهم

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص.217.

² عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.485.

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008، ص.613.

إضافة بدلا من التوزيعات النقدية، ويؤدي هذا الأسلوب إلى ما يسمى بتقسيم السهم والتي تعني أن يعطى للمساهمين عدد أكبر من الأسهم بدلا من التي في حوزتهم، حيث يظل كل مساهم يحتفظ بنفس النسبة من الأسهم المصدرة قبل وبعد إجراء التوزيعات في شكل أسهم⁽¹⁾.

ب- تجزئة الأسهم:

جوهرها هي نفس توزيع الأرباح على شكل أسهم، ماعدا أن التجزئة يعبر عنها بنسبة **Ratio** بدل من نسبة مئوية **Pourcentage** عندما يصرح بالتجزئة، كل حصة تجزأ لتوجد حصص إضافية⁽²⁾ حيث تعد عملية تجزئة الأسهم من الأساليب الشائعة التي تستخدمها المؤسسات في الوقت الحاضر وذلك من أجل تخفيض القيمة السوقية لأسهمها من خلال زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل واحدة من حملة الأسهم، وعلى سبيل المثال فإن تجزئة الأسهم على أساس (2 إلى 1) تعني أن كل سهم واحد من الأسهم القديمة سوف يستبدل بسهمين جديدين، وأن كل سهم جديد تكون قيمته مساوية لنصف قيمة السهم القديم⁽³⁾.

ج- إعادة شراء الأسهم :

قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية⁽⁴⁾، فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغب بها أو يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم وبسعر محدد وبصفة عامة تتحدث عملية إعادة الشراء في الحالات التالية⁽⁵⁾:

- إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية.
- في حالة تخفيض رأس المال.
- إذا كان الشراء بقصد التوزيع على المساهمين بالمؤسسة سواء كنصيب في الأرباح، أو لزيادة نسبة مشاركتهم.
- يكون عادة كذلك في فترات الأزمات التي تواجه أسواق المال وذلك للتخفيف من حدة الأزمات، ثم إعادة بيعها بعد أن تهدأ الأزمة.

¹ عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص.236.

² محمد علي وإبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص.488.

³ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.491.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص.231.

⁵ العديد من المراجع أهمها :

- عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص.437.
- صباح أسامة وعلي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2006، ص.71.

ولا يجوز أن تحتفظ المؤسسة بما تحصل عليه من أسهمها لأكثر من سنة ويجب عليها أن تتصرف في هذه الأسهم إلى العاملين بها أو إلى الغير بحسب الأحوال أو يتم تخفيض رأس المال خلال هذه السنة وإعدام تلك الأسهم.

4- سياسة توزيع الفائض:

تشير سياسة توزيع الفائض إلى أن قرار التوزيع لا يخرج عن كونه توزيع للأرباح التي حققتها المؤسسة بين حملة الأسهم وبين الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، فإذا كان العائد المتوقع من تلك الاستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم قلن يعترض حملة الأسهم على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات، وبعد استغلاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات⁽¹⁾.

5- توزيعات الأصول العينية :

في بعض الأحيان وعند عدم توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة قد يقترح مجلس الإدارة وبمصادقة الهيئة العامة للمساهمين توزيع الأرباح بشكل عيني بدلا من الأرباح النقدية، أي بمعنى أن المؤسسة توزع الأرباح من أصولها، وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية بشكل البضائع أو العقارات أو الاستثمارات⁽²⁾.

6- توزيعات مؤجلة (في صورة أذون دفع):

وهي تعني أنه بدلا من سداد توزيع الأرباح الآن، تقوم المؤسسة بسدادها في تاريخ لاحق على أن تصدر شهادات أو أذون بذلك للمساهمين، وهذه الشهادات المصدرة للمساهمين كتوزيعات أرباح هي مجرد صورة خاصة من أوراق الدفع، ويمكن الإعلان عن هذه التوزيعات المؤجلة عندما يكون لدى المؤسسة رصيد كافي من الأرباح المحتجزة ولكن يوجد لديها عجز في النقدية ويمكن لحائز شهادة التوزيع هذه أن يقتنيها حتى تاريخ الاستحقاق ويقوم بتحصيل التوزيع، قد يقوم بخصمها للحصول على نقدية فورية⁽³⁾.

ثانياً: دوافع توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح، وذلك نظراً للأسباب التالية⁽⁴⁾ :

¹ محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعية، مصر، 1999، ص.406.

² هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة الإسراء، العدد السابع عشر، جامعة الإسراء، بغداد، 2008، ص.406.

³ أمجد إبراهيم البراجعة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2009، ص.22.

⁴ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص. ص.86.85.

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة بزيادة رأس المال.
 - عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وبخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت.
 - تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.
- كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية⁽¹⁾:
- في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة.
 - إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية والاستغلال.
 - إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة.
 - إذا حققت المؤسسة نموا معتبرا، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة ومن ثم تسديد التزاماتها.

المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها

من الأمور التي تهتم بها الإدارة المالية عند توزيع الأرباح هو شكل الإجراء المعتمد في تواريخ الأرباح على المساهمين، والعوامل المؤثرة فيها.

أولا : إجراءات توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة من أهم السياسات التي تؤثر على تداول أسهم المؤسسة في السوق المالي، لذلك اكتسبت إجراءات توزيع الأرباح أهمية قصوى بالنسبة للمؤسسة وللمساهمين على السواء، كما ارتبطت عملية توزيع الأرباح في المؤسسة بالتواريخ المهمة التالية :

1- تاريخ الإعلان عن التوزيع :

وهو التاريخ الذي تتخذ فيه المؤسسة قرارا بإعلان عن توزيع الأرباح، وذلك بأن يوزع الربح الصافي أو جزء منه على الأعضاء حسب أسهمهم أو حصصهم حسب الأصول وذلك بعد استيفاء جميع الاستقطاعات القانونية.

ويلاحظ أنه وبعد تاريخ الإعلان عن التوزيع يزداد الطلب على أسهم المؤسسة التي أعلنت عن توزيع

¹ المرجع نفسه، ص.86.

الأرباح مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لهذه الأسهم⁽¹⁾.

2- تاريخ تسجيل حاملي الأسهم:

في هذا التاريخ تقوم المؤسسة بإغلاق دفاتر تحويل الأسهم وتقوم بإعداد قائمة المساهمين حتى هذا التاريخ حيث من يملك أسهم المؤسسة في هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على توزيعات الأرباح عند دفعها⁽²⁾.

3- تاريخ فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة:

وهو التاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم حق المطالبة بالأرباح، وفي العادة فإن أغلب أسواق المال تضمن لحملة الأسهم بالحصول على الأرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل ثلاثة أيام من تاريخ التسجيل، واليوم الثاني قبل تاريخ التسجيل هو يوم موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة⁽³⁾.

4- تاريخ الدفع: وهو التاريخ الفعلي للأرباح، أي ترسل المؤسسة فعلا شيكات لحاملي الأسهم العادية.

ثانيا : العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عندما ترغب الإدارة في اتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من العوامل التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في سياسة توزيع الأرباح وتمثل هذه العوامل فيما يلي :

1- ربحية أو عائد الفرصة الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة :

من الواضح أنه إذا لم ترغب المؤسسة في استخدام أرباحها في أصول إنتاجية (سواء في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة)، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً. ومن ناحية أخرى، إذا ما توافر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها وليس من الشائع أو المألوف أن المؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة والتي تتاح أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، ورغم ذلك فلا تستطيع ألا تجرى توزيعات بصفة عامة وإنما تفصل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي أو داخلي) بدلا من توزيع الجانب الأكبر منها واللجوء إلى التمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات، لكن في المقابل هذا التمويل يحملها تكلفة تسمى بتكلفة التعاملات المالية، ويمكن تجنبها بالكامل إذا تم استخدام الأرباح (التمويل الذاتي).

ولذلك قد ينصح باستثمار الأرباح الحالية في أصول أكثر سيولة (الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي)، وهذا يعني إمكانية الحصول على هذه الأموال وتوجيهها في الوقت المناسب إلى الاستثمارات أو الفرص الاستثمارية المربحة⁽⁴⁾.

¹ هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص.216.

² المرجع نفسه، ص.216.

³ همزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.615.

⁴ عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 212.213.

2- الشروط والاعتبارات التعاقدية :

قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين، أو أصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيودا على الاستثمارات وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة⁽¹⁾.

3- القيود القانونية الخاصة بالحفاظ على مستوى رأس المال:

فقد ينص على أن التوزيعات لا يجب أن تتجاوز الأرباح المحتجزة (الأرباح المرحلة بالإضافة الى الفائض المرحل)، ويعني هذا أن المؤسسة لا يمكن أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت حقوق الملكية (الأصول - الخصوم) لا تساوي القيمة الاجمالية لأسهم المؤسسة المتداولة، والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول المؤسسة تزيد على خصومها بهامش معين كحد أدنى كضمان للدائنين، وقد يوجد قيد قانوني يحد من التصرف في الأرباح ويطبق على المؤسسة التي تواجه نقصا في السيولة وعدم القدرة على مواجهة التزاماتها، لذلك قد يحظر على مثل هذه المؤسسات التي تواجه إعسارا ماليا أن تجري أي توزيعات نقدية⁽²⁾.

4- عقود الحماية:

حيث عادة ما يفرض الدائنين قيودا على توزيعات الأرباح، وذلك من خلال شرط عدم إجراء توزيعات الأرباح ما لم تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها، وهذا حتى تحفظ مصالحهم ويضمنون استرداد أموالهم التي استثمروها في المؤسسة.

5- متطلبات السيولة والتزامات المؤسسة:

إن اجراءات التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين، فتوافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا رقم الربح الناتج عن عمليات المؤسسة والتي قد تكون ناتجة عن عمليات بيع آجلة لم يتم تحصيلها بعد، وهو ما يعني أن رصيد النقدية المتوافر لدى المؤسسة لا يساوي رقم الربح المحقق. يضاف إلى ذلك أن المؤسسات الآخذة في النمو والتوسع توجه جزء من النقدية إلى شراء خامات وأصول ثابتة وهو ما يعني نقص النقدية المتوافرة لدى تلك المؤسسات. أي أن العبرة في دفع توزيعات نقدية للمساهمين لا يتوقف فقط على الأرباح المحققة بل على المركز النقدي والسيولة المتوفرة لدى المؤسسة النقدية، وبالتالي فيعتبر الشرط الأساسي لإجراء التوزيعات هو توفر السيولة الكافية لتغطيتها، وبالتالي فمع ارتفاع هذه الأخيرة لدى المؤسسة تزيد

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص.405.

² عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص.216.

بالمقابل نسبة الأرباح الموزعة، كما أن المرحلة العمرية التي تمر بها المؤسسة قد تؤثر على هذا العامل، فالمؤسسات التي تكون مثلاً في مرحلة النمو تحتاج إلى سيولة كبيرة لإتمام عملياتها⁽¹⁾.

6- التضخم:

تستدعي حالة التضخم التي يمر بها الاقتصاد احتجاز المزيد من الأرباح وهذا لأجل المحافظة على القدرة الإيرادية للمؤسسة، وهذا من أجل عمليات إحلال الاستثمارات⁽²⁾.

7- معدل النمو:

يعتبر مقدار النمو المتوقع أحد أهم العوامل المحددة للاحتياجات المالية للمؤسسة، خاصة في ظل صعوبة وارتفاع تكلفة الحصول على المصادر الخارجية، فالمؤسسات التي تكون في طور النمو تعاني بشكل كبير من هذا الإشكال، مما يجتم عليها دفع توزيعات ضئيلة للمساهمين والعمل على استغلال الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو.

8- الاعتبارات الضريبية:

إن الوقف الضريبي للمساهمين يؤثر بشكل كبير على الرغبة في التوزيعات فعلى سبيل المثال نجد أن المؤسسة التي يملكها عدد محدود من الأفراد الذين يخضعون لمعدلات ضريبية عالية من الأرجح أن يدفع لهم توزيعات أرباح منخفضة نسبياً، فالمساهمون يفضلون الحصول على دخلهم في شكل فائض قيمة بدلاً من أن تكون في شكل توزيعات، والتي تكون معرضة لمعدلات عالية لضريبة الدخل الشخصية، ومع ذلك فإن المساهمين الذين يخضعون لمعدلات ضريبية منخفضة قد يرغبوا في الحصول على توزيعات أرباح مرتفعة.

9- تكلفة المعاملات:

إن قيام المستثمر ببيع وشراء الأوراق المالية يكبده تكلفة يتمثل الجزء الأكبر منها في العمولة التي يحصل عليها السمسار، وبالتالي فإن سياسة احتجاز الأرباح تعد وسيلة غير مكلفة بالنسبة للمستثمر لزيادة ملكيته في المؤسسة، فالبديل لتحقيق ذلك إذا قامت المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية هو أن يتوجه حامل السهم إلى البورصة لشراء أسهم المؤسسة وفي هذه الحالة لن يستطيع أن يتجنب تكاليف المعاملات.

أما إذا كان المستثمر يرغب في شراء أسهم مؤسسات أخرى، أو زيادة انفاقه الاستهلاكي ففي هذه الحالة فسوف يفضل أن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية مرتفعة⁽³⁾.

10- الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

هل يمكن للشركة ألا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق وتتيح للمستثمر (المالك) امكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية ؟

¹ محمد صالح الخناوي و ابراهيم اسماعيل السلطان، مرجع سبق ذكره، ص.415.

² منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار المعارف، مصر، 1998، ص.348.

³ محمد صالح الخناوي و ابراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص.417.

يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم، سندات، أذونات الخزانة،)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة اضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، وعلى الرغم أن هذا الاجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء المؤسسات تمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح⁽¹⁾.

11- الاحتياجات التمويلية وتمويل المؤسسات :

يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيع، ومن ثم تعد قائمة مصادر واستخدامات الأموال وكذلك الميزانية التقديرية والتنبؤ بالاحتياجات المالية أدوات هامة لتحديد الموقف المالي والنقدي للمؤسسة. كما يتوقف توزيع الأرباح أو حجزها على سياسة الإدارة بشأن التوسع والنمو. وبصفة عامة فان المؤسسات الجديدة تفضل الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضج في هذه الحالة تبدأ في توزيع الأرباح بدلا من الاحتفاظ بها⁽²⁾.

12- تكلفة الاصدار :

إذا فرض أن إصدار المؤسسة لأسهم جديدة لا يترتب أي تكلفة للإصدار، ومن ثم فان إصدار أوراق مالية جديدة يعد بديلا للأرباح المحتجزة لتمويل الفرص الاستثمارية. بل يمكن للمؤسسات إصدار أسهم جديدة تستخدم حصيلتها في إجراء توزيعات على المساهمين القدامى. إلا أن من الناحية الواقعية فإن إصدار أوراق مالية جديدة يصاحبه تكاليف تتمثل في رسوم التسجيل، رسوم طبع شهادات الأوراق المالية الجديدة، مصروفات إدارية وغيرها. ومن ثم فإن احتجاز المؤسسة للأرباح واستخدامها في تمويل الفرص الاستثمارية يجنبها مثل تلك التكاليف⁽³⁾.

13- تفضيلات واعتبارات الأسواق المالية :

من المعلوم أن قيمة المؤسسة يعكسها سعرها في سوق المال، وعليه لا بد من أن تضع المؤسسة في الاعتبار متطلبات هذا السوق عند تحديد سياسة توزيع الأرباح التي ستتبناها⁽⁴⁾، فيفضل المساهمون مستوى مستقرا أو متصاعدا من الأرباح الموزعة بدلا من المستوى المتذبذب. علاوة على ذلك يفضل المساهمون الاستثمارية في دفع الأرباح الموزعة نظرا لأن ذلك سيبدد من المخاوف وعدم التأكد لديهم حول قدرة المؤسسة في دفع الأرباح⁽⁵⁾.

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص.404.

² محمد صالح الحناوي و ابراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص.415.

³ المرجع نفسه، ص.ص.417.418.

⁴ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2010، ص.312.

⁵ خالد محمد اللوزي، أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، فلسطين، 2013، ص.45.

المبحث الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام

سوف نتطرق في هذا المبحث لنظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد، ونعني بظروف التأكد أن الأرباح والاستثمارات المحققة معلومة مسبقاً ودون وجود مخاطر، وهذا يندرج تحت فرضية السوق الكفاء. ومن أبرز هذه النظريات نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودكلياني وميلر، نظرية جوردن، ونظرية فان هورن.

المطلب الأول : نظرية عدم ملائمة التوزيعات

تم تقديم هذه النظرية من طرف كل من ميلر ومودكلياني (Miller & franco Moigliani)، (M&M) سنة 1961، حيث أكد كل منهما في نظريته استقلال القيمة السوقية للمؤسسة وسعر السهم في السوق عن قرار توزيع الأرباح على حملة الأسهم وأن قيمة المؤسسة تعتمد على قرارات الاستثمار والقدرة الإيرادية للمؤسسة ومدى استغلال موارد المؤسسة في تحقيق الأرباح ووفقاً لمخاطر الأعمال فيها⁽¹⁾. أي أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر الأسهم، وبعبارة أخرى أن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر⁽²⁾.

وقد استندت هذه النظرية على عدد من الفروض الأساسية أهمها⁽³⁾ :

- عدم وجود ضرائب على المؤسسة أو ضرائب شخصية على الدخل.
- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء).
- تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس مال كاملة، حيث يتصف فيه المستثمرون بالرشد التام، إضافة إلى إتاحة كافة المعلومات، وعدم قدرة مستثمر واحد على التأثير في سعر الأسهم في السوق.
- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.
- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة.
- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
- إن سياسة تخطيط الانفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات.
- المؤسسة تعمل في ظروف التأكد التام وجميع المستثمرين قادرين على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للسهم وبالتالي غياب عامل المخاطرة.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.214.

² محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص.86.

³ العديد من المراجع أهمها :

• عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة، الأردن، ط1، 2007، ص.455.

• دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.214.

لقد اعتمد مودكلياني وميلر على النموذج التالي في اثبات نظريتهم والذي يتحدد بالاختبارات العلمية. افترض النموذج بأن هيكل التمويل في المؤسسات يتكون فقط من حقوق الملكية ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم الآن أو في بداية الاستثمار تساوي القيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة يضاف إليها قيمة السهم الجديدة نهاية الفترة، ونظرا لاعتماد التمويل على حقوق الملكية أي عدم وجود تمويل خارجي فإن قيمة السهم أو المؤسسة تساوي عدد الأسهم مضروبة بسعر السهم الآن ونظرا لتغطية التوزيعات بإصدار أسهم جديدة يساوي التغير في عدد الأسهم مضروبا في قيمة الأسهم الجديدة أو في نهاية الفترة، وعندما تحتاج المؤسسة الى تمويل استثماراتها الجديدة فتقوم ببيع أسهم عادية جديدة وليس من احتياطي الأرباح المحتجزة. ومنه فإن النموذج يكون كما يلي⁽¹⁾:

$$\begin{aligned} N.r &= \Delta N.Vm_0 \\ N.r &= (N + \Delta N)Vm_1 \\ Vm &= 1 / 1 + \hat{K}(DPA + Vm_1) \end{aligned}$$

حيث :

N: عدد الأسهم.

r : معدل العائد.

Vm : قيمة السهم الآن.

Vm₁: قيمة السهم في نهاية الفترة.

\hat{K} : معدل العائد المطلوب أو كلفة التمويل بالملكية.

DPA: توزيعات الأرباح في نهاية الفترة.

المطلب الثاني : نظرية فان هورن (VAN HORNE):

قدم فان هورن (VAN HORNE)، نموذجا يؤكد فيه على أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة السهم في بداية الفترة، حيث اعتبر قيمة السهم في بداية الفترة عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عنه خلال الفترة (القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية)، وتمثل هذه التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في بداية الفترة. والمعادلة التالية توضح ذلك كما يلي :

$$Vm_0 = (DPA + Vm_1) / (\hat{K} + 1) \dots \dots \dots (1)$$

حيث :

DPA: توزيعات السهم الواحد.

\hat{K} : معدل الاستحداث أو معدل العائد المطلوب.

¹ دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص.215.

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N^* سهم، فإن المعادلة تصبح كما يلي:

$$Vm_0 = (N.DPA + (N + N^*) Vm_1 - N^*. Vm_1) / K + 1 \dots \dots \dots (2).$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمين في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة، حيث أن قيمة الأسهم الجديدة هي القيمة التي تتساوى فيها الموارد المالية للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة فإن اقتصر الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فإن القيمة السوقية للأسهم الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$R_{net} + N^*.Vm_1 = I + N. DPA$$

حيث :

R_{net} : تمثل النتيجة الصافية، الأرباح المحققة.

I : الاستثمارات المقرر تنفيذها.

وعليه فإن :

$$N^*.Vm_1 = I + DPA. N - R_{net}.$$

و بالتعويض في المعادلة (2) نجد :

$$Vm_0 = 1/1 + K(N_0.DPA + (N^*+N) Vm_1 + R_{net} - I - N.DPA)$$

و منه :

$$NVm_0 = (N^* + N) Vm_1 + R_{net} - I / (1 + K).$$

أي ان القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية لأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مضاف إليها قيمة الأرباح المحققة مصروحا منها الاستثمارات التي نفذت خلال الفترة. نرى من خلال ما سبق أن كلا من M&M و VAN HORN في ظل ظروف التأكد التام توصلوا إلى نتيجة واحدة وهي أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة).

¹ علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص.ص.21-22.

المطلب الثالث : نظرية جوردن (GORDON)

يمثل نموذج "جوردن" واحد من أكثر النماذج التي قدمت تفسيراً لسياسة التوزيعات، حيث تقوم هذه النظرية على أساس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق وبالتالي على القيمة السوقية للسهم⁽¹⁾، وقد بين "جوردن" نموذجاً على مجموعة من الافتراضات، وتتمثل فيما يلي⁽²⁾:

- لا تستخدم المؤسسة الاقتراض أو بمعنى آخر يفترض أن المؤسسة ممولة بالكامل عن طريق أموال الملكية.
 - لا يوجد إمكانية لدى المؤسسة لاستخدام التمويل الخارجي، وترتبط على ذلك سوف تستخدم الأرباح المحتجزة لتمويل أي توسع متوقع.
 - معدل العائد على الاستثمارات ثابت.
 - ثبات معدل الخصم (تكلفة الأموال)، وهو ما يحمل في طياته إهمال تأثير شريحة الخطر التي تنتمي لها المؤسسة على معدل الخصم أو تكلفة الأموال.
 - أن المؤسسة مستمرة ولا تنقضي.
 - عدم وجود ضرائب.
 - أن نسبة الأرباح المحتجزة بمجرد تحديدها تظل ثابتة ولا تتغير بعد ذلك، وهو ما يمثل في طياته ثبات معدل النمو أيضاً.
 - أن معدل النمو أقل من معدل الخصم وإلا فإنه لا يمكن تحديد قيمة ذات معنى لسعر السهم.
- وكما سبق الإشارة فإن نموذج جوردن يقوم على أن القيمة السوقية للسهم تساوي إلى القيمة الحالية لعدد لا نهائي من التوزيعات، ويمكن تحديد القيمة السوقية للسهم كما يلي⁽³⁾:

$$V_m = \frac{DPA_1}{(1+\hat{K})} + \frac{DPA_2}{(1+\hat{K})^2} + \dots + \frac{DPA_n}{(1+\hat{k})^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+\hat{k})^n}$$

حيث DPA: توزيعات السهم الواحد .

وإذا ما قامت المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح فمن المتوقع أن توزيعات السهم تعادل واحد ناقص نسبة الأرباح المحتجزة مضروباً في ربحية السهم أي :

$$DPA = BPA (1 - BR)$$

$$V_m = BPA (1 - BR) / \hat{k} - g \quad \text{ومنه:}$$

¹ دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص. 212.

² منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، 1988، ص. 325.

³ منير ابراهيم الهندي، المرجع السابق، ص. ص. 394-398.

حيث :

BR : نسبة الأرباح المحتجزة.

BPA : ربحية السهم.

g : معدل النمو.

K : معدل العائد المتوقع من الاستثمار.

حيث يعاد استثمار هذه الأرباح المحتجزة بمعدل العائد، وهو ما يؤدي إلى نمو ربحية السهم في كل فترة بمعدل نمو يعادل المقدار :

$$g = \hat{K} \times BR$$

حيث :

\hat{K} : معدل العائد المطلوب.

BR: نسبة الأرباح المحتجزة.

إذا ما أخذنا معدل النمو في التوزيعات في الاعتبار فإن سعر السهم يتحدد بالمعادلة التالية :

$$V_m = BPA (1 - BR) / (K - BR \times \hat{K})$$

تشير المعادلة بوضوح إلى العلاقة بين الأرباح الحالية وسياسة التوزيعات المتمثلة في متغير الأرباح المحتجزة (BR)، ومعدل العائد (\hat{K})، وتكلفة الأموال لمؤسسة ممولة بالكامل عن طريق الملاك (K) في تحديد القيمة السوقية للسهم.

وهنا في هذه الحالة قد تتلاقى وجهة نظر جوردن مع M&M، فتكون سياسة التوزيعات ذات أثر حيادي على قيمة السهم، مما يعني أن قيمة السهم في هذه الحالة إنما تخضع للتغيرات في قرارات الاستثمار لا لقرارات التمويل، وهذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل العائد المطلوب والمتوقع على الاستثمار.

أما في حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل أو معدل الخصم) عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيمكن تمييز عدة حالات، فحينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، وهذه الحالة عموماً تميز المؤسسات الهابطة إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرص استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.

أما في الحالة التي يكون فيها معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، والتي عموماً تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة، فيكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في احتجاز الأرباح قد تؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم وبالتبعية على المؤسسة.

مما سبق نجد أن القيمة السوقية للسهم سوف تتأثر بالتغيرات الحاصلة في توزيعات الأرباح، وهو ما يخالف ما توصل إليه كل من M&M و VAN HORN .

المبحث الثالث : نظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد

اختلفت الاتجاهات حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث يركز الاتجاه الأول بشكل أساسي وفي ظل ظروف التأكد التام بأن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة لأن الأرباح والاستثمارات المحققة معروفة مسبقاً بدون وجود مخاطر وهذا يندرج تحت فرضية السوق المالي الكفاء، بينما يركز الاتجاه الثاني المضاد للرأي السابق بأن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، حيث سنتعرض في هذا المبحث إلى أهم النظريات المفسرة لذلك في ظل ظروف عدم التأكد وهذا مع البقاء تحت فرضية كفاءة السوق المالي في النظريتين الأوليتين، وإسقاط فرضية كفاءة السوق المالي في باقي النظريات.

المطلب الأول : وجهة نظر ميلر ومدكلياني

يصر ميلر ومدكلياني على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسات التوزيع، فحتى في ظل ظروف عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملاءمة التوزيعات، وذلك في ظل افتراض أن المؤسسات تعمل في ظل المنافسة الكاملة، حيث لا تكلفه للمعاملات ولا ضرائب ففي هذا المناخ يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم المستثمر لا يراعي سياسة توزيع الأرباح التي تقررها المؤسسة، فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات، ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد من احتياجاته، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة⁽¹⁾.

ولتوضيح الفكرة رياضياً نفترض أن⁽²⁾:

$$R_{net} + D_0 = I + DIV \dots\dots\dots(1)$$

$$DIV = R_{net} - I + D \dots\dots\dots(2)$$

حيث :

R_{net} : الأرباح المحققة أو النتيجة الصافية.

D : الديون المالية.

$(D + R_{net})$: الموارد المالية.

I : الاستثمار.

DIV : التوزيعات المعتمدة.

¹ منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.329.

² منير ابراهيم الهندي، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط3، 1996، ص.663.

I + DIV : الاستخدامات المالية.

إن حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية سوف يترتب عليها أعباء مالية دورية تتمثل في تكلفة هذه الأموال ومهما كانت طبيعة مصادر التمويل، فإن الأعباء المالية التي تصاحبها هي أعباء غير مؤكدة، حيث تصبح المعادلة كما يلي⁽¹⁾:

$$DIV = R_{net} - FF \dots \dots \dots (3)$$

حيث :

FF : أعباء مالية.

بافتراض أن المؤسسة سوف يتم تصفيتها بنهاية العام الحالي، أين يتم توزيع حصيلة التصفية آنذاك بين المساهمون على ما قيمته DIV_1 وبين مصادر التمويل الجديدة التي ستحصل على قيمة D_1 وفق المعادلة التالية⁽²⁾:

$$Vm_0 = D_0 + Vm_1 = D_0 + D_1 / (1 + K) \dots \dots \dots (4)$$

$$Vm_1 = (DIV - PR \cdot COV (DIV_1 - R_M) / 1 + R_{sr} \dots \dots \dots (5)$$

حيث:

PR: حيث تمثل المخاطرة والمتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون مخاطر الى تباين السوق.

$COV (DPA_1 - R_M)$: التباين المشترك بين عائد التوزيعات DIV_1 ومردودية السوق R_M .

R_{sr} : معدل المردودية بدون مخاطر.

بتعويض المعادلة (3) في (5) نجد⁽³⁾:

$$Vm_1 = ((R_{net1} - FF_1) - PR \cdot COV ((R_{net1} - FF_1) \cdot R_M)) / R_{sr} + 1 \dots \dots \dots (6)$$

$$COV ((FF_1 - R_1) \cdot R_M) = COV (R + R_M) - COV (FF_1 \cdot R_M) \dots \dots \dots (7)$$

بالتعويض نجد:

$$Vm_1 = (R_1 - PR \cdot COV (R_1 \cdot R_M)) / (1 + R_{SR}) - (FF_1 - PR \cdot COV (FF_1 \cdot R_M)) / (1 + R_{SR}) \dots \dots \dots (8)$$

¹ منير ابراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المرجع السابق، ص.663.

² لزهر زواويد، مرجع سبق ذكره، ص. 24.

³ المرجع نفسه، ص.24.

يتمثل جزء من قيمة السهم الحالية للمصاريف المالية، والتي لا تخرج عن كونها قيمة الديون D وبتعويضها نجد:

$$Vm_1 = (R_1 - PR \text{ COV}(R_1 .R_M) / (1+R_{SR}) - D \dots \dots \dots (9)$$

إذا رجعنا إلى قيمة السهم في الزمن 0، والمتمثلة في المعادلة (3) نجد :

$$Vm_0 = D_0 + Vm_1 = D_0 + D_1 / (1+K) + D_0 + (R_1 - PR \text{ COV} (R_1 - R_{SR}) / (1+R_{SR}) \dots \dots (10)$$

بتعويض المعادلة نجد⁽¹⁾ :

$$Vm_0 = (R_1 - PR . \text{COV} (R_1 . \text{COV}(R_1 . R_M)) / (1+R_{SR}) + R_0 - I \dots \dots \dots (11)$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أنه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع (لا التوزيعات الحالية ولا المستقبلية) وهي دليل على حيادية واستقلالية سياسة توزيع الأرباح، والمتغيرات المتحركة في قيمة السهم السوقية هنا هي قرار الاستثمار بدليل I وما يترتب عليه من نتيجة حالية مستقبلية وعلاوة المخاطرة المقابلة للمردودية.

وفي الأخير يمكن القول أن كل من ميلر وموديكلياني يؤكد إستقلالية وعدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة لها الحق في اتخاذ السياسة التي ترغب في نهجها، ولا تبالي بردود أفعال المساهمين أما في النظرية الموالية لكل من جوردن ولنتر فسرى أن هذا النموذج ل MM لا يتوافق مع نظرية عصفور في اليد.

المطلب الثاني : نظرية عصفور في اليد

يعارض كل من جوردن ولنتر مدخل موديكلياني وميلر في حالة عدم التأكد، حيث يعتقدان بأن لسياسة التوزيعات أثر على القيمة السوقية للسهم، وهذا بعدما أثبت جوردن في مرحلة سابقة حيادية أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم في ظل ظروف عدم التأكد التام.

قد عاد جوردن وأثبتت بأن سياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة حتى عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرين في ظل ظروف عدم التأكد الى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظرا لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشادة، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة في المستقبل، وقد أطلق جوردن على هذا النموذج اسم "عصفور في اليد"، ووفقا لهذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات سعر الخصم (تكلفة الأموال)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب

¹ لزهري زواويد، المرجع السابق، ص.25.

معدل العائد أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، يعني أن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة⁽¹⁾.

فباعتبار التوزيعات تخفض من حالة عدم التأكد، هذا الامر يدفع بالمستثمرين الى خصم المكاسب المستقبلية للمؤسسة وفق معدل خصم منخفض مقارنة بما يكون عليه في حالة الأرباح الرأسمالية والتي تتصف بدرجة مرتفعة من عدم التأكد، هذا الامر سيؤدي حتما إلى ارتفاع قيمة المؤسسة، ولكن عند امتناع المؤسسة عن اجراء توزيعات فإنها بذلك انما تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالانخفاض، ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي:

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{التوزيعات المتوقعة} / \text{سعر السهم السوقي}) + \text{معدل النمو}$$

بذلك فإنه بزيادة درجة عدم التأكد فإن المستثمر يطلب معدل عائد أعلى وهذا من أجل تجنب المخاطر، لذا يمكن القول أن معدل العائد يتناسب طرديا مع الأرباح المحتجزة، وبذلك يمكن إيجاد قيمة السهم وفق المعادلة الآتية⁽²⁾:

$$P = D_1 / (1+i_1) + D_2 / (1+i_2)^2 + \dots + D_n / (1+i_n)^n$$

حيث :

i : معدل الخصم.

وهذا في حال سياسة تقتضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة) بالإضافة إلى أن معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه :

$$(i_n > \dots > i_2 > i_1)$$

فإذا ما قامت المؤسسة بانتهاج سياسة توزيعات الأرباح تقضي باحتجاز نسبة معينة من الأرباح، وتوزيع الباقي يكون من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو معين يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك في حال إعادة استثمارها، مما يعني أن التوزيعات في العام الثالث ستكون⁽³⁾:

$$D_2 = D (1+g) \longrightarrow D_3 = D (1+g)^2$$

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية : التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.401.
² محمد صالح الحناوي ونهال فريد ابراهيم ، الإدارة المالية : التحليل المالي للمشروعات الأعمال، دار الجامعية، مصر، 2005، ص. 231.
³ محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.403.

ومنه وبخضم تيار التوزيعات بمعدلات خصم i_1, i_2 من أجل تحديد قيمة السهم، تصبح معادلة سعر السهم كما يلي:

$$P = D / (1+i_1) + D (1+g)/(1+i_2)^2 + \dots + D(1+g)^{n-1} / (1+i_n)^n$$

فمن خلال ما سبق يتضح أن متوسط معدل الخصم في حالة احتجاز جزء من الأرباح سيكون أعلى منه في حالة توزيع كل الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قيمة السهم وهو الأمر الذي توصل إليه جوردن ولنتر، وهو دور سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم.

وأهم مبدأ يقوم عليه نموذج جوردن ولنتر هو العلاقة الرابطة بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ الاستحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، ولكن في حالة تجاهل هذه العلاقة نصبح أمام نموذج جوردن في حال التأكد التام⁽¹⁾.

المطلب الثالث: نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تبين من تحليل العلاقة بين التوزيعات التي تجريها المؤسسة وبين القيمة السوقية لها أن هناك وجهات نظر متباينة في هذا الشأن، ومن ثم تظل قضية التوزيعات مثيرة للجدل، لأن مناقشة بعض القضايا التي يفرزها الواقع العملي قد تساهم في حسم التباين في وجهات النظر بشأن علاقة التوزيعات بالقيمة السوقية.

أولاً : نظرية التفضيل الضريبي

من النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح التي يمكن أن تلجأ إليها المؤسسات هي نظرية التفضيل الضريبي، حيث ترى هذه النظرية أن المستثمرين يفضلون إجراء توزيعات منخفضة، عند قيام المؤسسة بإجراء توزيعات بنسب مرتفعة ويرجع ذلك إلى 3 أسباب :

- عادة ما تخضع الأرباح الرأسمالية إلى معدلات ضريبية أقل من الضرائب المفروضة على الدخل من التوزيعات، لذلك عادة ما يرغب المستثمرين في قيام المؤسسة بإجراء توزيعات منخفضة واحتجاز نسبة عالية من الأرباح لإعادة استثمارها بالمؤسسة، ويؤدي ذلك إلى زيادة النمو، ومن ثم ارتفاع قيمة الأسهم، بالإضافة إلى الخضوع لمعدلات ضريبية أقل⁽²⁾.
- لا تفرض الضرائب إلى أن يتم بيع السهم، وهو ما يعني أن الضريبة سوف تدفع في المستقبل، وبالتالي فإن القيمة الحالية لها ستكون منخفضة⁽³⁾.

¹ منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.336.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.417.

³ المرجع نفسه، ص.417.

- إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة أرباح رأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم⁽¹⁾. وبناء على الأسباب الثلاثة فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المؤسسات باحتجاز معظم أرباحهم، وبذلك فإنهم يكونون على استعداد لدفع سعر أعلى ثمنا لسهم المؤسسة التي لا تدفع أرباح بنسب عالية، وأنها تقوم باحتجاز معظم الأرباح لإعادة استثمارها⁽²⁾.

ثانيا : نظرية الاشارة

تؤدي المعلومة دورا مهما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية، رجال التمويل، المستثمرين، العملاء، الموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى مع مراعاة العديد من الأسئلة والانشغالات على سبيل المثال من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات؟ ما هو الغرض من هذه المعلومات؟ وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها؟ عندما وضع موديكلياني وميلر نظريتهما لعدم مناسبة حصص الأرباح، افترضوا أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد بشأن سياسة توزيع الأرباح أو حصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين وجهات نظر مختلفة حول حصص الأرباح المستقبلية وحالة عدم التأكد حول هذه الأرباح ويكون لدى المسيرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية⁽³⁾.

فإذا توقع المستثمر زيادة في معدل التوزيعات بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة بالفعل فإن سعر السهم لن يزداد بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة لأن المعلومة متوقعة وقد تم استخدامها في تقييم السهم، لكن إذا توقع المستثمر زيادة 5% ولكنها زادت بنسبة 25% فإن هذه الزيادة سيرافقها زيادة في قيمة السهم، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت⁽⁴⁾. حيث يرجع السبب في ذلك إلى حقيقة أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية، غير أن موديكلياني وميلر قد ناقشا هذا الأمر بشكل مختلف حيث يرو أن المؤسسات عادة ما تكون مرغمة على قطع التوزيعات أو عدم زيادتها إذا ما تبين للإدارة أن هذا من شأنه زيادة الأرباح أو استقرارها في المستقبل، لذلك عندما يحدث وتكون التوقعات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة توزيع الأرباح

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.456.457.

² بريش عبد القادر وبدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد العاشر، جامعة مسيلة، 2013، ص.16.

³ أوجين براجهام وميشيل ايرهاردن، الإدارة المالية، ترجمة سرور علي ابراهيم سرور، دار المريخ، السعودية، الجزء الثاني، 2009، ص.887.

⁴ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.458.

لإحدى المؤسسات أعلى عما يحدث بالفعل، فإن ذلك يؤخذ من جانب المستثمرين كإشارة عن أن إدارة المؤسسة تتوقع تحسنا في الأرباح المستقبلية، ولهذا يرى "موديكلياني وميلر" أن رد فعل المستثمرين اتجاه التغيير في سياسة توزيع الأرباح لا يتحدد بتفضيلات المستثمرين للتوزيعات عن الأرباح الرأسمالية، ولكن يحدده بشكل أكبر المعلومات المعلنة عن سياسة التوزيعات للمؤسسة⁽¹⁾.

ثالثا: تكاليف الصفقات

ناقش موديكلياني وميلر أن كل من التمويل الداخلي والخارجي يقفان على قدم المساواة، حيث يرى أنه إذا قامت المؤسسة بتوزيع أرباحها، فإنه يمكنها تنفيذ خططها الاستثمارية عن طريق الاعتماد على التمويل الخارجي، حيث لن تتأثر ثروة الملاك سواء قامت المؤسسة باحتجاز الأرباح أو جزء منها أو قامت بإصدار أسهم جديدة، وهذا في الواقع غير صحيح من الناحية العملية حيث يرتبط بعملية إصدار الأسهم أو السندات تكاليف الصفقات أو المعاملات مثل تكلفة الإصدار وترويج الأوراق المالية..... الخ، والاعتراف بوجود تكاليف صفقات ومعاملات خاصة بالإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات تعني في الواقع أن التمويل الخارجي سيكون أكثر تكلفة من التمويل الداخلي.

ويمكن القول أن إرتفاع تكاليف المعاملات أو الصفقات غالبا ما يؤدي إلى زيادة العائد المستقبلي المتوقع من قبل المستثمرين، وهذا من اجل تعويض هذه التكاليف الناتجة عن استثماراتهم، كما ستؤدي حتما إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وان إرتفاع هذه التكاليف يفرض على المستثمرين الاحتفاظ بالأسهم قدر المستطاع من أجل تفاديها والتخفيف من تأثيرها، مما ينتج عنه طول فترة الاحتفاظ إضافة إلى انخفاض حجم التداول في السوق المالي. وعلى ذلك فسوف تكون الأرباح المحتجزة مصدر أكثر جاذبية للمؤسسات عن التمويل الخارجي⁽²⁾.

رابعا: نظرية الوكالة

أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها(الملاك، المسيرين، المقرضين)، ولقد جاءت نظرية الوكالة لترسي قواعد التعاقد المثلى، والتي تضمن حل الصراعات بين مختلف الأطراف الناشطة في المؤسسة.

وتبعا لنظرية الوكالة فإن الدائنين والمسيرين يسعون لتفضيل التمويل الداخلي كونه يمكنهم من حفظ النقدية في المؤسسة⁽³⁾، ونظرا لكون المسيرين في معظم الحالات لا يكونون هم مالكي المؤسسة فإن أداء مهامهم يكون بأحسن حال في ظل موافقتهم لأهداف الملاك، لكن الحال غير ذلك نظرا لأن المسيرين في كثير من الأحيان يبحثون عن تعظيم مصالحهم الشخصية، إذ من هنا تنشأ تكاليف الوكالة والتي يعمل من خلالها الملاك

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.414.

² محمد صالح الحناوي ونمال فريد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.340.

³ Pascal Quiry et Yann Le FUR, *Finance d'entreprise*, DAILOZ, Paris, 2010, P.876.

على مراقبة مسيري المؤسسة، وكذلك تكاليف الالتزام لتبرير القرارات المتخذة من طرف الوكيل، وتعبير التكاليف المتبقية عن تكاليف الفرص البديلة.

كما وضح Easterbrook أن نوعين من تكاليف الوكالة هي المفسر الأساسي لسياسة التوزيعات، والمتمثلة في تكاليف الرقابة على المسيرين إضافة إلى تكلفة البغض من مشاركة المسيرين، كما أعرب على أن بقاء المؤسسة في السوق المالي إنما تضمنه توزيعات الأرباح، وذلك لكون تكلفة الرقابة على المسيرين تكون متاحة بأقل تكلفة ممكنة، كما يمكن أن تستخدم كذلك في تقييم المخاطرة التي يتحملها كل من المسيرين والمستثمرين⁽¹⁾.

ومما سبق يتبين أن سياسة التوزيعات قد تشكل طريقة تسمح للمساهمين بمراقبة قرارات المسيرين وأداء المؤسسة، ففي حالات رفع رأس المال وإجراءات التوزيعات يكون على المسيرين مواجهة سوق رأس المال وخاصة عند الاقتراض، والتي يتم فيها مراجعة وتدقيق القرارات المالية والتشغيلية المتخذة من قبل المستثمرين من طرف خبراء بنوك الاستثمار⁽²⁾، وهذا لتغطية الاستثمار بعد ذلك دراسة الوضع المالي للمؤسسة واتجاهاتها المستقبلية، مما يفرض أثر بالغ للمستثمرين في قرارات الإدارة، وهذا سواء بالامتناع عن شراء اصدارات المؤسسة أو بيع أسهمها في حال عدم موافقة القرارات المتخذة لتطلعاتهم أو كذلك من خلال التصويت. وفي الأخير يمكن القول أن توزيعات الأرباح تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة، كما تلعب دورا رقابيا هاما على المسيرين من خلال سوق رأس المال.

خامسا: نظرية أثر الزبون

تستند هذه النظرية إلى أن المؤسسة لا يجب أن تشغل نفسها بسياسة التوزيعات، وذلك لتباين رغبات المستثمرين بشأن تفضيلاتهم للتوزيعات أو الأرباح. وبالتالي يجب على المؤسسة أن تحدد سياسة توزيعاتها التي بالضرورة سوف تحوذ إعجاب مجموعة من المستثمرين التي يفضلون تلك السياسة، ومن ثم يتجه هؤلاء المستثمرون إلى شراء أسهم تلك المؤسسة، ويزداد الاقبال على أسهم المؤسسة كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة التوزيعات التي تتبعها المؤسسة وهو ما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لتلك المؤسسة.

والآن إذا فرض أن أحد المؤسسات تقضي سياسة التوزيعات التي تتبعها بتوزيع 100% من الأرباح على المساهمين فإن تلك السياسة سوف تجذب المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على التوزيعات لاستخدامها لأغراضهم الاستهلاكية. إلا أن المؤسسة قررت تغيير سياستها إلى احتجاز الأرباح بالكامل، في هذه الحالة أصبحت سياسة التوزيعات لا تناسب المساهمون الحاليين في أسهم المؤسسة مما يدفعهم الى التخلص من جزء من

¹ Frank H Easterbrook, **Two Agency Cost Explanations of Dividends**, The American Economic Review, Vo .74, NO.4, 1984, P.P 650.659.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص.232.

أسهمهم للحصول على نقدية وذلك كبديل للتوزيعات أو بيع أسهمهم بالكامل والبحث عن مؤسسة تناسب توزيعها احتياجاتهم⁽¹⁾.

لهذا يجب على المؤسسات أن لا تغير بشكل متكرر من سياسة توزيع الأرباح لديها، الا إذا كان هناك سبب جيد يتعلق بالعمل مع وجود مستثمرين بحجم كاف يفضلون سياسة التوزيع الجديدة، هذا ما سيؤدي الى زيادة قيمة السهم⁽²⁾. وإلا سوف يؤدي بيع المساهمون الحاليون لأسهمهم مع عدم توافر العدد الكافي من المستثمرين الراغبين في شراء تلك الأسهم إلى انخفاض قيمة أسهم المؤسسة في السوق⁽³⁾.

هذا من جهة، لكن من جهة أخرى وباعتبار المستثمر رشيد فهو يسعى جاهدا إلى تخفيض قيمة الضرائب المدفوعة، هذا الأمر سيدفع به الى تفضيل سياسة التوزيعات التي يترتب عنها أقل قيمة للضرائب، وغالبا ما يميل إلى الأرباح المحتجزة والتي تحقق له هذا المبتغى، إضافة إلى ذلك فانه وفي غياب تكاليف الصفقات بإمكان المستثمر اقتناء أسهم المؤسسات التي تكون لها سياسة التوزيعات تلائمه، لهذا يسعى المستثمرون الى تنوع محافظهم المالية.

وعلى ذلك يكون التأثير الوحيد للمؤسسة من جراء انتهاج سياسة معينة هو اجتذاب عميل خاص ومعين، ينشد هذه السياسة المتبعة من المؤسسة والمستوى المقرر من التوزيعات، في حين يترتب عن تغيير هذه السياسة اجتذاب نوع اخر من العملاء.

غير أن لجوء المستثمر إلى تغيير المؤسسة التي يستثمر فيها قد تخلو من الحكمة وتتصف بعدم الكفاءة والمرونة، ويرجع سبب ذلك إلى⁽⁴⁾:

- وجود تكاليف الصفقات أو نفقات السمسرة.
- احتمالية خضوع المستثمر الراغب في بيع اسهمه للضريبة على الأرباح.
- احتمالية وجود قصور في عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار بالمؤسسة الجديدة التي طبقت سياسة توزيعات جديدة، الأمر الذي قد يفرض على الإدارة رفض تغيير سياسة التوزيعات، الذي قد ينتج عنه انخفاض قيمة اسهمها.

سادسا: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

كما رأينا سابقا هناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين والمستثمرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح، حيث اختلفت هذه النظريات بين مؤيدة ومعارضة اتجاه تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة

¹ محمد صالح الحناوي وإبراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص.424.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.460.

³ محمد صالح الحناوي وإبراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص.425.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 230.

المؤسسة في ظل ظروف التأكد وعدم التأكد⁽¹⁾، ولتفسير هذا التأثير جاءت عدة نظريات منها نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر وموديكلياني والتي تقتضي بأنه لا تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي المقابل ترى نظرية عصفور في اليد لجوردن ونشر أنه كلما زاد توزيع الأرباح ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة، وكلما انخفض توزيع الأرباح تراجعت القيمة السوقية متجاهلة في ذلك المزايا الجبائية وهو منطلق نظرية التفضيل الضريبي حيث ترى هذه الأخيرة أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة والعكس صحيح.

وتقدم سياسة توزيع الأرباح حلاً لمشكلة عدم التأكد التي يعاني منها المستثمر سياسة توزيع الأرباح حيث يمكن للمسيرين التأثير على السوق المالي من خلال ارسال سياسة توزيع الأرباح لمعلومات أو اشارات تؤدي الى ترجمتها على أن المؤسسة تتمتع بأداء جيد.

كما أظهرت نظرية الوكالة بأن توزيع الأرباح في حالة العسر المالي يؤدي إلى تخوف من قبل المستثمرين وبالتالي ظهور تكاليف الوكالة من جهة الصراع بين المستثمرين والمسيرين.

حيث تعتبر هذه النظريات واقعية في بعض فرضياتها، فمحملها حاولت تفسير سلوك المسيرين والمستثمرين اتجاه توزيع الأرباح أو احتجازها وتأثيرها على القيمة السوقية، حيث أن المسيرين عموماً يجدون تداخل في المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها من منطلق مبدأ تعظيم المنفعة وتحقيق فرص نمو أفضل، فتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يترتب عليه انخفاض في فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم وبذلك تنخفض القيمة السوقية والقيمة الكلية للمؤسسة بالتبعية، أما احتجاز الأرباح والقيام باستثمارها في المشاريع التي يكون فيها معدل العائد المتوقع يفوق معدل العائد المطلوب يجعل من المستثمرين في حالة رضی وعدم الاعتراض عن قرار احتجاز الأرباح وكذلك تفادي المؤسسة لتكاليف الضرائب العالية التي تفرض على التوزيعات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة النمو وبالتالي ارتفاع في القيمة السوقية والقيمة الكلية للمؤسسة بالتبعية.

أما المستثمرون فينظرون إلى توزيع الأرباح على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة فالمستثمرون لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة ومن ثم فإنهم ينظرون إلى توزيع الأرباح على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه المؤسسة وعن وضعيتها الحالية والمستقبلية.

وفي هذه الحالة فإن الارتفاع الحاصل في التوزيع يصاحبه ارتفاع في القيمة السوقية للسهم والانخفاض في توزيع الأرباح يصاحبه أيضاً انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وفي بعض الأحيان تكون أفضليات المستثمرين هي السبب وراء ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، فمنهم من يفضل نسبة أعلى من توزيع الأرباح في حين نجد الآخرون لا يحتاجون إلى توزيع أرباح كدخل جاري ويفضلون احتجازها وإعادة استثمارها في المؤسسة ذاتها. فإن انتهجت المؤسسة لسياسة احتجاز

¹ بريش عبد القادر وبدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص.21.

الأرباح فإن المستثمرون الذين يرغبون بتوزيع الأرباح يتجهون لبيع أسهمهم وشراء أسهم في مؤسسات تكون نسبة توزيع الأرباح فيها مرتفعة، فقيام المستثمرون بهذه الخطوة قد يفسر في السوق على أنه إشارة عن وضعية غير مريحة للمؤسسة وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة وقيمتها الإجمالية بالتبعية.

ومن جهة أخرى، إذا قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح فإن المستثمرون سيتلقون أموال لا يرغبون في الحصول عليها، مما يضطرهم للقيام ببيع أسهمهم حيث تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة بالانخفاض⁽¹⁾.

عموما سواء كانت سياسة توزيع الأرباح منتظمة أو مستقرة مرتفعة أو منخفضة فهي تعتبر المعيار الأساسي الذي ينظر اليه المستثمرون ويجذبهم الى المؤسسة.

¹ امجد ابراهيم البراجعة، مرجع سبق ذكره، ص. 33.

خلاصة :

سياسة توزيع الأرباح هي ذلك الجزء من الأرباح السنوية المحققة الواجب دفعها للمساهمين، حيث تعد من بين القرارات المالية الاستراتيجية العامة في المؤسسة والتي تؤثر على قيمة المؤسسة وعلى مستقبل أسهمها في السوق المالي، فظهورها لم يكن نتيجة تطور عشوائي وإنما بتفاعل العديد من الآراء التي نتجت عنها مجموعة من النظريات والتي كانت في مجملها متناقضة مع بعضها البعض حول دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة المؤسسة وتحديد القيمة السوقية لأسهمها والأمر راجع إلى بعض العوامل التي كانت تميز كل نظرية والافتراضات التي تستند إليها.

الفصل الثالث

دراسة حالة المؤسسات

المدرجة في السوق

المالي السعودي

تمهيد :

بعد التطرق في الجانب النظري، إلى الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة سيتم من خلال هذا الفصل اختبار مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2010-2014، حيث سيتم اختبار كفاءة السوق المالي السعودي لمعرفة أثر المعلومة المنشورة من طرف المؤسسات على سلوك المستثمرين والقيمة السوقية للسهم، ثم بناء نموذج إحصائي يوضح تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: التعريف بالسوق المالي السعودي.
- المبحث الثاني: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي.
- المبحث الثالث: بناء النموذج وتحليل النتائج.

المبحث الأول: التعريف بالسوق المالي السعودي

تشير كثير من الدراسات بأن السوق المالي السعودي من بين أكبر الأسواق المالية العربية حجماً وتطوراً، وهو من بين الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مالية ضخمة وحجم تداول كبير، كما يتمتع بشبكة معلومات قوية وعدد شركات مدرجة لا بأس به.

المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية

سوف يتم من خلال هذا المطلب اعطاء صورة عامة عن مجتمع الدراسة، ووصف عينة الدراسة والشروط الواجب توفرها في المؤسسة لتشكيل العينة التي سيتم اختيارها واعطاء تصميم للدراسة الاختبارية وتحديد معالمها.

أولاً: مجتمع الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي والتي تعتبر من أهم الأسواق المالية العربية من حيث وجود تنظيم وحجم تداول، عدد المؤسسات المدرجة....إلخ.

ثانياً : عينة البحث

تتمثل عينة الدراسة في 24 مؤسسة مدرجة بالسوق المالي السعودي مختارة وفقاً لشروط معينة موزعة بين القطاعات المختلفة للسوق والجدول التالي يوضح التوزيع القطاعي لمؤسسات العينة.

جدول رقم (3-1): التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

عدد المؤسسات في العينة	القطاع
2	قطاع البنوك
2	البتر وكيمواويات
2	الإسمنت
2	التجزئة
2	الطاقة
2	الزراعة والصناعات الغذائية
2	الاتصالات
2	الاستثمار الصناعي
2	التشييد والبناء
2	التطوير العقاري
2	الاستثمار المتعدد
2	النقل
24	المجموع

وقد تم استبعاد كل من قطاع التأمين، قطاع الإعلام، النشر، قطاع الفنادق والسياحة لعدم توفر المعلومات والبيانات حول التوزيعات النقدية والقوائم المالية الخاصة بسنتي 2010 و2011.

ثالثاً: مبررات اختيار العينة

لقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية :

- البيانات المنشورة عنها من نوع PDF ومتاحة خلال سنوات الدراسة.
- لم يتم توقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.
- تعتبر من بين المؤسسات التي لها قيمة لا بأس بها.
- اختيار مؤسسات قامت بتوزيع أرباحها خلال فترة الدراسة.

رابعاً : حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة من 2010 - 2014 والتي تعتبر نوعاً ما فترة كافية لمعرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالسوق المالي السعودي وما يميز هذه الفترة عدم وجود أزمة مالية والتي قد تخل بنتائج الدراسة.

أما الحدود المكانية فتتمثل في السوق المالي السعودي والذي يعتبر من بين أهم الأسواق المالية العربية والذي يتميز بالنشر والإفصاح المنتظم للمعلومات والبيانات.

خامسا: مصادر المعلومات

تم تجميع البيانات حول المؤسسات محل الدراسة من المواقع الإلكترونية للسوق المالي السعودي، وكذلك التقارير السنوية التي ينشرها صندوق النقد العربي والمعلومات المنشورة في المقالات الدورية ومجلات السوق المالي السعودي وهذا على اعتقاد أن المعلومات المنشورة في المواقع الرسمية على الأنترنت تتمتع بمصداقية.

سادسا: متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة المؤسسة، وذلك على مستوى كل المؤسسات محل الدراسة والتي سيتم استخدامها في اختبار فروض البحث.

1- المتغير التابع (Vm): يمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها وهو يعكس القيمة الإجمالية للمؤسسة.

2- المتغيرات المستقلة: تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية هي:

أ- نصيب السهم من التوزيعات (DPA): ويعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالا من طرف المؤسسات ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم المصدرة.

ب- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR): وهي عبارة عن القيمة التي تحتجزها المؤسسة من الأرباح لعدة أسباب، ويتم حسابه بقسمة الأرباح المحتجزة على عدد الأسهم المصدرة.

ج- ربحية السهم الواحد (BPA): يمثل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل سهم أصدرته المؤسسة، ويحسب بقسم صافي الأرباح على عدد الأسهم التي أصدرتها المؤسسة.

3- الخطأ العشوائي: يرجع وجود الخطأ إلى عدة أسباب منها:

✓ إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.

✓ الصياغة الرياضية الغير سليمة للنموذج.

سابعا: الأسلوب والأدوات الإحصائية المعتمدة

تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، معامل بيرسون، معامل التحديد، دارين واتسون، جداول ستودنت وفيشر.

لاختبار فرضيات الدراسة ودراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة وذلك بالاعتماد على البرنامج

الإحصائي، SPSS 20 – Eviews 7.

ثامنا : فرضيات الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى اختيار مدى صحة الفرضيات التالية :

- H1: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نصيب السهم من التوزيعات DPA والقيمة السوقية للسهم Vm.
- H2: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة BNR والقيمة السوقية للسهم Vm.
- H3: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين ربحية السهم الواحد BPA والقيمة السوقية للسهم Vm.
- H4: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

تاسعا: كيفية قياس متغيرات الدراسة

لدراسة اشكالية الموضوع داخل السوق المالي السعودي تم اختيار عينة تتكون من 24 مؤسسة من قطاعات مختلفة خلال فترة 5 سنوات، ومن أجل دراسة هذا التأثير تم الاعتماد على برنامج spss، وبغرض ادخال المتغيرات المستقلة(نصيب السهم من التوزيعات، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة و ربحية السهم الواحد) والمتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) لعينة الدراسة تم احتساب المتوسط الحسابي لمتغيرات العينة. (أنظر الملاحق من 1 إلى 5).

1- تعيين نموذج الانحدار الخطي البسيط

لتحديد نموذج الانحدار البسيط يجب تحديد شكله الرياضي أولاً واختبار معلمات النموذج.

- تحديد الشكل الرياضي للنموذج:

يتمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج خطي بسيط حيث تعطى الصيغة الرياضية له في شكل معادلة على النحو التالي :

$$Y = a + bx + u$$

بحيث:

U: يمثل حد الخطأ للنموذج ليحل محل المتغيرات التي تؤثر على النموذج والتي لم يتم اخذها لأسباب معينة.

X: يمثل المتغير المستقل.

Y: يمثل المتغير التابع.

- تقدير معلمات النموذج:

يمكن صياغة نموذج الانحدار البسيط على شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى كما يلي :

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + U_t$$

حيث أن:

Y_t : يعبر عن قيمة المشاهدة t للمتغير الثابت.

X_t : يعبر عن قيمة المشاهدة t للمتغير المستقل.

$\beta_0 \beta_1$: معلمات النموذج وهما مجهولتان القيمة.

U_t : حد الخطأ.

• اختبار معلمات النموذج:

تتم عملية اختبار معلمات النموذج من خلال اختبارها اقتصادياً ثم إحصائياً لتتم الموافقة على استخدامها أم لا.

✓ اختبار معلمات النموذج اقتصادياً:

وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع اشارات ومقادير المعلمات المقدرة فإذا جاءت هذه المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقاً فإن هذا يمكن أن يكون مبرراً لرفض المعلمات المقدرة.

✓ اختبار معلمات النموذج إحصائياً:

يساعد هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعلمات، كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج

➤ اختبار إحصائية t :

يعتمد اختبار ستودنت t على نوعين من الفرضيات:

- الفرضية العدم: تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين x و y :

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

- الفرضية البديلة: تنص على وجود علاقة بين المتغيرين x و y :

$$H_0: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$$

يستخدم اختبار ستودنت t عند مستوى معنوية معينة ودرجة حرية $n-k$ والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

✓ بالنسبة لـ $\hat{\beta}_1$:

$$t\hat{B}_1 = \hat{B}_1 / S_{B_1} \quad S_{B_1} = \sqrt{S_{B_1}^2} = \sqrt{S_{e_i}^2 / \sum x_i^2} \quad S_{e_i}^2 = \sum e_i^2 / (n - 2)$$

حيث أن

\hat{B}_1 القيمة التقديرية للحقيقية

S_{B_1} : الانحراف المعياري للمعلمة المقدرة.

$S_{B_1}^2$: تباين .

$S_{e_i}^2$ تباين الخطأ .

✓ بالنسبة لـ: $\hat{\beta}_0$

$$S_{\hat{\beta}_0} = \sqrt{S_{\hat{\beta}_0}^2} = \sqrt{S_{e_i}^2 \left[\frac{1}{n} + \frac{\bar{x}^2}{\sum x_i^2} \right]}$$

$$S_{e_i}^2 = \sum e_i^2 / (n - k)$$

وبعد احتساب قيمة t تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة حرية $(n-k-1)$ ومستوى معنوية (α) لتحديد قبول أو رفض الفرضية العدم، فإذا كانت قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية ترفض الفرضية العدم، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية احصائية، وبالعكس في حالة كون t المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية تقبل فرضية العدم أي عدم معنوية المعلمة المقدرة.

- اختبار جودة الارتباط R^2 :

يستخدم هذا الاختبار معامل التحديد R^2 كمؤشر لاختبار جودة الاختبار، ويعد هذا المؤشر أساس تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومعامل التحديد هو نفسه مربع معامل الارتباط ما بين المتغيرين بالنسبة لنموذج الانحدار الخطي البسيط.

- اختبار احصائية فيشر F :

لاختبار معنوية النموذج ككل يستخدم اختبار فيشر F ويعتمد هو الآخر على نوعين من الفرضيات :

- الفرضية العدم: وتنص على عدم وجود معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل

$$H_0: \beta_1 = 0$$

- الفرضية البديلة: وتنص على وجود علاقة معنوية من الناحية الاحصائية بين المتغير التابع والمتغير المستقل

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$F = \frac{\sum \hat{y}_i^2 / k}{\sum e_i^2 / (n - k - 1)}$$

إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من F الجدولية نفرض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن النموذج له معنوية كلية.

● التوقعات القبلية:

من الممكن أن تكون العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع وفقاً للنظرية أو الواقع الاقتصادي كما يلي:

✓ هناك علاقة طردية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للسهم.

✓ هناك علاقة طردية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية للسهم.

✓ هناك علاقة طردية بين ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للسهم.

2- نموذج الانحدار الخطي المتعدد

لتحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد يجب تحديد شكله الرياضي أولاً واختبار معلمات النموذج.

• تحديد الشكل الرياضي للنموذج:

يتمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج خطي متعدد حيث تعطى الصيغة الرياضية له في شكل

معادلة على النحو التالي:

$$Y = a + bx + cx + u$$

حيث:

u: يمثل حد الخطأ للنموذج ليحل محل المتغيرات التي تؤثر على النموذج والتي لم يتم أخذها لأسباب معينة.

X: يمثل المتغيرات المستقلة.

Y: يمثل المتغير التابع.

• تقدير معلمات النموذج:

يمكن صياغة نموذج الانحدار المتعدد على شكل معادلة خطية بالشكل التالي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \beta_2 X_t + \dots + U_t$$

حيث أن:

Y_t : يعبر عن قيمة المشاهدة t للمتغير الثابت.

X_t : يعبر عن قيمة المشاهدة t للمتغير المستقل.

$\beta_0, \beta_1, \beta_2$: معلمات النموذج وهم مجهولين القيمة.

U_t : حد الخطأ.

• اختبار معلمات النموذج:

تتم عملية اختبار معلمات النموذج من خلال اختبارها اقتصادياً ثم احصائياً لتتم الموافقة على استخدامها

أم لا.

✓ اختبار معلمات النموذج اقتصادياً :

وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع اشارات ومقادير المعلمات المقدرة فإذا جاءت هذه

المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقاً فإن هذا يمكن أن يكون مبرراً لرفض المعلمات المقدرة.

✓ اختبار معلمات النموذج احصائياً:

يساعد هذا الاختبار في تحديد المعنوية الاحصائية للقيم المقدرة للمعاملات، كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

- اختبار احصائية t:

يعتمد اختبار ستودنت t على نوعين من الفرضيات الخاصة بمعلمات النموذج وتكون على النحو التالي:

- الفرضية العدم: تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين X و y:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$$

- الفرضية البديلة: تنص على وجود علاقة بين المتغيرين X و y:

$$H_0: \beta_0 \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq 0$$

يستخدم اختبار ستودنت t عند مستوى معنوية معينة ودرجة حرية n-k والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$t\hat{\beta}_1 = \frac{\hat{\beta}_1}{\delta \hat{\beta}_1} \quad \checkmark \text{ بالنسبة لـ } \hat{\beta}_1$$

$$t\hat{\beta}_2 = \frac{\hat{\beta}_2}{\delta \hat{\beta}_2} \quad \checkmark \text{ بالنسبة لـ } \hat{\beta}_2$$

$$t\hat{\beta}_0 = \frac{\hat{\beta}_0}{\delta \hat{\beta}_0} \quad \checkmark \text{ بالنسبة لـ } \hat{\beta}_0$$

مصفوفة التباين والتباين المشترك هي من الشكل:

$$V(\hat{B}) = \delta_\varepsilon^2 (X' X)^{-1}$$

$$\delta_\varepsilon^2 = \frac{\sum ei^2}{n-k} = \frac{SCR}{n-k} = \frac{\sum y^2 - \hat{B}' X' y}{n-k}$$

بعد احتساب قيمة t المحسوبة يتم مقارنتها مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، فإذا

كانت t المحسوبة < t الجدولية عند مستوى معنوية معينة وعند درجة حرية (n-k) نرفض الفرضية العدم H₀ ونقبل الفرضية البديلة H₁ أي أن المعلمات لها معنوية احصائية والعكس صحيح.

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يستعمل معامل التحديد R² واختبار فيشر F لاختبار جودة توفيق النموذج الخطي العام ولقياس القوة

التفسيرية للنموذج، ومعنى آخر اختبار المعنوية الكلية للنموذج.

✓ اختبار جودة الارتباط R^2 :

تعتمد جودة الارتباط على معامل التحديد والذي يعد أساس تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، مع مراعاة معامل التحديد المصحح $R - \text{deux ajusté}$,

✓ اختبار إحصائية فيشر F :

كما هو الشأن بالنسبة للنموذج الخطي البسيط، يتم اختبار المعنوية الإحصائية لكل المقدرات في آن واحد وذلك باعتماد على إحصائية F التي تهدف إلى قياس مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي معنوية الانحدار ككل من خلال الفرضيتين التاليتين:

- الفرضية العدم: تنص على انعدام العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي :

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$$

- الفرضية البديلة: تنص على وجود على الأقل معامل من بين المعاملات التي يتضمنها النموذج غير معدوم أي:

$$H_0 : \beta_0 \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq 0$$

دون الأخذ بعين الاعتبار الحالة التي يكون فيها الحد الثابت β_0 معدوم، وهذا لأن الذي يهم هو المتغيرات المستقلة وأن النموذج الذي يحتوي على الحد الثابت فقط معنوي ليس له أي معنى من الناحية الإحصائية.

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي :

$$F = \frac{\frac{\sum(\hat{Y}_i - \bar{Y})^2 / K}{\sum e_i^2 / (n - k - 1)}}{(1 - R^2) / (n - k - 1)}$$

بعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية، فإذا كانت قيمة F المحتسبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، هذا يعني أن النموذج تفسيري كلياً وله معنوية كلية أي أن هناك متغير مفسر واحد على الأقل له علاقة بالمتغير التابع والعكس صحيح.

• اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

يعتبر اختبار دربن واتسن من أكثر الاختبارات الخاصة بالارتباط الذاتي شيوعاً ودقة، حيث يستعمل للتأكد من وجود أو عدم ارتباط ذاتي للأخطاء من الرتبة الأولى، وهو عبارة عن النسبة بين مجموع مربع هذه الأخطاء.

• التوقعات القبلية:

من الممكن أن تكون العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع وفقاً للنظرية أو الواقع الاقتصادي

كما يلي:

✓ هناك علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: ماهية السوق المالي السعودي

للتعريف بالسوق المالي السعودي، سيتم التطرق إلى كل من نشأته، سماته، أهدافه وإجراءات التداول فيه.

أولاً: نشأة السوق المالي السعودي

إن بداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954م تم تأسيس شركة الإسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء، وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة.

ويمكن تحديد بداية ظهور السوق المالي السعودي إلى نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج مؤسسات الكهرباء في مؤسسة موحدة للكهرباء، مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم.

لقد تم إدراج السوق المالي السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل، وتعتبر هذه الخطوة اعترافاً بأهمية السوق المالي السعودي ومكانته من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي.

صدر المرسوم الملكي رقم 08/1230 في 17/01/1403 الموافق ل 23 نوفمبر 1984م القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، هذا وقد أسندت الإدارة الرقابية على الأسهم لمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) مهمة المراقبة والإشراف اليومي على عملية تداول الأسهم السعودية اعتباراً من مطلع عام 1985م⁽¹⁾.

لقد شهد السوق المالي السعودي ابتداءً من عام 1985م إلى يومنا هذا سنوات حافلة بالتطوير والإنجازات على كافة المستويات، وقد وصل السوق خلالها لمرحلة متقدمة من الأداء والتشغيل والكفاءة المالية. وقد كان النظام الآلي المطبق في المملكة الذي بدأ تطبيقها عام 1990م من بين أوائل أنظمة التداول الإلكتروني

¹ نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي، تاريخ الاطلاع: 2015/04/01، متوفر على الرابط:

في العالم، وقد شهد هذا النظام نقلة نوعية جديدة له عندما تم تطويره وإدخال تقنيات متقدمة وإضافة مزايا وخصائص جديدة عليه في 2001/10/06⁽¹⁾.

ولقد كانت مؤسسة النقد العربي (ساما) مسؤولة عن ممارسة الرقابة على السوق من 1984م إلى 2003م وفي يوليو 2003م نقلت هذه السلطة إلى هيئة السوق المالي، التي تقوم الآن بدور المنظم والمراقب الوحيد لأسواق المال السعودية. وتصدر القواعد والأنظمة الضرورية لحماية المستثمرين، وضمان الإنصاف والكفاءة في تشغيل الأسواق.

كان السوق المالي السعودي لسنوات عدة مفتوح فقط للمواطنين السعوديين، وفي ديسمبر 2007م كجزء من التحركات الرامية إلى إنشاء سوق مشترك لدول مجلس التعاون الخليجية، فتح السوق تداول أبواها لمواطني دول المجلس، وبالرغم من أن مشاركتهم ظلت محدودة بسبب ميلهم للتركيز على الأسواق المحلية، وحتى عام 2008م لم يكن بمقدور الأجانب غير العرب غير المقيمين في المملكة المشاركة في السوق إلا من خلال عدد قليل من صناديق الاستثمار المشترك، ولكن هيئة السوق المالي

وافقت في عام 2008م على قواعد جديدة تسمح بموجها للأجانب غير العرب بالاشتراك في الإلتجار بالأسهم من خلال ترتيبات المبادلات مع وسطاء محليين، تعتمدهم هيئة السوق المالية وتصدر تراخيصهم. وفي نوفمبر 2008م قررت الهيئة جعل الإعلان عن الأرباح إلزاميا في حالة الشركات المسجلة، بعد أن كان في السابق اختياريا.

وقد تحقق تقدم أكثر وضوحا فيما يتعلق "بالتأشير"، أي الإلتجار في مؤشر لمجموعة من الأسهم من خلال صناديق التداول، وفي جويلية 2009م أصبحت مؤشرات "داوجونز" الأمريكية الجهة الدولية الأولى التي تطرح مؤشرات في "تداول"، ويقدم "الداو" الآن أربعة مؤشرات سعودية مبنية على بيانات فورية وأسعار فورية من المملكة. كما توصلت ستاندارد آندبورز وبلومبرغ إلى اتفاقات مماثلة لطرح مؤشرات للتداول في السوق.⁽²⁾

ثانيا: سمات السوق المالي السعودي

يتمتع السوق المالي بجملة من الخصائص والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:

- في السوق المالي السعودي لا يتم التداول إلا على أسهم المؤسسات السعودية.

¹ حماد بن عبد الله السحيمي، سوق الأسهم السعودية: مسيرة حافلة بالتطور والإنجازات، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، خريف 2002، ص.02.

² سامبا سلسلة التقارير: "السوق المالية السعودية": مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، والتوقعات للفترة المقبلة، ديسمبر 2009، ص.4-9، تاريخ الاطلاع 2015/04/01، متوفر على الرابط :

- الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس تعاون الخليج العربي بالإضافة إلى المقيمين ومن غير السعوديين داخل المملكة، فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المؤسسات المدرجة في قائمة السوق السعودي، ومع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق الاستثمار المشترك.
- هناك جزء معتبر من أسهم المؤسسات المدرجة في السوق مملوكا للحكومة السعودية، كما أن قسماً من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحياناً وتقلل من حصة الأسهم المتداولة للمؤسسات المدرجة.
- هناك عدد من العوامل التي يمكن أن تسهم في إعطاء السوق عمقاً أكبر وتنوعاً في فرص الاستثمار منها:
 - ✓ إمكانية توجه الحكومة نحو خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شراكات إستراتيجية أو بيع جزء من المساهمات إلى جمهور المتعاملين بالسوق، وهو الأمر الذي تم العمل به.
 - ✓ إن الفرصة أصبحت أكثر ملائمة لتحويل عدد من المشاريع التي تزاوّل أعمالها كمؤسسات أفراد أو مؤسسات مساهمة خاصة للتحويل إلى مؤسسات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمات الملاك لأفراد أو شركاء جدد وإدراج هذه المؤسسات في السوق المالي.
 - ✓ إضافة إلى ذلك فإن الفرصة أصبحت مواتية لأن ترى في إنشاء مؤسسات جديدة في قطاعات مازالت واعدة مثل قطاع البنوك.

ثالثاً: أهداف السوق المالي السعودي

يهدف السوق المالي السعودي إلى ما يلي⁽¹⁾:

- 1- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية:
 - إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية.
 - ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق.
 - دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الشفافية الاستثمارية لدى المستثمرين.
 - تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائها من الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم.
 - تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
- 2- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية :

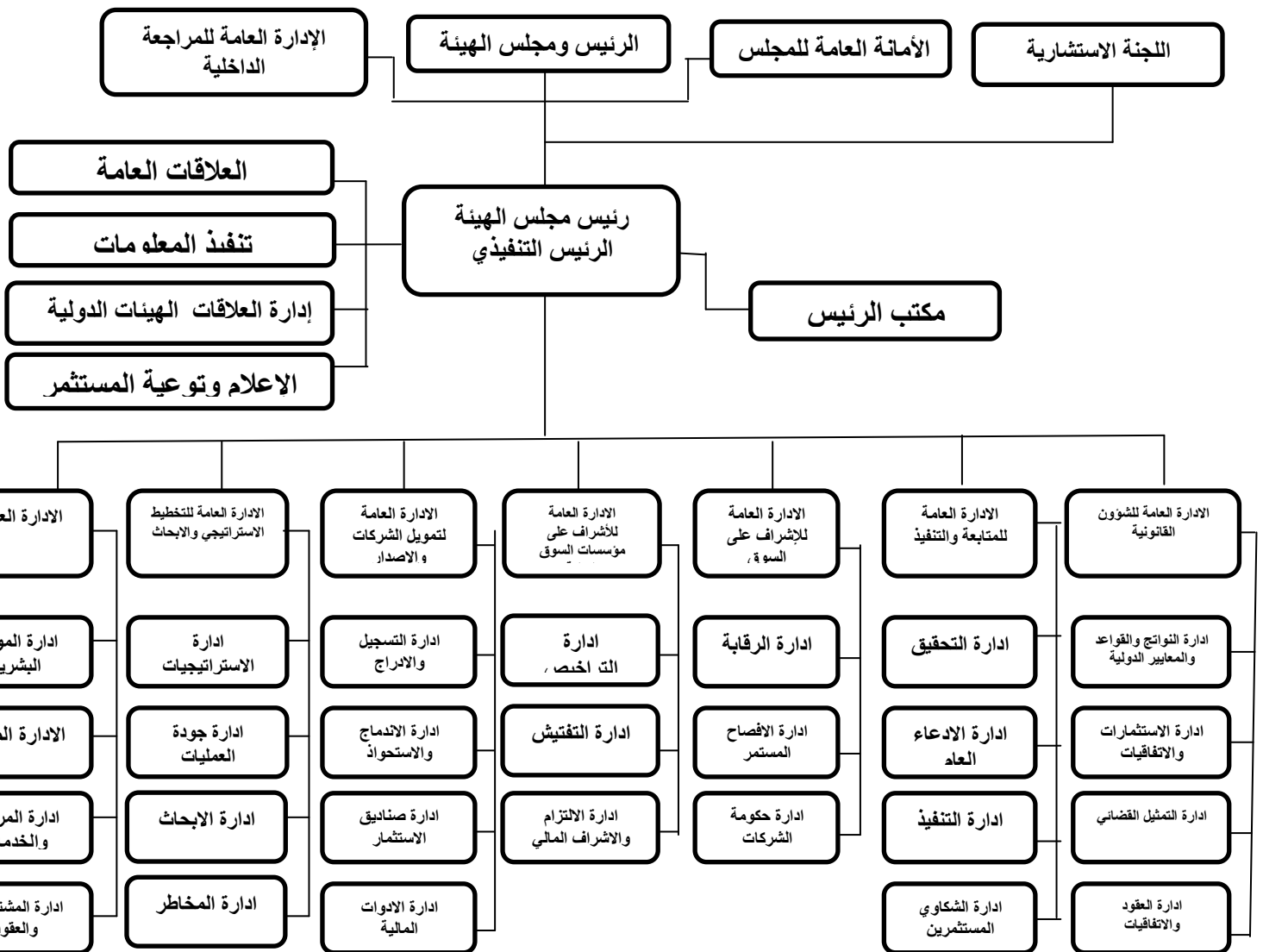
¹ السوق المالية السعودية، نبذة عنا، تاريخ الاطلاع: 2015/04/01 متوفر على الرابط :

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tut/p/co/04/sb8k8xllm9msszpy8xbz9cpos3g_AewIE8TIwMLj2AXA0_vqGNzy18g18RcPzixSl8g21ERABTII2M/

- توفير الآليات المناسبة للمؤسسات للحصول على التمويل اللازم.
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.
- تحقيق عوائد مالية مجزئة للمؤسسة ومساهمتها.

رابعاً: إدارة وتنظيم السوق المالي السعودي

الشكل رقم (1-3): الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي⁽¹⁾



¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، تاريخ الاطلاع / 2015/04/02، متوفر على الرابط:

<http://cma.org.sa/ar/publication/reports/doclib/CMA%20Arabi%2010%2011%20fini.pdf>

نلاحظ من الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودية أنه في القمة يوجد رئيس مجلس الهيئة، وهي تكون أعلى سلطة من الرئيس التنفيذي الذي يعتبر أحد أعضائها، كما يحتوي الهيكل التنظيمي على كل من وظيفة المراجعة الداخلية والأمانة العامة للمجلس اللذان يتوسطان بين رئيس مجلس الهيئة والرئيس التنفيذي. كما أخذ الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي التقسيم على أساس الإدارات ونذكر منها:

- الإدارة العامة للشؤون القانونية.
- الإدارة العامة للمتابعة والتنفيذ.
- الإدارة العامة للإشراف على السوق.

المطلب الثالث: إجراءات التداول في السوق المالي السعودي

لكل سوق إجراءات تداول خاصة به، لذلك سيتم التعرض في هذا المطلب إلى إجراءات التداول الخاصة بالسوق المالي السعودي.

للقيام بعملية التداول في السوق المالي السعودي لابد من⁽¹⁾:

- يقوم المستثمر بتقديم أوامر البيع أو الشراء مباشرة عند البنك الذي يفتح فيه حساب التداول، ويمكن تقديم الأوامر مباشرة عند زيارة البنك، أو من خلال قنوات أخرى مثل الأنترنت، هذه الأوامر هي بمثابة اتفاقيات بين البنك والمستثمر لتنفيذ عملية تجارية معينة، يقوم نظام تداول تلقائياً بالتأكد من توفر الأسهم في حساب البائع في حالة البيع ومن صحة بيانات المستثمر.
- يتم إدخال الأوامر إلى نظام إدارة الأوامر في البنك، مما يتيح للبنك فرصة أفضل لإدارة أوامر المستثمرين ومتابعتها وتبعا لحالة السوق ومتطلبات المستثمر فإنه يتم تحويل الأوامر من نظام إدارة الأوامر في البنك إلى نظام تداول عبر شبكة اتصالات سريعة.
- يعمل نظام تداول على مطابقة الأوامر حسب السعر، ومن ثم وقت الإدخال وهناك العديد من أنواع الأوامر والشروط الخاصة يمكن للمستثمر استخدامها، وأما الأوامر التي لم تنفذ فتبقى في نظام تداول إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها أو أن تسحب من السوق أو أن تنتهي صلاحيتها.
- ويتم تنفيذ الصفقات من الأوامر التي تطابقت، ومن ثم نقلها آلياً، إلى مركز إيداع الأوراق المالية لإكمال عمليات نقل الملكية والتقاص بين البنوك.

¹ سوق الأسهم السعودية، نبذة عنا، تاريخ الاطلاع : 2015/04/02، متوفر على الرابط :

- عند انتهاء الصفقة تنتقل الأسهم مباشرة من حساب البائع إلى حساب المشتري، ويتطلب تداول الشهادات إيداعها في حسابات العملاء مسبقاً، أما تحويل المبالغ فيتم من خلال النظام السعودي للتحويلات المالية السريعة.

المبحث الثاني: دراسة كفاءة السوق المالي السعودي

برز نقاش واسع حول مدى كفاءة السوق المالي السعودي، والمشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في هذه السوق، وقد كان من غير الممكن تبني أي من الافتراضات والآراء التي صدرت بشأن كفاءة السوق المالي السعودي كمسلمات دون تخمين معقول، وخاصة تلك التي تعتمد على مجرد القراءة السطحية للسوق، والتي يشير الكثير منها إلى عدم كفاءة السوق المالي السعودي ومعاناتها من العديد من الاختلالات الهيكلية ومن جهة أخرى كان من غير الممكن الاكتفاء بالنظرة التفاضلية للبعض الآخر، والتي مفادها أن تقلبات السوق الحالية ماهي إلا مجرد هزات عابرة لا تلبث أن تزول بزوال الظروف الطارئة المسببة لها.

لذلك سيسعى هذا المبحث إلى مواجهة هذا الجدل من خلال تبني النماذج التطبيقية الأكثر شيوعاً لاستقصاء مستويات كفاءة السوق المالي السعودي وكيفية عملها وتفاعلها مع مؤشرات الأداء للمؤسسات المدرجة في السوق.

المطلب الأول: قياس كفاءة السوق المالي السعودي باستخدام مؤشرات السوق

تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العالم لأسعار السوق ويقوم مؤشر أسعار الأسهم بدورهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام، حيث تفيد هذه المؤشرات في الاسترشاد بما لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوقيتها كما تساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد لوجود علاقة قوية بين التغير في مؤشرات أسعار السهم والدورات الاقتصادية. وعملياً يحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية: ⁽¹⁾

$$\text{Saudi Index (IW)} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{i,n} \cdot Q_{i,n})}{\sum_{i=1}^n (P_{i,n-1} \cdot Q_{i,n-1})} (I_n - 1).$$

حيث يمثل الرمز I_n نقاط المؤشر للحظة الحالية:

$P_{i,n}$: سعر السهم i في اللحظة الحالية.

$Q_{i,n}$: عدد الأسهم المصدرة للمؤسسة i في اللحظة الحالية.

$P_{i,n-1}$: سعر السهم i في اللحظة الماضية.

I_{n-1} : نقاط المؤشر لحظة بداية حساب المؤشر.

n : نهاية اللحظة الحالية.

¹ السوق المالية السعودية (تداول)، مؤشرات، تاريخ الاطلاع: 2015/03/31 متوفر على الرابط :

<http://www.tadwal.com.sa/wps/portal/ut/p/c1/04-sb8bk8xl>

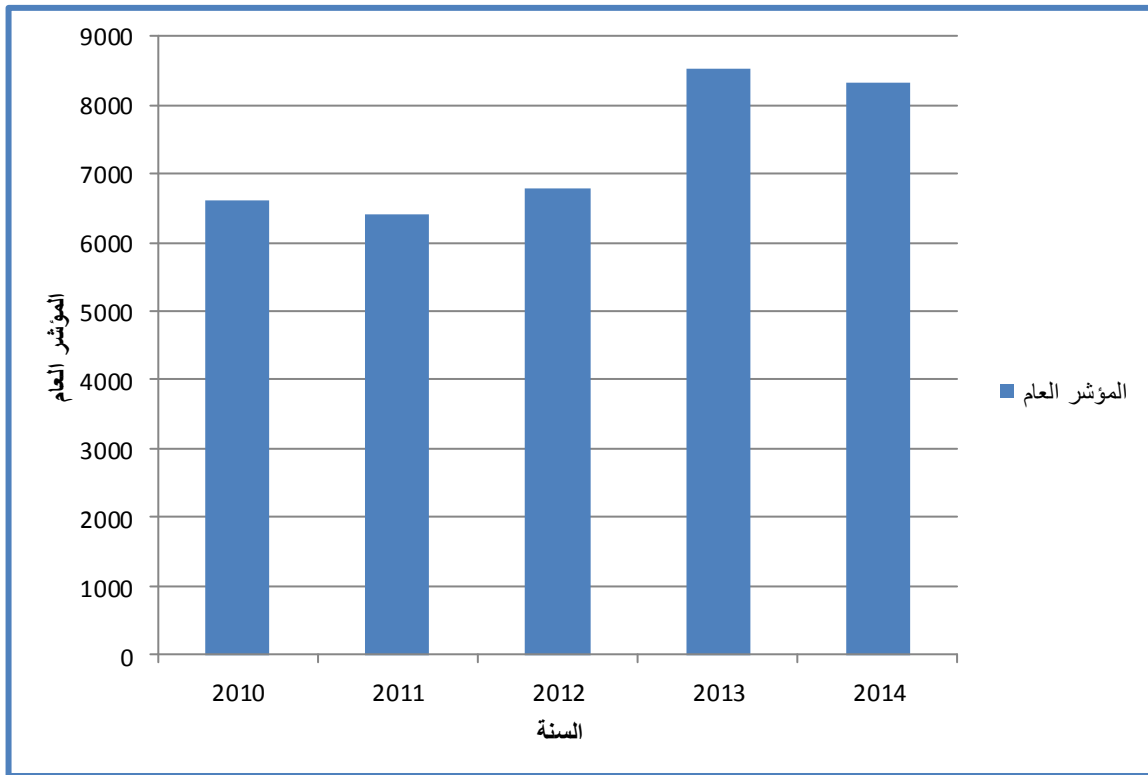
الجدول والشكل التالي يوضح التطورات التي شهدتها المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2010-2014.

الجدول (2-3): تطور الأداء السنوي للسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2010-2014:

السنة	المؤشر العام	عائد المؤشر %
2010	6620.8	8.15
2011	6417.7	-3.07
2012	6801.2	5.98
2013	8535.6	25.50
2014	8333.30	-2.36

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، إحصاءات السوق السنوية، تاريخ الاطلاع 2015/03/31، متوفر على الرابط: www.tadawul.com.sa/Resources/Reports/yearly-ar.html

الشكل رقم (2-3): تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي



يوضح كل من الجدول والشكل السابقين مواصلة المؤشر العام للسوق المالي السعودي ارتفاعاته القياسية في السنوات الأخيرة على التوالي بعد ما عرف انخفاض سنة 2011م ب 203.1 نقطة أي بنسبة 3.07 %، بعد ذلك نلاحظ ارتفاع كبير في قيمة المؤشر، حيث نلاحظ في نهاية عام 2013م بلغ المؤشر العام للسوق 8535.6 نقطة مقارنة ب 6801.22 نقطة في عام 2012م أي أنه ارتفع ب 1734.38 نقطة أي بنسبة 26.50% كما

عرف انخفاض طفيف سنة 2014م بنسبة 2.37% وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 9 سبتمبر حيث أغلق عند مستوى 11149 نقطة ويمكن إيجاز التحسن المذهل الذي شهده أداء السوق المالي السعودي في السنوات الأخيرة إلى: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة السوق المالية الذي دعم ثقة المستثمرين وشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق حيث كان منصب على تطوير السوق ورفع كفاءته من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط وإرساء دعم العدالة والأمانة في التعامل.

أولاً : دراسة معدل الرسملة السوقية للسوق المالي السعودي

يستعمل المحللون معدل الرسملة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق ومدى قدرة السوق على تعبئة رؤوس الأموال وتوسيع القاعدة الاستثمارية كما يسمح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين، ويحسب هذا المؤشر على النحو الذي توضحه الصيغة التالية :

$$\text{معدل الرسملة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية (الرسملة السوقية)}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

الجدول والشكل الموالي يوضح تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية للسوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2010 – 2014.

جدول رقم (3-3): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية للسوق للمالي السعودية في الفترة الممتدة من 2010-2014.

(مليون ريال سعودي)

السنة	الرسملة السوقية	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرسملة السوقية (%) (*)	معدل نمو الرسملة السوقية (%) (*)
2010	1.325	1.976	0.670546	-
2011	1.271	2511	0.506172	24.51
2012	1.400	2752	0.508720	0.50
2013	1.753	2791	0.628090	23.5
2014	1.813	2822	0.642402	2.3

(*) : معدل الرسملة السوقية ومعدل نمو الرسملة السوقية تم احتسابهما من طرف الطالبين.

المصدر:

صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 75، الربع الرابع، 2013.

صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 71، الربع الرابع، 2012.

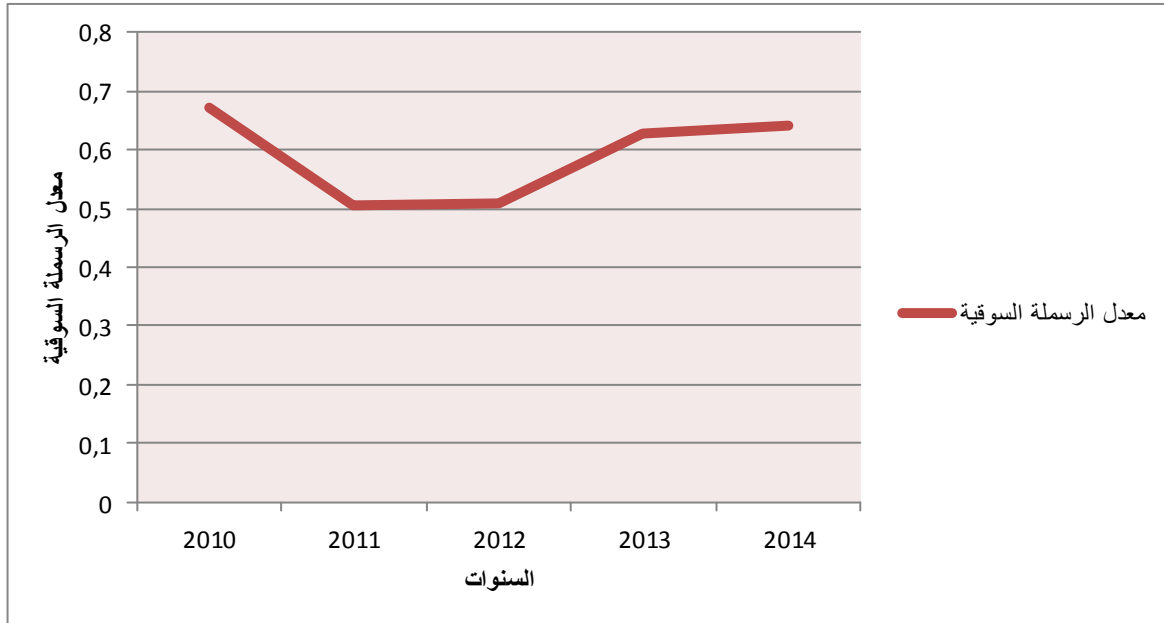
مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية، الربع السنوي 2014، تاريخ الاطلاع 2015/04/02 متوفر على الرابط :

http://www.sama.gov.sa/sep/research/Quarterly statistics Reports Bib/5600_S Quarterly-bulletin-Bo-PDF.

مصلحة الإحصاءات والمعلومات ووزارة الاقتصاد والتخطيط السعودية، تاريخ الاطلاع 2015/04/02 متوفر على الرابط :

- <http://www.cdsi.gov.sa/pdf/mat.2014qa.pdf>.

الشكل رقم (3-3): تطور مؤشر الرسملة السوقية للسوق المالي السعودي



بالنظر إلى بيانات الجدول والمنحنى البياني أعلاه يمكن ملاحظة التطور التدريجي الإجمالي للقيمة السوقية للسوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2014، كما نلاحظ أن معدل الرسملة السوقية ليس بالمرتفع نظرا لحجم السوق وقيمتها، كما يعاني من تذبذب، حيث انخفض في فترة 2010 إلى 2012 ليعاود الارتفاع لسنة 2013 و2014 وذلك لعدة أسباب منها التصحيحات التي قامت بها السوق عقب بلوغ الأزمة المالية العالمية ذروتها أواخر سنة 2008 والتي كانت لها الأثر الإيجابي على نفسية المستثمرين في إعادة التوازن للسوق ونشر الثقة في المعلومة المتوفرة فيه لجذب المزيد من المستثمرين وعلى الرغم من أن نمو معدل الرسملة السوقية متباطئ إلى أنه يشير إلى إمكانية تزايد قدرة السوق المالية السعودية على تعبئة المدخرات في المستقبل بمعدل أكبر وتوجيهها نحو الاستثمارات ذات الجدوى الاقتصادية.

ثانيا: دراسة مؤشر عدد المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي

يؤدي اتساع حجم السوق قياسا بعدد المؤسسات المسجلة في السوق المالي إلى اتساع القاعدة الاستثمارية للسوق، واحداث نوع من التعامل النشط للأوراق المالية المتداولة، نظرا لتوفر وتنوع الفرص الاستثمارية.

ويمكن تلخيص تطور عدد المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي في الجدول والشكل التاليين:

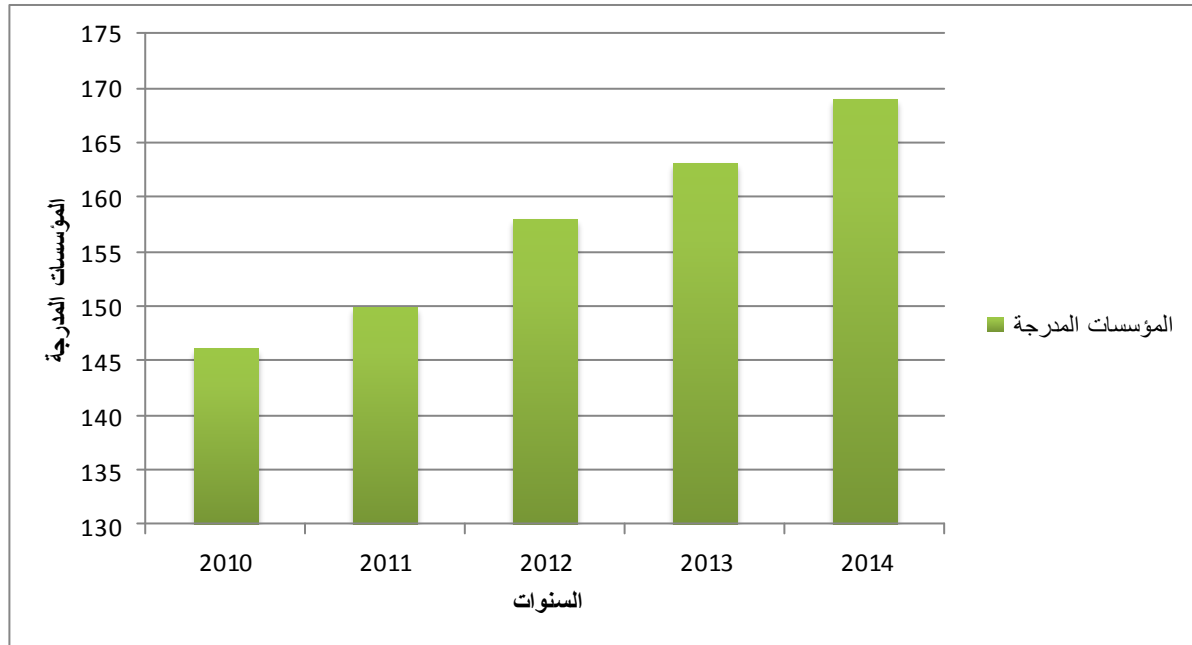
الجدول رقم (3-4): تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودية للفترة الممتدة من 2010 – 2014.

التغير	المؤسسات المدرجة	السنة
11	146	2010
4	150	2011
8	158	2012
5	163	2013
6	169	2014

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، تاريخ الإطلاع 2015/04/02، متوفر على الرابط :

http://www.cma.drg.sa/ar/publication_reports/declib/cma%20Report2013%AR.pdf

الشكل رقم (3-4): تطور عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي



نلاحظ أن عدد المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي تتزايد بشكل مستمر من عام لآخر، حيث سجل السوق زيادة من 146 مؤسسة لسنة 2010 إلى 169 سنة 2014 هذا التزايد راجع إلى التسهيلات والإجراءات الميسرة التي منحتها هيئة السوق المالية للمؤسسات الراغبة في التسجيل بالسوق وطرح أسهمها للاكتتاب وبالتالي زيادة وتوسيع القاعدة الاستثمارية، حيث أنه كلما ارتفع عدد المؤسسات المدرجة في السوق كلما اتسع السوق وأدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

ثالثاً: دراسة مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي

تزداد سيولة السوق كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول وبأحجام كبيرة إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكمية المعروضة والكمية المطلوبة، ولهذا فإن معدل الدوران يعتبر من بين أكثر المؤشرات تمثيلاً وتعبيراً عن السيولة والذي يحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \text{قيمة الأسهم المتداولة} / \text{الرسملة}$$

الجدول والشكل التاليين يبينان تطور مؤشر السيولة للسوق المالي السعودي خلال فترة 2010 – 2014.

جدول رقم (3-5): تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي للفترة 2010-2014

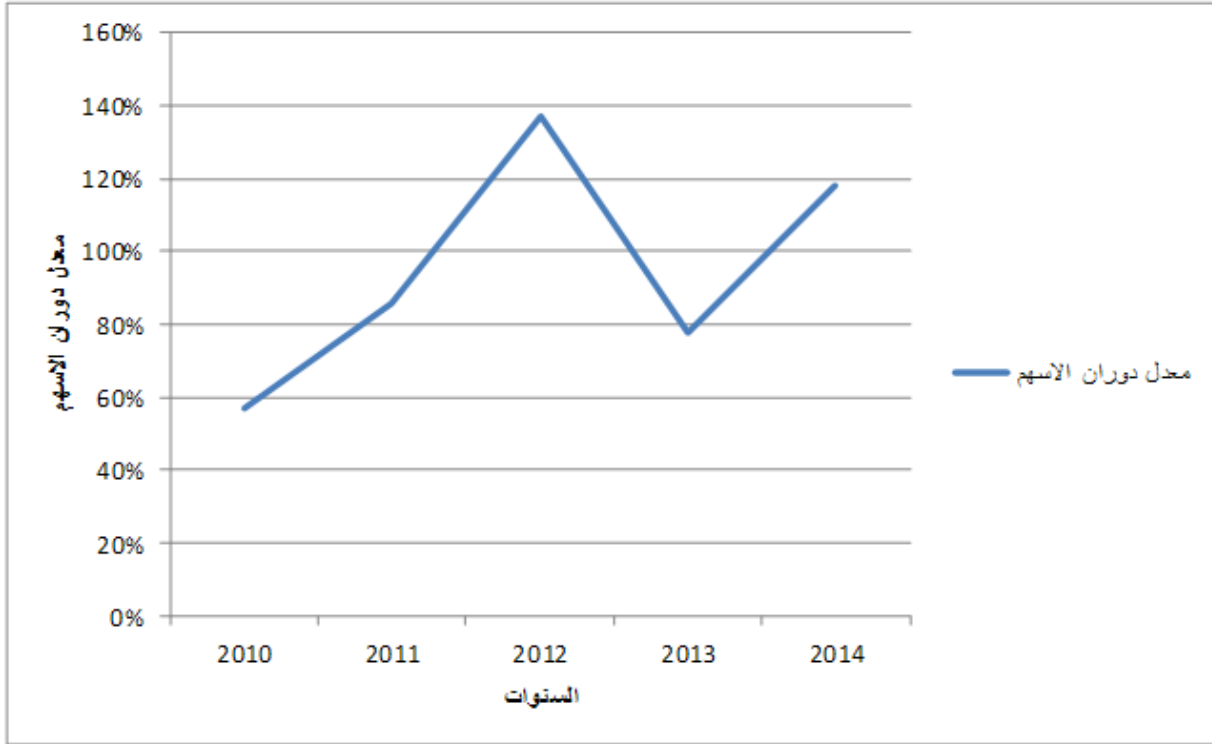
(مليون ريال سعودي)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم	معدل دوران الأسهم % (*)
2010	34.23	759.000	1325000	57
2011	49.61	1.099.000	1271.000	86
2012	84.40	1.929.000	1400.000	137
2013	53.52	1370.000	1753000	78
2014	70.80	2.147.000	1813000	118

(*) معدل دوران الأسهم تم حسابه من طرف الطالبين.

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي السنوي، تاريخ الإطلاع 2015/04/03 متوفر على الرابط:
report, 2014, PDF.http://www.tadawal.com.sa/static/page/or/publication/pdf/annual.

الشكل رقم (3-5): تطور مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي



نلاحظ أن السوق المالي السعودي شاهد ارتفاع ملحوظا في مؤشر السيولة والمعبر عنه بمعدل دوران الأسهم من سنة 2010 حتى سنة 2012 لينخفض سنة 2013 ويعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2014، حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم انتقل من 57% سنة 2010 إلى 137% سنة 2012 وهي نسبة مرتفعة تعكس سيولة السوق المالي السعودي، إلا أنه انخفض سنة 2013 إلى 78% وهذا بسبب تأجيل بعض المؤسسات السعودية لإصدار أسهمها الأولية ليعاود الارتفاع سنة 2014 إلى 118% وهذا يعني أن السوق قامت ببعض التصحيحات لذلك ارتفع مؤشر السيولة وعلى العموم تحقيق معدلات نمو متتالية وإيجابية في قيمة التداول يدل على نشاط السوق المالي السعودي وسرعة نمو وهي كلها عوامل تساعد على زيادة كفاءته.

المطلب الثاني: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته الضعيفة

سيتم اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته الضعيفة باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة وذلك لدراسة ما إذا كانت التغيرات في أسعار الأسهم السعودي محل الدراسة عشوائية أم لا، حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر و(0) عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

R: عدد التتابعات (séquences) في عينة من n عدد.

نظريا المتوسط والتباين هو:

$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$VAR(R) = (16n - 29) / 90$$

وبالنسبة لعدد مرتفع n (عينة كبيرة توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي).
فيكون :

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)}$$

بتحديد عتبة خطأ تقدر ب 5%.

$$|Z| < 1.96 \text{ تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية.}$$

لذلك سوف يتم من خلال هذا الجدول اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغتها الضعيفة باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة على المؤشر العام للسوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2010 - 2014.
جدول رقم (3 - 6) : تطور مؤشر السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2010 - 2014.

التغيير في المؤشر	المؤشر العام	السنة
/	6620.8	2010
(-)	6417.7	2011
(+)	6801.2	2012
(+)	8535.6	2013
(-)	8333.3	2014

من معطيات الجدول يتضح أن: $R = 3$

1 تغيير بالارتفاع

2 تغيرت بالانخفاض

$N = 5$ سنوات

$$E(R) = (2n-1)/3.$$

$$E(R) = (2 \times 5) / 3.$$

$$E(R) = 3.$$

ولدينا التباين :

$$VAR(R) = (16n - 29) / 90.$$

$$VAR(R) = (16 \times 5 - 29) / 90.$$

$$VAR(R) = 0.57.$$

$$Z = R - E(R) / \sqrt{var(R)}$$

وعليه Z تساوي 0 وهي أقل من 1.96، وهو ما يعني أن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى أن هذه التغيرات عشوائية، وعليه لا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، هذا يجعلنا نستنتج أن السوق المالي السعودي كفاء في صيغته الضعيفة.

المطلب الثالث: اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته المتوسطة

سيتم اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته المتوسطة، حيث اعتمدنا على دراسة أثر بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على مؤشر السوق المالي السعودي (أسعار الأسهم) خلال الفترة 2010-2014، ومن بين هذه العوامل الاقتصادية التي سنقوم بدراستها هي معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومن أجل دراسة العلاقة بين مؤشر الأسعار وكل متغير اقتصادي سنستخدم تحليل الارتباط. سوف يتم استخدام معدل ارتباط "بيرسون" من أجل تقدير جودة العلاقة وشدتها، إذ يعتبر معامل ارتباط "بيرسون" من أفضل معاملات الارتباط وأكثر استخداماً من أجل قياس قوة الارتباط بين متغيرين مختلفين في الطبيعة ومختلفين في وحدات القياس. ويحسب معامل "بيرسون" بالعلاقة التالية :

$$R = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2) \cdot (n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

تتراوح قيمة معامل الارتباط المحسوبة بين (-1) و(+1)، حيث تشير القيمة (-1) إلى وجود حالة ارتباط سالب أو عكسي تام، أما (+1) فترمز إلى وجود علاقة ارتباط طردية أو موجبة تاماً، أما (0) فيدل على انعدام علاقة الارتباط.

أولاً: التضخم

من المعروف أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للسهم، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين للمطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، وعليه فإن التغير بهذا الشكل في القيمة السوقية للسهم سيعكس كفاءة السوق المالي، لأنه في السوق الكفاء من المفروض أن تتغير القيمة السوقية للسهم بشكل عكسي مع كل تغير في معدل التضخم.

حيث يمكن تلخيص التطورات التي عرفها كل من معدل التضخم ومؤشرات السوق من خلال الجدول الموالي للفترة الممتدة من 2010 - 2014.

جدول رقم (3-7): مؤشر السوق ومعدل التضخم في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2010 - 2014.

السنوات	مؤشر السوق	معدل التضخم %
2010	6620.8	5.3
2011	6417.7	5.3
2012	6801.2	3.6
2013	8535.6	3
2014	8333.3	2.7

المصدر: أرقام سوق الأسهم السعودي، المؤشرات الاقتصادية، تاريخ الاطلاع 2015/04/07، متوفر على :

http://argaam.com/market/economic_indicators

بالرجوع إلى المعطيات الخاصة بمؤشر السوق المالي السعودي ومعدل التضخم خلال الفترة 2010 - 2014 المتوفرة في الجدول أعلاه وبالاتماد على الحاسب الآلي (استخدام برنامج Eviews) ثم استخراج ما يلي (انظر الملحق رقم 6) :

معامل الارتباط بين مؤشر الأسهم والتضخم يساوي $R = 0.69$ أما معامل التحديد $R^2 = 0.76$ ، مع $n=5$.

نقوم بوضع الفرضيات كما يلي :

$H_0: R=0$ هذا يعني أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر السوق المالي السعودي ومعدل التضخم.

$H_1: R \neq 0$ وهو الفرض البديل الذي يعني أن معامل الارتباط لا يساوي الصفر وهو ما يدل على وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين.

نقوم بحساب احصائية الاختبار t ، كما يلي :

$$t = \frac{R}{\sqrt{1 - \frac{R^2}{n} - 2}}$$

$$t = 2.44$$

بالاعتماد على جدول t وعند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ودرجة حرية $5 - 2 = 3$ نجد أن قيمة

$$t = 3.18$$

ومنه نلاحظ أن t المحسوبة أقل من الجدولية $2.44 < 3.18$ وبالتالي فإن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وهو ما يعني قبول فرض العدم $H_0: R=0$ ، ورفض الفرض البديل $H_1: R \neq 0$ ، ومنه نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر السوق المالي السعودي ومعدل التضخم، وهذا ما يدل أن السوق المالي السعودي ليس كفاء في صيغته المتوسطة.

ثانياً: معدل البطالة:

تعتبر البطالة أحد المتغيرات الاقتصادية (متغيرات المحيط الخارجي) التي سيتم دراسة تأثيرها على مؤشر السوق، أو بتعبير أصح هل سيستجيب مؤشر السوق للتغيير في معدل البطالة أم لا وذلك من أجل الحكم على كفاءة السوق، لأنه يفترض في ظل السوق الكفاء أن أسعار الأسهم تتغير بشكل عكسي مع تغيير معدلات البطالة.

حيث يمكن أن نلخص البيانات المتعلقة بمعدل البطالة ومؤشر السوق المالي السعودي في الجدول التالي:

الجدول (3-8): مؤشر السوق ومعدل البطالة في السوق المالي السعودي للفترة 2010 – 2014.

السنوات	مؤشر السوق	معدل البطالة %
2010	6620.8	10.2
2011	6417.7	12.4
2012	6801.2	12.11
2013	8535.6	11.5
2014	8333.3	*11.55

(* النسبة تم حسابها من طرف الطالبين على أساس المتوسط الحسابي للسنوات السابقة.

المصدر: أرقام سوق الأسهم السعودي، المؤشرات الاقتصادية، تاريخ الاطلاع 2015/04/07، متوفر على الرابط :

http://argaam.com/market/economic_indicators

بالاعتماد على الجدول أعلاه الخاص بمؤشر السوق المالي السعودي ومعدل البطالة خلال فترة الدراسة

2010-2014، ومن خلال استخدام الحاسب الآلي Eviews تم استخراج ما يلي (انظر الملحق رقم 7):

معامل الارتباط بين مؤشر الأسهم ومعدل البطالة $R = -0.33$ ، أما معامل التحديد $R^2 = 0.0026$.

نقوم بوضع الفرضيات التالية :

$H_0: R=0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر السوق ومعدل البطالة.

$H_1: R \neq 0$ ، يعني أنه معامل الارتباط لا يساوي الصفر وهو ما يدل على وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين.

نقوم بحساب احصائية الاختبار t ، كما يلي :

$$t = \frac{R}{\sqrt{1 - \frac{R^2}{n} - 2}}$$

$$t = -0.57$$

ومن جدول توزيع ستودنت t ، وعند $\alpha = 0.05$ ودرجة حرية $n-2=3$ نجد أن $t = 3.18$.

ومنه نلاحظ أن t المحسوبة أقل من t الجدولية $-0.57 < 3.18$ وبالتالي فإن احصائية الاختبار تقع في منطقة القبول أي قبول فرض العدم $H_0: R=0$ هذا يعني أنه لا يوجد ارتباطاً بين مؤشر السوق المالي السعودي ومعدل البطالة، وعليه نستنتج أن السوق المالي السعودي غير كفاء في صيغته المتوسطة.

ثالثاً: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

إن تحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر إيجابياً على مبيعات المؤسسة وعلى أرباحها وبالتالي على القيمة السوقية للسهم، لذلك سيتم معرفة ما إذا كانت مؤشرات السوق تستجيب للتغير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي أم لا، وذلك لتتمكن من الحكم على كفاءة أو عدم كفاءة السوق، حيث يمكن الاعتماد على معطيات الجدول الموالي:

الجدول (3-9): مؤشر السوق ومعدل الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالي السعودي للفترة 2010 – 2014.

السنوات	مؤشر السوق	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %
2010	6620.8	4.1
2011	6417.7	8.6
2012	6801.2	5.8
2013	8535.6	4
2014	8333.3	*5.62

(*) النسبة تم حسابها من طرف الطالبين على أساس المتوسط الحسابي للسنوات السابقة.

المصدر: أرقام سوق الأسهم السعودي، المؤشرات الاقتصادية، تاريخ الاطلاع 2015/04/07 متوفر على الرابط :

http://argaam.com/market/economic_indicators

بالرجوع إلى المعطيات الخاصة بمؤشر السوق المالي السعودي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة

الدراسة 2010 – 2014 الموضح في الجدول أعلاه، وبالاعتماد على الحاسب الآلي Eviews تم استخراج مايلي (انظر الملحق رقم 9):

معامل ارتباط "بيرسون" الذي كان يساوي $R=-0.0125$ ، ومعامل التحديد $R^2=0.2406$.

قمنا بوضع الفرضيات التالية :

$H_0: R \neq 0$ ، أي أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر السوق المالي السعودي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

$H_1: R = 0$ ، يعني وجود علاقة ارتباط بين مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

تكون احصائية الاختبار t ، كما يلي :

$$t = \frac{R}{\sqrt{1 - \frac{R^2}{2} - 1}}$$

$$t = -0.025$$

من جدول ستودنت t وعند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ، ودرجة حرية $5-2=3$ نجد أن قيمة

$$t=3.18.$$

ومنه نلاحظ أن T المحسوبة أقل من t الجدولية $-0.025 > 3.18$ ، ومنه فإن إحصائية الاختبار تقع في منطقة القبول، وهو ما يعني قبول فرض العدم $H_0:R=0$ ، ومنه نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين المتغيرين، أي بين مؤشر السوق المالي السعودي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، هذا ما يدل أن السوق المالي السعودي ليس كفاء في صيغته المتوسطة.

المبحث الثالث: بناء النموذج و تحليل النتائج

لدراسة دور سياسة توزيع الأرباح في التأثير على قيمة المؤسسة سوف يتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتوضيح العلاقة الموجودة بين متغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تقدير واختبار نتائج الانحدار الخطي البسيط

سيتم تقدير نموذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل كل على حدى، بهدف الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على المتغير التابع.

أولاً : تأثير نصيب السهم من التوزيعات (DPA) على القيمة السوقية للسهم (Vm)

جاءت نتائج تقدير النموذج كما يلي:

$$V_m = 20.512 + 16.284 DPA$$

(2.493) (3.907)

Sig.t = 0.021 0.001

$R^2 = 0.410$ $r = 0.64$ $F = 15.267$

$N = 24$ Sig.F = 0.00

مع العلم أن:

(..): القيم التي بين قوسين تمثل إحصائية ستودنت t.

R^2 : معامل التحديد.

R: معامل الارتباط.

N: عدد المشاهدات.

F: إحصائية فيشر.

Sig: احتمال الخطأ.

يتم اختبار معلمات النموذج من الناحية الاقتصادية لتحديد مدى مطابقتها للتوقعات المسبقة ومن

الناحية الإحصائية لتحديد مدى معنويتها الإحصائية.

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة إشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية،

ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

2- اختبار النموذج من الناحية الاحصائية :

بعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية يختبر احصائيا، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه :

- من أجل المعامل (β_0) الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 2.493 وهي أكبر من القيمة الجدولية المقدره ب 2.074 وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق له حيث بلغ 0.021 وهو أقل تماما من النسبة المعنوية 5% ومنه (β_0) يختلف معنويا عن الصفر، أي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 حيث يمكن قبول الثابت في النموذج بخطأ قدره 0.10% عند مستوى معنوية 5%.
- من أجل المعامل (β_1) المتغير التفسيري المستقل نصيب السهم من التوزيعات (DPA) نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت 3.907 وهي أكبر من القيمة الجدولية المقدره ب 2.074 وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق لقيمة t وهو أقل تماما من النسبة المعنوية 5% حيث بلغ 0.001 ومنه (β_1) يختلف معنويا عن الصفر، أي نرفض الفرض العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، ومنه يمكن القول أنه هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات (DPA) والمتغير التابع القيمة السوقية للسهم (Vm).

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

✓ معامل التحديد R^2 : يقدر معامل التحديد ب: $R^2 = 0.410$ وهذا يدل على أن نصيب السهم من التوزيعات (DPA) يفسر 41% من التغير في القيمة السوقية للسهم (Vm) وبالتالي هناك ارتباط مقبول بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

✓ إحصائية فيشر F: حيث بلغت 15.267 وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية تفسر بدرجتي حرية (1,22,5%) والتي قدرت ب 4.30 (4.30 > 15.267)، وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق له حيث بلغ 0.001 وهي أقل من 5% ومنه نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، أي أن المعلمة المقدره للنموذج لها معنوية احصائية كلية.

وعليه فإن نصيب السهم من التوزيعات (DPA) يفسر ويتحكم في التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم بنسبة 41%، وأن كل تغير في نصيب السهم من التوزيعات بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسهم ب 16.284 وحدة وفي نفس الاتجاه.

ثالثا : تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR) على القيمة السوقية للسهم (Vm)

جاءت نتائج التقدير النموذج كما يلي :

$$\begin{array}{l}
 V_m = 48.890 - 0.673 \text{ BNR} \\
 (6.617) \quad |0.287| \\
 \text{Sig. } t = 0.000 \quad 0.777 \\
 R^2 = 0.004 \quad r = 0.061 \quad F = 0.082 \\
 N = 24 \quad \text{Sig. } F = 0.777
 \end{array}$$

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية :

من خلال مقارنة اشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة السالبة على علاقة عكسية، ومنه لا تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

2- اختبار النموذج من الناحية الاحصائية:

• من أجل (β_1) المتغير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR) نلاحظ أن القيمة المطلقة ل t المحسوبة أقل من t الجدولية حيث قدرت ب $0.287 > 2.080$ وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق ل t حيث 0.777 وهو أكبر من النسبة المعنوية 5% و عليه نقبل الفرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة β_1 ليس لها معنوية احصائية عند مستوى معنوية 5%، أي أنه لا توجد هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR) والقيمة السوقية للسهم (V_m) وعليه فإن هذا النموذج مرفوض من الناحية الاقتصادية والاحصائية وهذا ما يدل على أنه لا يوجد هناك علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

ثالثاً : تأثير ربحية السهم الواحد BPA على القيمة السوقية للسهم (V_m)

جاءت نتائج تقدير نموذج كما يلي :

$$\begin{array}{l}
 V_m = 16.356 + 10.591 \text{ BPA} \\
 (2.823) \quad (6.604) \\
 \text{Sig. } t = 0.010 \quad 0.000 \\
 R^2 = 0.665 \quad r = 0.815 \quad F = 43.612 \\
 N = 24 \quad \text{Sig. } F = 0.000
 \end{array}$$

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة اشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

2- اختبار النموذج من الناحية الاحصائية:

بعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية يختبر احصائيا ويظهر اختبار كل معلمة من معاملات النموذج أنه :

- من أجل (β_0) المعامل الثابت نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت 2.823 وهي أكبر من القيمة الجدولية المقدره ب 2.080، وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق لقيمة t وهو أقل تماما من النسبة المعنوية 5%، حيث قدرت ب 0.010، ومنه β_0 يختلف معنويا عن الصفر، أي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ويمكن قبول الثابت في النموذج بخطأ قدره 1% عند مستوى معنوية 5%.
- من أجل (β_1) المتغير المستقل ربحية السهم الواحد BPA نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت 6.604 وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية المقدره ب 2.080 وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق لقيمة t وهو أقل تماما من النسبة المعنوية 5% حيث بلغت 0.000، ومنه (β_1) يختلف معنويا عن الصفر أي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل ربحية السهم الواحد (BPA) والمتغير التابع القيمة السوقية للسهم (V_m) .

3- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

- معامل التحديد R^2 : يقدر معامل التحديد ب $R^2 = 0.665$ وهذا يدل على أن ربحية السهم الواحد (BPA) يفسر 66.5% من التغير في القيمة السوقية للسهم وبالتالي هناك ارتباط قوي موجب بين المتغير التابع والمتغير المستقل.
- احصائية فيشر F: حيث بلغت 43.612 وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية لفيشر بدرجتي حرية (5%، 1، 22) والتي قدرت ب 4.30 ($43.612 > 4.30$) وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق له حيث بلغ 0.000 وهو أقل من 5% ومنه نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر أي أن المعلمة المقدره للنموذج لها معنوية احصائية كلية. وعليه فإن ربحية السهم الواحد (BPA) يفسر ويتحكم في التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم (V_m) بنسبة 66.5%، وأن كل تغير في ربحية السهم الواحد بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسهم ب 10.591 وفي نفس الاتجاه

المطلب الثاني: تقدير واختبار نتائج الانحدار الخطي المتعدد.

اتضح مما سبق أن الانحدار البسيط يركز على دراسة العلاقة بين متغيرين أحدهما مستقل والآخر تابع، غير أن واقع الحياة الاقتصادية والاجتماعية مبني بشكل عام على تأثر أية ظاهرة بأكثر من متغير مستقل، لذلك لا بد من توسيع نموذج الانحدار السابق، ليشمل المتغير التابع Y ، مع العديد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, X_3, \dots ويسمى هذا النموذج بنموذج الانحدار الخطي المتعدد أو العام.

أولاً : تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم (Vm)

جاءت نتائج تقدير النموذج كما يلي :

$$Vm = 21.398 + 20.830 DPA - 0.231 BNR + 20.468 BPA$$

(3.494) (2.804) (0.190) (5.388)

Sig.t 0.002 0.011 0.851 0.000

$R^2 = 0.759$ $r = 0.871$ $R^2 - Ajusté = 0.723$

N = 24 F = 21.038 Sig.F = 0.000 DW =

2.060

مع العلم أن :

(...): القيم التي بين قوسين تمثل احصائية ستودنت t.

R: معامل الارتباط.

R^2 : معامل التحديد.

R^2 Ajusté: معامل التحديد المعدل.

N: عدد المشاهدات.

F: احصائية فيشر.

Sig: احتمال الخطأ.

يتم اختبار معلمات النموذج من الناحية الاقتصادية لتحديد مدى مطابقتها للتوقعات المسبقة ومن الناحية

الاحصائية لتحديد مدى معنويتها الاحصائية.

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية :

من خلال مقارنة اشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة ثم التوصل إلى :

- بالنسبة ل (β_0) المعامل الثابت: اشارته موجبة وهي تدل على العلاقة الطردية ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.
- بالنسبة (β_1) المعامل المستقل: اشارته موجبة وهي تدل على العلاقة الطردية ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.
- بالنسبة ل (β_2) المعامل المستقل الثاني: اشارته سالبة وهي تدل على علاقة عكسية ومنه لا تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.
- بالنسبة ل (β_3) المعامل المستقل الثالث: اشارته موجبة وهي تدل على العلاقة الطردية ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

ومنه فالنموذج غير مقبول من الناحية الاقتصادية لوجود أحد معلمات النموذج عكس التوقعات القبلية ومنطق النظرية لذلك سيتم حذف المعلمة β_2 وإعادة تقدير النموذج.

- إعادة تقدير النموذج :

جاءت نتائج إعادة تقدير النموذج كما يلي :

$$V_m = 21.905 + 20.772 \text{ DPA} + 20.418 \text{ BPA.}$$

	(4.065)	(2.865)	(5.516)
Sig.t	0.001	0.009	0.000
$R^2 = 0.759$	$r = 0.871$	R^2	Ajusté = 0.736
N= 24	F= 21.038	Sig.F= 0.000	DW= 2.060

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

من خلال مقارنة اشارة هذه المقدرات مع التوقعات المسبقة تدل الاشارة الموجبة على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع التوقعات القبلية ومنطق النظرية.

2- اختبار النموذج من الناحية الاحصائية:

بعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية يختبر إحصائيا، ويظهر اختبار كل معلمة من معلمات النموذج أنه :

- بالنسبة للمعامل (β_0) الثابت، نلاحظ أن قيمة t المحسوبة تساوي 4.065 وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية لتوزيع ستودنت المقدرة ب 2.080 وهذا عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية 21 = (1-2-24) وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق له حيث بلغ 0.001 وهو أقل تماما من النسبة المعنوية 5% ومنه (β_0) يختلف معنويا عن الصفر، أي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 حيث يمكن قبول الثابت في النموذج بخطأ قدره 0.10% عند مستوى معنوية 5%.

- بالنسبة للمعامل (β_1) المتغير المستقل الأول نصيب السهم من التوزيعات (DPA) نلاحظ من القيمة الجدولية المقدرة ب 2.080، وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق لقيمة t وهي أقل تماما من النسبة المعنوية 5% حيث بلغت 0.009، ومنه (β_1) يختلف معنويا عن الصفر أي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات (DPA) والقيمة السوقية للسهم (V_m).

- بالنسبة للمعامل (β_2) المتغير المستقل الثاني ربحية السهم الواحد (BPA) نلاحظ أن قيمة t المحسوبة بلغت 5.516 وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية المقدرة ب 2.080 وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ المرفق لقيمة t وهي أقل تماما من النسبة المعنوية 5% حيث بلغ 0.000 ومنه (β_2) يختلف معنويا عن الصفر أي نرفض

الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل ربحية السهم الواحد (BPA) والقيمة السوقية للسهم (Vm).

● اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

✓ معامل التحديد R^2 : قدر معامل التحديد ب $R^2 = 0.759$ وهذا يدل على أن المتغيرات المستقلة للدراسة المتمثلة في نصيب السهم من التوزيعات (DPA) و ربحية السهم الواحد تفسر 75.9% من التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية للسهم كما بلغ معامل التحديد المصحح 73.6% وبالتالي هناك ارتباط قوي موجب بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

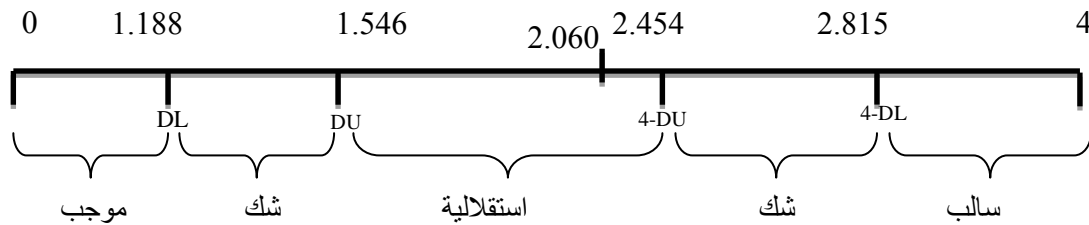
✓ إحصائية فيشر F: حيث بلغت $F = 21.038$ وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية لفيشر بدرجتي حرية (5%، 21، 2) وبالتالي قدرت ب $F_t = 3.47$ أي أن $21.038 > 3.47$ وهذا ما يؤكد احتمال الخطأ، المرفق له حيث بلغ 0.000 وهو أقل من 5% ومنه نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر وبالتالي هناك علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة فالنموذج له معنوية احصائية كلية.

● اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال احصائية دربن واتسن Durbin Watson والتي تساوي 2.060.

الشكل التالي يوضح قيم (d) القيم الجدولية الاختبارية والتي تشير إلى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي وفيما إذا كان موجبا أو سالبا.

الشكل رقم (3-6): اختبار داربن واشن



نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء، أي نقبل بالفرضية العدم H_0 وذلك لأن إحصائية DW تساوي إلى 2.060 أي تقع في منطقة الفرضية العدم أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ورفض الفرضية البديلة H_1 .

- تحليل نتائج الارتباط:

يوضح الجدول التالي نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة والذي يتضمن المتغيرات المستقلة، نصيب السهم من التوزيعات DPA وربحية السهم الواحد BPA والمتغير التابع القيمة السوقية للسهم.

جدول رقم (3-10): نتائج مصفوفة الارتباط

	Vm	DPA	BPA
Vm	1		
DPA	0.64	1	
BPA	0.815	0.927	1

من خلال نتائج الجدول أعلاه والذي يبين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي عن وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (Vm) ونصيب المتغيرات المستقلة نصيب السهم من التوزيعات (DPA) وربحية السهم الواحد BPA حيث بلغت معاملات الارتباط حوالي 64%، 81.5% على التوالي و هذا عند مستوى معنوية 5%.

كذلك بين جدول الارتباط وجود علاقات بين المتغيرات المستقلة للدراسة، فقد أظهرت معاملات الارتباط وجود علاقة طردية قوية جدا بين نصيب السهم من التوزيعات DPA وربحية السهم الواحد BPA وذلك بنسبة 92.7% .

المطلب الثالث: تحليل وتفسير نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة الاختبارية يمكن توضيح دور سياسة توزيع الأرباح في التأثير على قيمة المؤسسة الممثلة بالقيمة السوقية للسهم في السوق المالي السعودي، كون هذا الأخير يعكس كفاءة وأداء المؤسسة وقيمتها في السوق المالي.

وللتعبير عن سياسة توزيع الأرباح فقد تم الاعتماد على ثلاث متغيرات رئيسية أولها نصيب السهم من التوزيعات (DPA) لأنه يعكس قيمة الأرباح التي توزعها المؤسسة وأهم متغير في سياسة توزيع الأرباح، والمتغير الثاني نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR)، ومعرفة أيهم أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة توزيع الأرباح أو الاحتفاظ واحتجاز الأرباح.

كانت الدراسة خلال الفترة 2010 - 2014 لمدة خمسة سنوات متتالية كون المعلومة المعلن عنها في سنة 2009 سوف تنعكس على القيمة السوقية للسهم في السنة التي تليها، وهكذا بالنسبة للسنوات الأخرى

باعتبار أن السوق المالي السعودي كفى في صيغته الضعيفة والمعلومة التي نشرتها المؤسسة في الماضي منعكسة في أسعار وقيم الأصول المالية المتداولة.

وعليه فقد جاءت نتائج الدراسة التطبيقية كما يلي :

- من أجل قياس كفاءة السوق المالي السعودي تم تطبيق مؤشرات السوق والمتمثلة في مؤشر عدد المؤسسات المدرجة، تبين لنا أن السوق المالي السعودي عرف نموا إيجابيا خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على اتساعه واتجاهه نحو الكفاءة، أما بالنسبة لمؤشر معدل الرسملة السوقية فقد سجل نموا إيجابيا وهو ما يعكس قدرة السوق المالي السعودي على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، أما فيما يخص مؤشر السيولة فقد تم تحقيق معدلات نمو متتالية وإيجابية في قيمة التداول، حيث أن سيولة السوق تزداد كلما كانت هناك استثمارية في أوامر التداول، وهذا ما يدل على نشاط السوق المالي السعودي وسرعة نموه وبالتالي تعتبر كلها عوامل تساعد على زيادة كفاءة السوق.
- ولقد أثبتت نتائج التحليل أن السوق المالي السعودي كفاء في صيغته الضعيفة وذلك لأن التغير في مؤشرات السوق كان عشوائيا، ولا يمكن الاعتماد على الأسعار الماضية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل.
- ولقد تبين أن السوق المالي السعودي غير كفاء في صيغته المتوسطة، وذلك لأن مؤشرات السوق لا تستجيب للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة والمتمثلة في معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- كما بينت النتائج وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نصيب السهم من التوزيعات (DPA) والقيمة السوقية للسهم (Vm)، حيث يفسر القيمة السوقية للسهم وقيمة المؤسسة بالتبعية بنسبة 41 % وتتفق النتائج المتوصل إليها مع ما قدمه نموذج "جوردن" و"النترا" في نظرية عصفور في اليد وذلك في ظل ظروف عدم التأكد، حيث سلوك المستثمرين السعوديين يتصف بالرشادة ويتجنبون المخاطرة ويفضلون توزيع الأرباح الجارية في فترة قصيرة وقرية، والحصول على سيولة وتدفقات نقدية بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو الأرباح المحتجزة، كما يمكن ارجاع العلاقة الموجودة بين توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة إلى السياسة التي تتبناها المؤسسات في السعودية والتي تتبعها لجذب مستثمرين جدد من خلال دفع توزيعات أرباح عالية للمستثمرين وهذا ما جاءت به نظرية أثر الزبون.
- فيما يخص نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BNR) والقيمة السوقية للسهم (Vm) فقد بينت النتائج بأنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغيرين، وتتفق النتائج المتوصل إليها مع ما قدمه كل من "ميلر" و"موديكلياني" و"فان هورن".

حيث أن المؤسسات السعودية لا تقتطع جزء من أرباحها لتمويل احتياجاتها الداخلية بغرض التوسعات الاستثمارية الجديدة، وهذا عكس ما جاءت به نظرية التمييز الضريبي.


- أثبتت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين ربحية السهم الواحد (BPA) والقيمة السوقية للسهم (Vm)، حيث يفسر القيمة السوقية للسهم بنسبة 66.5% فالمستثمرين السعوديين يعتبرون الأرباح المحققة هي الهدف الأهم بالنسبة لهم لذا يلجؤون لاستثمار أموالهم في المؤسسات ذات النتائج الإيجابية لذلك ينتج زيادة الطلب على أسهم تلك المؤسسات مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها السوقية، وبالتالي ارتفاع قيمتها، وعليه تعتبر ربحية السهم وفقا لهذه الدراسة العامل الأكثر تأثيرا وتحكما في تحديد القيمة السوقية للسهم.
- كشفت نتائج تحليل الانحدار المتعدد أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر التغير في القيمة السوقية للسهم بنسبة 75.9% وهذا بالرغم من عدم وجود دلالة احصائية للمتغير نصيب السهم من الربح المحتجز وهذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر لهذا المتغير على قيمة المؤسسة أو القيمة السوقية للسهم بل سلوك المستثمرين السعوديين لا يستجيبون لافصاحات المؤسسات حول الأرباح المحتجزة وهذا ما أثبتته نظرية "ميلر" و"موديكلياني" ونظرية "فان هورن" من حيث الأرباح المحتجزة، ولكن تتناقض معهم من حيث الأرباح الموزعة، ولكن تتناقض معهم من حيث الأرباح الموزعة حيث أثبتوا بأنه في ظل ظروف التأكد التام وعدم التأكد لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

خلاصة:

تعد هذه الدراسة التطبيقية بمثابة الفاصل لما تم التوصل إليه في الجانب النظري، حيث أظهرت نتائج قياس كفاءة السوق المالي السعودي بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات، حيث من بين هذه المؤشرات عدد المؤسسات المدرجة الذي يحكم على مدى اتساع وكبر حجم السوق، فبالرغم من أن عدد المؤسسات يعد منخفضاً إذا ما قورن بعدد المؤسسات المسجلة في الأسواق العالمية، إلا أنه ظل يعرف نمو خلال فترة الدراسة إذ يعتبر مؤشر إيجابي بالنسبة له وهو ما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة سيولة السوق المالي السعودي وبالتالي زيادة كفاءته أما بالنسبة لمؤشر معدل الرسملة السوقية فقد سجل نمواً إيجابياً وهو ما يعكس قدرة السوق المالي السعودي على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار بالشكل الذي يساعد على تطوره واتساعه واتجاهه نحو الكفاءة.

كما تم اختبار كفاءة السوق المالي السعودي في صيغته الضعيفة باستخدام طريقة الأنماط الطارئة فكانت النتيجة أن السوق كفاء في صيغته الضعيفة ذلك أن التغير كان عشوائياً والتغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض، أما فيما يخص اختبار الصيغة المتوسطة من خلال دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية للمحيط الخارجي على مؤشر السوق فقد تبين أن السوق المالي السعودي ليس كفاء في صيغته المتوسطة.

وبعدما تم تقديم مجتمع الدراسة ومستوى الدراسة ومستوى توزيع الأرباح تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي من خلال استخدام الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحديد هذه العلاقة واختبار النظريات على أرض الواقع، تم التوصل إلى أن المستثمرين السعوديين يولون اهتماماً كبيراً لنصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم الواحد، ولا يهتمون لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة.



الخاتمة

العامّة

الخاتمة العامة

جاءت هذه الدراسة لتوضيح أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في السوق المالي، وذلك على اعتبار أن قرار توزيع الأرباح يعد من أهم القرارات الاستراتيجية المالية المؤثرة على المؤسسة والمستثمرين على حد سواء، فالمؤسسة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى، والمستثمر يتوقع عائدا مغريا جراء استثمار أمواله في المؤسسة من خلال التوزيعات التي تجريها بشكل دوري، أما المؤسسة فتعمل على الاستفادة من الأرباح المحققة أو الأرباح الرأسمالية التي تكون نتيجة احتجاز الأرباح وتأجيل هذه التوزيعات حيث يتم استغلالها وإعادة استثمارها من قبل المؤسسة والعمل على النمو ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية.

لذلك ظهرت العديد من النظريات التي تناولت هذا الموضوع، فمنهم من ينظر إلى عملية توزيع الأرباح على أنها مسألة لا بد منها ويبيي اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف تؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة، في حين يرى الفريق الآخر أن توزيع الأرباح ليس له علاقة بقيمة المؤسسة ولا بالقيمة السوقية للسهم، فتوزيع الأرباح أو احتجازها ليس له علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية.

ومن خلال دراسة حالة المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2014 اتضح أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير قوي نسبيا على القيمة السوقية للسهم، خاصة في شقها المتعلق برجعية السهم والتوزيعات النقدية، أما فيما يخص نصيب السهم من الأرباح المحتجزة فقد أسفرت النتائج عن عدم وجود علاقة بينها وبين القيمة السوقية للأسهم.

❖ نتائج اختبار الفرضيات

- **الفرضية الأولى:** تواجه المؤسسة العديد من القرارات المالية التي تحدد قيمتها وتبين وضعيتها بما يتوافق وأهدافها المرسومة، ولعل أبرز هذه القرارات سياسة توزيع الأرباح وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- **الفرضية الثانية:** تتمتع سياسة توزيع الأرباح بتأثير كبير على قيمة المؤسسة، حيث تعتبر المرآة العاكسة لوضعيتها المالية، خاصة أنها تعكس قدرة المؤسسة على التمويل ذاتيا وكذا نموها وتطورها، هذا ما جعل هذه السياسة تحظى بأهمية كبيرة ومعاملة خاصة من طرف الإدارة، جمهور المستثمرين

والحللين الماليين، لذا وجب الحرص على متابعتها والتعامل معها بحذر ودقة وهذا ما ينفصحة الفرضية الثانية.

- **الفرضية الثالثة:** في ظل السوق الكفاء تتغير القيمة السوقية للسهم بسرعة تبعاً لأي معلومة جديدة تصل إلى السوق، فحسب سرعة وصول المعلومة ودرجة انعكاسها في الأسعار يمكن تحديد مستوى كفاءة السوق، وبالتالي ينعكس ذلك على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في ذلك السوق وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.
- **الفرضية الرابعة:** تتأثر القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي بأدوات سياسة توزيع الأرباح، غير أن هذه الدراسة أثبتت أن جمهور المستثمرين السعوديين يهتم أكثر بربحية السهم ونصيب السهم من التوزيع النقدي، حيث كان لهما أكبر تأثير على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

❖ الاستنتاجات النظرية

من خلال التطرق لمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بموضوع الدراسة يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي تم التوصل إليها فيما يلي:

- القيمة هي مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل الملكية بين مشتري وبائع راغبين في عقد صفقة، بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة.
- يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية وممتازة، سندات وكذلك ديون أخرى هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حال عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة باستخدام مجموعة من الطرق من بينها الاعتماد على ميزانية المؤسسة، استعمال التدفقات النقدية المخصومة وكذلك إمكانية مقارنتها مع مؤسسات أخرى مثيلاتها.
- هناك ارتباط وثيق بين مفهوم الكفاءة وضرورة توفر المعلومات، باعتبارها المحور المركزي لمفهوم الكفاءة، فإنه وانطلاقاً من طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر السهم تتحقق الكفاءة في عدة صيغ: الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.
- تتمثل سياسة توزيع الأرباح في تقرير النسب الواجب دفعها إلى المستثمرين على شكل أرباح موزعة، وكذا نسبة الأرباح الواجب احتجازها في المؤسسة على شكل أرباح محتجزة بغية استغلالها وإعادة استثمارها، كما تحدد هذه السياسة كذلك شكل التوزيعات المقرر إجراؤها إما على شكل نقدي أو تجزئة الأسهم أو... إلخ.

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح عاملاً مهماً بالنسبة للمؤسسة، لكونها تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة، وبذلك تحقق المؤسسة استقلالية من القيود التي تضعها الأطراف المانحة للتمويل.
- تعمل المؤسسة على ضمان استقرار توزيعاتها، وهذا من خلال ضمان الاستقرار في تحقيق الأرباح، هذه الأخيرة التي تعد المحرك الأساسي لكافة الأطراف في المؤسسة، إذ أن المستثمرين غالباً ما يميلون إلى دفع أسعار مرتفعة على أسهم المؤسسات التي تحقق أعلى الأرباح.

❖ الاستنتاجات التطبيقية

- من خلال التطرق إلى الجانب التطبيقي تم التوصل إلى النتائج التالية:
- يعتبر تحديد مستوى كفاءة السوق المالي عاملاً ضرورياً في هذه الدراسة يمكننا من التحليل الصحيح والدقيق، حيث تم التوصل إلى أن السوق المالي السعودي كفاء في صيغته الضعيفة.
 - تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، من خلال وجود علاقة ارتباط طردية قوية بين نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم الواحد مع القيمة السوقية للسهم.
 - هناك تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، حيث أن المستثمرين السعوديين يفضلون سيولة وتدفقات نقدية جارية بدلاً من تأجيلها والحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو الأرباح المحتجزة، وهذا ما يتفق مع ما قدمه نموذج جوردن ولينتر في نظرية عصفور في اليد.
 - لا يوجد تأثير لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للسهم في السوق المالي السعودي، وهذا معناه أن المستثمرين السعوديين لا يستجيبون لإفصاحات المؤسسات حول الأرباح المحتجزة وهذا ما أثبتته كل من نظرية ميلر وموديكلياني ونظرية فان هورن.
 - توجد علاقة طردية قوية بين ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للسهم في السوق المالي السعودي، حيث أن المستثمرين السعوديين يلجؤون إلى استثمار أموالهم في المؤسسات ذات النتائج الإيجابية، وبالتالي فزيادة الطلب على هذه الأسهم يؤدي إلى ارتفاع سعرها السوقي، وبالتالي ارتفاع قيمتها

❖ الاقتراحات

وعليه يمكن اقتراح ما يلي:

- العمل على تنظيم وتطوير السوق المالي السعودي وتحسين مستوى كفاءته من خلال تحقيق العدالة والإفصاح والشفافية الكاملة فيما يخص المعلومات والمعاملات المتعلقة بالأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين.
- زيادة مؤسسات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي وتوفير الوعي الاستثماري.
- يجب على المؤسسات القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهمها، وخاصة فيما يتعلق بسياسة توزيعات الأرباح وهذا للوصول الى سياسة توزيعات مثلى تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها.
- إضافة متغيرات جديدة للنموذج مثل: إعادة شراء الأسهم، الأسهم المجانية،...إلخ.
- يجب على المستثمرين القيام بإجراء عملية التحليل للبيانات والنشرات الدورية الخاصة بالمؤسسات بأساليب إحصائية صحيحة قبل الإقبال على أية عملية استثمارية، بدل الاستثمار العشوائي القائم على التخمين.
- إعادة إجراء الدراسة على عينة أخرى وفي فترة أخرى، ومن الأفضل توسيع العينة لإعطاء أكثر دقة وتفصيل للدراسة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

- المراجع باللغة العربية :
 - الكتب
- 1- أحمد محمد غنيم ، " الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر ، 2007 .
 - 2- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، ط1، 2004.
 - 3- إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
 - 4- إلياس بن ساسي ويوسف قرشيبي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2011.
 - 5- أوجين براجهام و ميشيل ايرهاردن ، الادارة المالية ، ترجمة سرور علي ابراهيم سرور ، دار المريخ، السعودية ، الجزء الثاني ، 2009 .
 - 6- بالقاسم سلاطنية و إسماعيل فيرة، التنظيم الحديث للمؤسسة، دار الفجر، الأردن، ط2، 2008.
 - 7- جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال، دار النهضة العربية، لبنان، 1978.
 - 8- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الاردن، ط1، 2008.
 - 9- حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الوراق للنشر و التوزيع ، الأردن ، ط2 ، 2008
 - 10- دريد كامل آل شبيب ، إدارة مالية الشركات المتقدمة ، دار اليازوري ، الأردن ، 2010
 - 11- سيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، الاردن، 2010.
 - 12- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003.
 - 13- ضياء مجيد، البورصات أسواق المال و أدواتها ، الأسهم و السندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
 - 14- طارق عبد العال ، دليل المستثمر ببورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
 - 15- طارق عبد العال حماد، التقييم : تقدير قيمة بنك لأغراض الإندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2000.
 - 16- طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008.

- 17- طارق عبد العال حماد، المدخل الحديث في المحاسبة: المحاسبة عن القيمة العادلة، دار الجامعة، مصر، ط1، 2003.
- 18- عباس مهدي والشيرازي، نظرية المحاسبة، السلاسل للطباعة والنشر، الكويت، 1990، ص.396.
- 19- عبد الحكيم جمعة، سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2012.
- 20- عبد الرزاق بن حبيب، إقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2009.
- 21- عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 22- عبد الغفار الحنفي، أساسيات التحليل المالي و دراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر ، 2004
- 23- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية ،مصر ، 2000.
- 24- عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الادارة المالية ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2002 .
- 25- عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة، مصر، 2003.
- 26- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2001.
- 27- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص ، أساسيات التمويل و الادارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2004
- 28- عبد الغفار و آخرون ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 1997 .
- 29- عدنان تايه النعيمي و آخرون ، الإدارة المالية النظرية و التطبيق ، دار المسيرة ، الأردن ، ط1 ، 2007 .
- 30- عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار اليازوري الأردن .
- 31- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري، الأردن، 2009.
- 32- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، ط5، 2007
- 33- غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2008.
- 34- فايز سليم حداد ، الادارة المالية ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، الأردن ، ط3 ، 2010 ..
- 35- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الأول، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ط1، 2011.
- 36- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحماد، الأردن، ط1، 2008.

- 37- محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر ، 1998.
- 38- محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل سلطان ، الإدارة المالية و التمويل ، دار الجامعية ، مصر ، 1999 .
- 39- محمد صالح الحناوي و آخرون ، الادارة المالية : التحليل المالي لمشروعات الأعمال ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 .
- 40- محمد صالح الحناوي و نهال فريد ابراهيم ، الادارة المالية ، التحليل المالي للمشروعات الأعمال ، دار الجامعية ، مصر ، 2005 .
- 41- محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، مصر، ط2، 1997.
- 42- محمد عبد الحميد عطية، الإستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011.
- 43- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ط1، 1998.
- 44- محمد علي و إبراهيم العامري ، الإدارة المالية الحديثة ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، ط1 ، 2013 .
- 45- محمد مصطفى سليمان، دور الحوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعية، مصر ، 2009.
- 46- محمد مطر، التأسيس النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجال القياس، العرض، الإفصاح، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص.100.
- 47- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة بسكرة، 2009-2010.
- 48- منير ابراهيم الهندي ، الادارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث ، مصر ، ط3 ، 1996 .
- 49- منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة المعارف — مصر ، 2004 .
- 50- منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، منشأة المعارف ، مصر ، 1988 .
- 51- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 52- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1993.

- 53- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.
- 54- ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، ط2، 1998.
- 55- ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، ط1، 1998.
- 56- هوشار معروف، الإستثمار في الأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، ط1، 2003..
- 57- وليد صافي و أنس البكري، الاسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الاردن، 2009.
- 58- يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012.
- الرسائل العلمية :
- 1- أمجد ابراهيم البراجعة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص محاسبة و تمويل كلية التجارة ، الجامعة الاسلامية ، فلسطين ، 2009.
- 2- بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية محاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
- 3- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة ، 2009-2010.
- 4- خالد محمد اللوزي ، أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص محاسبة و تمويل ، كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط ، فلسطين ، 2013
- 5- سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص التمويل والمصارف ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة آل البيت، الأردن، 2008.
- 6- صباح أسامة علي شراب ، أثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير ، تخصص محاسبة و تمويل كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية ، فلسطين ، 2006 .
- 7- العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص إقتصاد مالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.

8- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.

9- مريمت عديلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار و المحافظة المالية، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010.

10- هواري السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

• المجالات:

1- بريش عبد القادر و بدروني عيسى ، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية ، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية ، العدد العاشر ، جامعة مسيلة ، 2013 .

2- دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008.

3- دادن عبد الوهاب ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية الأساسية ، مجلة الباحث، العدد التاسع، جامعة ورقلة، 2009-2010.

4- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009-2010.

5- زكريا محمد والصادق، تطور بحوث المحاسبة المالية وعلاقتها بمنهج البحث، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الاول، 1989.

6- علي بن ضب وسيد أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2013.

7- محمد زرقون ، أثر الاككتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة ، مجلة البورصة ، العدد الثامن ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2010 .

8- هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة العدد السابع عشر ، جامعة الاسراء ، بغداد ، 2008 ، ص.406

9- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009-2010.

• الملتقيات العلمية:

1- بريكة السعيد و مسعي سمير، دراسة حول تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة **EVA**، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2009.

2- عبد اللطيف بلغرسة ورضا جاوحدو، أثر السياسة النقدية والمالية على تأهيل المؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة ، يومي 29-30 أكتوبر 2001 .

• التقارير العلمية :


1- سامبا سلسلة التقارير: "السوق المالية السعودية": مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، والتوقعات للفترة المقبلة، ديسمبر 2009.

• مواقع الانترنت :

- 1- [http://cma.org.sa/ar/publication_reports/doclib/CMA%20Arabi%201011%20 fini.pdf](http://cma.org.sa/ar/publication_reports/doclib/CMA%20Arabi%201011%20fini.pdf)
- 2- <http://www.Sahny.com/t105723.html>.
- 3- http://www.tadawul!.com.sa/wps/portal!/ut/p/co/04/sb8k8xllm9msszpy8xbz9cpoos3g_AewIE8TIwMLj2AXA0_vqGNzy18g18RcPzixS18g21ERABTII2M!
- 4- <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal>.
- 5- <http://www.tadwal.com.sa/wps/portal/ut/p/c1/04-sb8bk8xl>.
- 6- www.Samba.connect.com/obdocs/theSaoudi Stock mareket.

• الكتب باللغة الفرنسية:

- 1- Frank H.Easterbrook, TWO Agency. costEscplantions of DIVI dents, the American Economic Review, Vol .74, NO.4, 1984.
- 2- Pascal Barneto, Georges Greagorio, **Finance en 32 fichiers**, Dunod,Paris,2^{eme} édition, 2012.
- 3- Pascal quiry et Yann Le FUR , Finance d'entreprise , DALLOZ , Paris , 2010.
- 4- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise** , Dalloz, Paris 3^{eme} édition,1998.
- 5- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz,Paris,10^{eme} édition, 2012.
- 6- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz,Paris,8eme édition, 2010.
- 7- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**,Dalloz,Paris, 6^{eme} édition , 2005.



الملاحق

ملحق رقم (01): Vm، DPA، BNR، BPA لعينة الدراسة سنة 2010

ربحية السهم الواحد BPA	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة BNR	نصيب السهم من التوزيعات DPA	القيمة السوقية للشهم Vm	
0.94	0,004	0,65	26,6	بنك الرياض
4.17	0,0029	2,77	83	الراجحي
7.2	0,0056	3,5	104,75	سالك
2.19	0,0063	0,76	35,5	التصنيع
3.24	4,07	2,76	51,5	إسمنت اليمامة
2.55	0,0084	0,8	34,2	إسمنت العربية
2.37	8,97	1	72	المواساة
1.31	5,77	0,21	44,8	الخليج للتدريب
1.20	0,2	0,7	18,85	الغاز و التصنيع
0.55	0,0017	0,7	14,05	السعودية للكهرباء
2.14	0,0075	0,86	111,75	المراعي
2.21	5,13	1,33	38,3	الجوف الزراعية
4.72	0,0081	3	42,6	اتصالات السعودية
5.47	0,011	1,82	55,25	موبايلي
2.37	7,056	1,25	27,8	الزجاج
4.115	1,243	3	60,75	الحسن شاكر
5.85	0,0251	2,33	147,5	الخزف
1.43	1,673	1,5	24,1	أساس السعودية
0.72	3,722	0,75	15	التعمير
1.53	1,436	1,25	26,2	العقارية
0.81	0,83	0,5	36	المصافي
0.67	2,291	0,75	13,55	عسير
1.30	0,00348	1	17,5	البحري
0.40	0.00056	0.50	7.35	النقل الجماعي

المصدر: أرقام السوق السعودي

ملحق رقم (02): Vm، DPA، BNR، BPA لعينة الدراسة سنة 2011

ربحية السهم الواحد BPA	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة BNR	نصيب السهم من التوزيعات DPA	القيمة السوقية للسهم Vm	
1.05	0,00058	0,65	23,3	بنك الرياض
4.54	0,0027	3	69,5	الراجحي
9.75	0,0077	5	96,25	سالك
3.65	0,0065	1,25	40,7	التصنيع
3.65	4,18	2,67	70	إسمنت اليمامة
4.05	0,0115	2,4	44,9	إسمنت العربية
2.96	11,25	1,5	94,25	المواساة
1.55	3,77	0,29	45,5	الخليج للتدريب
1.42	0,76	1	19,2	الغاز و التصنيع
1.53	0,0021	0,7	13,9	السعودية للكهرباء
1.90	0,0097	0,86	99	المراعي
2.82	3,02	1,67	36,7	الجوف الزراعية
3.86	0,0097	2	33,8	اتصالات السعودية
6.60	0,014	2,95	52,5	موبايلي
2.70	8,186	2,25	35,7	الزجاج
5.15	2,378	3,5	61,25	الحسن شاكر
6.19	0,0308	2,33	149	الخزف
1.28	0,788	1,5	29,2	أساس السعودية
0.98	3,885	0,94	22,65	التعمير
1.25	0,795	1	26,2	العقارية
0.70	0,97	0,5	79,25	المصافي
0.77	2,3	0,75	15,6	عسير
0.91	0,0033	0,5	12,15	البحري
0.52	0,00049	0,5	9,15	النقل الجماعي

المصدر: أرقام السوق السعودي

ملحق رقم (03): Vm، DPA، BNR، BPA لعينة الدراسة سنة 2012

ربحية السهم BPA الواحد	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة BNR	نصيب السهم من التوزيعات DPA	القيمة السوقية للشهم Vm	
1.16	0,00091	0,65	23	بنك الرياض
4.85	0,00076	3	65	الراجحي
8.26	0,0062	5	89.75	سالك
2.64	0,0069	2	27.7	التصنيع
4.04	3,33	3	47.5	إسمنت اليمامة
3.87	0,0124	2,4	50	إسمنت العربية
3.43	2,18	1,5	53,75	المواساة
1.93	3,01	0,36	36,1	الخليج للتدريب
1.86	1,41	1,5	18,2	الغاز و التصنيع
0.61	0,0025	0,7	13,4	السعودية للكهرباء
2.40	0,0073	0,83	63,5	المراعي
3.39	4,62	1,67	43,5	الجوف الزراعية
3.64	0,0113	2	43,3	اتصالات السعودية
7.82	0,017	3,88	76	موبايلي
1.46	7,192	1,25	25,6	الزجاج
5.36	3,219	4	64,5	الحسن شاكر
6.60	0,0208	2,5	73,75	الخزف
1.05	0,809	0,75	25,3	أساس السعودية
1.72	4,0274	1,24	22,85	التعمير
1.30	1,284	1	34,6	العقارية
1.12	1,44	0,5	60,5	المصافي
0.88	1,623	1	16,55	عسير
1.60	0,0032	1	19,15	البحري
0.59	0.0005	0.50	16,5	النقل الجماعي

المصدر: أرقام السوق السعودي

ملحق رقم (04): Vm ،DPA ،BNR ،BPA لعينة الدراسة سنة 2013

ربحية السهم BPA الواحد	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة BNR	نصيب السهم من التوزيعات DPA	القيمة السوقية للسهم Vm	
1,32	0,0013	0,73	29,2	بنك الرياض
4,58	0,000076	2,31	73	الراجحي
8,43	0,0054	5	111,5	سالك
1,76	0,0075	1,5	33,5	التصنيع
4,3	4,18	3	57,25	إسمنت اليمامة
1,92	0,0124	2,4	64,25	إسمنت العربية
4,02	3,78	2	92	المواساة
2,25	2,76	0,86	44,6	الخليج للتدريب
1,52	9,66	1,75	26,6	الغاز و التصنيع
0,73	0,0031	0,7	14,55	السعودية للكهرباء
2,5	0,0029	1	52,5	المراعي
3,4	5,13	0,83	49,9	الجوف الزراعية
4,95	0,0143	2,25	53,5	اتصالات السعودية
7,71	0,016	4,8	85,5	موبايلي
1,5	9,222	1,2	30	الزجاج
3,57	6,419	2,5	69,75	الحسن شاكر
8,25	0,0257	3	111,5	الخزف
1,56	0,308	0,75	35,5	أساس السعودية
1,87	5,257	1,13	28,2	التعمير
1,3	1,285	1	34,6	العقارية
1,04	1,877	0,6	58,75	المصافي
1,04	1,653	1	23,25	عسير
2,39	0,00539	1	28,2	البحري
0,62	0,00053	0,5	27,1	النقل الجماعي

المصدر: أرقام السوق السعودي

ملحق رقم (05): Vm، DPA، BNR، BPA لعينة الدراسة سنة 2014

ربحية السهم BPA الواحد	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة BNR	نصيب السهم من التوزيعات DPA	القيمة السوقية للشهم Vm	
1,45	0,00072	0,73	16,99	بنك الرياض
4,21	0,00013	1,75	51,25	الراجحي
7,81	0,0044	5,5	83,5	سالك
1,6	0,005	1	26,6	التصنيع
3,31	2,93	3	47,93	إسمنت اليمامة
6,46	0,0112	5	77,57	إسمنت العربية
4,8	8,1	2	123,45	المواساة
2,55	2,27	0,8	65,68	الخليج للتدريب
2,03	14,79	1,8	32,57	الغاز و التصنيع
0,87	0,0037	0,7	14,9	السعودية للكهرباء
2,79	0,0043	1	76,72	المراعي
3,57	6,43	1	40,82	الجوف الزراعية
5,55	0,0166	3,5	65,74	اتصالات السعودية
1,19	0,012	1,25	43,89	موبايلي
2,05	7,779	1,7	32,74	الزجاج
12,48	12,654	2,5	59,82	الحسن شاكر
8,27	0,0307	2,65	105,78	الخزف
0,58	0,581	0,5	24,04	أساس السعودية
1,42	1,582	1	20,4	التعمير
2,32	2,364	1	33,41	العقارية
1,75	2,479	0,7	49,42	المصافي
1,47	2,892	1	23,65	عسير
1,51	0,00591	1,11	33,98	البحري
0,82	0,00071	0,75	24.00	النقل الجماعي

المصدر: أرقام السوق السعودي

ملحق رقم(07): مؤشر السوق ومعدل البطالة لفترة 2010-2014

LS // Dependent Variable is IND

Date: 04/13/15 Time: 13:15

Sample: 2010 2014

Included observations: 5

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	8046.531	7965.587	1.010162	0.3868
CHOM	-6101.200	68806.82	-0.08867	0.9349

R-squared	0.002614	Mean dependent var	7341.720
Adjusted R-squared	-0.329848	S.D. dependent var	1009.242
S.E. of regression	1163.849	Akaike info criterion	14.40815
Sum squared resid	4063631.	Schwarz criterion	14.25192
Log likelihood	-41.11507	F-statistic	0.007863
Durbin-Watson stat	0.752698	Prob(F-statistic)	0.93493

ملحق رقم(06): مؤشر السوق ومعدل التضخم لفترة 2010-2014

LS // Dependent Variable is IND

Date: 04/13/15 Time: 13:03

Sample: 2010 2014

Included observations: 5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10156.83	936.2081	10.84890	0.0017
INF	-70731.34	22649.16	-3.122912	0.0524
R-squared	0.764753	Mean dependent var	7341.720	
Adjusted R-squared	0.686338	S.D. dependent var	1009.242	
S.E. of regression	565.2317	Akaike info criterion	12.96365	
Sum squared resid	958460.5	Schwarz criterion	12.80742	
Log likelihood	-37.50381	F-statistic	9.752578	
Durbin-Watson stat	2.712514	Prob(F-statistic)	0.052353	

ملحق رقم(08): مؤشر السوق ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لفترة 2010-2014

LS // Dependent Variable is IND				
Date: 04/13/15 Time: 13:17				
Sample: 2010 2014				
Included observations: 5				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8838.282	1600.894	5.520842	0.0117
TC	-26605.54	27290.99	-0.974884	0.4015
R-squared	0.240583	Mean dependent var		7341.720
Adjusted R-squared	-0.012556	S.D. dependent var		1009.242
S.E. of regression	1015.559	Akaike info criterion		14.13556
Sum squared resid	3094079.	Schwarz criterion		13.97934
Log likelihood	-40.43360	F-statistic		0.950398
Durbin-Watson stat	0.888207	Prob(F-statistic)		0.401519

ملحق رقم (09) : تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	0,640 ^a	0,410	0,383	21,786291393	0,410	15,267	1	22	0,001

a. Valeurs prédites : (constantes), dpa

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	
	A	Erreur standard				Bêta
1	(Constante)	20,512	8,229		2,493	0,021
	dpa	16,284	4,168	0,640	3,907	0,001

a. Variable dépendante : vm

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	0,061 ^a	0,004	-0,042	28,302282367	0,004	0,082	1	22	0,777

a. Valeurs prédites : (constantes), bnr

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	
	A	Erreur standard				Bêta
1	(Constante)	48,890	7,388		6,617	0,000
	bnr	-0,673	2,345	-0,061	-0,287	0,777

a. Variable dépendante : vm

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	0,815 ^a	0,665	0,649	16,419286558	0,665	43,612	1	22	0,000

a. Valeurs prédites : (constantes), bpa

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard				Bêta
1	(Constante)	16,356	5,794		0,010
	bpa	10,591	1,604			0,815	6,604

a. Variable dépendante : vm

ملحق رقم (10) : تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques					Durbin-Watson
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F	
1	0,871 ^a	0,759	0,723	14,588441483	0,759	21,038	3	20	0,000	2,060

a. Valeurs prédites : (constantes), bpa, bnr, dpa

b. Variable dépendante : vm

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité	
	A	Erreur standard				Bêta	Tolérance	VIF
(Constante)	21,398	6,125		3,494	0,002		
1 dpa	20,830	7,429	0,819	2,804	0,011	0,141	7,086
bnr	-0,231	1,214	-0,021	-0,190	0,851	0,991	1,009
bpa	20,469	3,799	1,576	5,388	0,000	0,141	7,109

a. Variable dépendante : vm

Corrélations

	vm	dpa	bnr	bpa	
Corrélation de Pearson	vm	1,000	0,640	-0,061	0,815
	dpa	0,640	1,000	-0,063	0,927
	bnr	-0,061	-0,063	1,000	-0,085
	bpa	0,815	0,927	-0,085	1,000
Sig. (unilatérale)	vm	.	0,000	0,388	0,000
	dpa	0,000	.	0,384	0,000
	bnr	0,388	0,384	.	0,346
	bpa	0,000	0,000	0,346	.
N	vm	24	24	24	24
	dpa	24	24	24	24
	bnr	24	24	24	24
	bpa	24	24	24	24

ملحق رقم (11) : إعادة تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	0,871 ^a	0,759	0,736	14,24976

a. Valeurs prédites : (constantes), BPA, DPA

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	21,905	5,389		4,065	0,001
1 DPA	20,772	7,250	0,816	2,865	0,009
BPA	20,418	3,702	1,572	5,516	0,000

a. Variable dépendante : VM

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق المالي السعودي، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم وأصعب القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، والتي تحدد من خلالها نسب كل من الأرباح المحتجزة والموزعة، وبالتالي تهدف المؤسسة من خلال هذه السياسة إلى تعظيم قيمة أسهمها قدر المستطاع، وبالتالي جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين لشراء أسهمها. ولتحقيق هذا الهدف تم قياس واختبار كفاءة السوق المالي السعودي وبناء نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد واختبارهما إحصائياً، وبهذا خلصت الدراسة إلى أن السوق كفاء في صيغته الضعيفة وأن لنصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم الواحد تأثير على قيمة المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي.

الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة، سياسة توزيع الأرباح، السوق الكفاء، الأرباح الموزعة، الأرباح المحتجزة.

Résumé

Cette étude vise à identifier l'impact de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise dans le marché financier, où est la politique de dividende est la décision la plus importante et difficile prise par l'entreprise et qui permet de déterminer et évaluer à la fois les bénéfices non reparties et distribués, et dans le but d'attirer le plus grand nombre d'investisseur pour l'achat de ses actions, l'entreprise et à travers cette politique vise à optimiser la valeur de ses actions autant que possible.

Et pour atteindre cet objectif et mesurer l'efficience du marché financier, on a pris comme exemple le marché saoudien en vue de mesurer sa efficience et en même temps on a fait le modèle de régression linéaire simple et multiple. En conclusion, cette étude a révélé que le marché financier saoudien est efficient sous sa forme faible et les dividendes par actions et les bénéfices par action ont un impact sur la valeur des actions de ses entreprises.

Mots clé: valeur d'entreprise, politique de dividende, le marché efficient, bénéfices distribués, bénéfices non reparties.