

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

قرار توزيع الأرباح وأثاره على قيمة المؤسسة
دراسة حالة مؤسسة صيدال 1999-2016

تحت إشراف الأستاذة:

- معياش نسرين

من إعداد الطلبة:

- حلوي لكحل

السنة الجامعية 2017-2018

إهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين

أهدي هذا العمل إلى:

من ربنتي وأنارت دربي وأعانتي بالصلوات والدعوات، إلى أعلى إنسان في هذا الوجود أمي الحبيبة
إلى من عمل بكد في سبيلي وعلمني معنى الكفاح وأوصلني إلى ما أنا عليه أبي الكريم أدامه الله لي
إلى من يحملون ذكريات طفولتي

اخواتي و أخواتي وأبناء أختي : **اسراء و اسمهان** و أبناء أخي : **ضياء الدين و عبد الله**

وجميع العائلة

و إلى كل من عمل معي بكد بغية إتمام هذا العمل

إلى كل الأصدقاء و الأحباب من دون استثناء

إلى أساتذتي الكرام و كل رفقاء الدراسة دفعة 2018.

* حلوي لكحل *

الفهرس

اهداء

قائمة الأشكال والجداول.

مقدمة عامة

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

2	.....مقدمة الفصل
2	.....المبحث الأول:الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
2	.....تمهيد
2	.....المطلب الأول:مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح
3	.....أولاً:مفهوم ودور سياسة توزيع الأرباح
4	.....ثانياً:فئات سياسة توزيع الأرباح
5	.....المطلب الثاني:قرار وسياسة توزيع الأرباح
5	.....أولاً:قرار سياسة توزيع الأرباح
5	.....ثانياً:سياسة توزيعات الأرباح
6	.....المطلب الثالث:أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح
6	.....أولاً:أشكال سياسة توزيع الأرباح
9	.....ثانياً:بدائل سياسة توزيع الأرباح
12	.....المبحث الثاني:أساسيات سياسة توزيع الأرباح

12	..... تمهيد
12	..... المطلب الأول: آلية سياسة دفع توزيع الأرباح
12	..... أولاً: مقدار توزيعات الأرباح
13	..... ثانياً: السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح
14	..... المطلب الثاني: محددات سياسة توزيع الأرباح
14	..... أولاً: سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري
15	..... ثانياً: سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي
15	..... المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
16	..... أولاً: خصائص توزيعات الأرباح
17	..... ثانياً: قيود سياسة توزيعات الأرباح
21	..... المبحث الثالث: مقاربات نظرية لسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة المؤسسة
21	..... تمهيد
21	..... المطلب الأول: المقاربات النظرية الأولى لسياسة توزيع الأرباح
21	..... أولاً: نظرية الفائض للتوزيعات
22	..... ثانياً: مقارنة والتر
24	..... المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام
24	..... أولاً: عدم ملائمة التوزيعات
25	..... ثانياً: نموذج جوردن
26	..... المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد
26	..... أولاً: وجهة نظر مدكلياني وميلر
28	..... ثانياً: نظرية العصفور في اليد

30	..... خاتمة الفصل
	الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية
32	..... مقدمة الفصل
33	..... المبحث الأول:مدخل لتقييم المؤسسة
33	..... تمهيد
33	..... المطلب الأول:مفهوم قيمة المؤسسة
33	..... أولا:ماهية قيمة المؤسسة
34	..... ثانيا:المفاهيم المتعددة لقيمة المؤسسة
35	..... المطلب الثاني:الهدف من تقييم المؤسسة
36	..... المطلب الثالث:آليات ومدخل تحديد تقييم المؤسسة
36	..... أولا:آلية تحديد تقييم المؤسسة
37	..... ثانيا:مدخل تقييم المؤسسة
39	..... المبحث الثاني:التقييم المحاسبي للمؤسسة
39	..... تمهيد
39	..... المطلب الأول:طريقة الأصول الصّافية المحاسبيةANC
40	..... المطلب الثاني:القيمة المحاسبية المصححةANCC
40	..... أولا:مفاهيم أساسية للقيمة المحاسبية المصححة
41	..... ثانيا:إعادة تقييم الأصول المحاسبية المصححة
42	..... المطلب الثالث:طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة
43	..... أولا:الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة

45 ثانيا: الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة.

47 **المبحث الثالث: التقييم المالي للمؤسسة.**

47 **تمهيد.**

47 **المطلب الأول: طريقة التقييم باستخدام (PER) المضاعف.**

47 أولاً: مفاهيم أساسية لطريقة التقييم.

48 ثانيا: تقييم طريقة تقييم المؤسسة باستخدام المضاعف (PER).

49 **المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF).**

49 أولاً: مفاهيم أساسية لنموذج تسعير الأصول المالية.

51 ثانيا: الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

51 **المطلب الثالث: تقييم كفاءة الأسواق المالية.**

52 أولاً: مفهوم وخصائص كفاءة السوق المالي.

53 ثانيا: متطلبات كفاءة السوق المالية.

54 ثالثاً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي.

57 **خاتمة الفصل.**

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

59 **مقدمة الفصل.**

60 **المبحث الأول: نظرة عامة حول المجمع الصناعي صيدال.**

60 **تمهيد.**

60 **المطلب الأول: لمحة تاريخية حول المؤسسة.**

61	المطلب الثاني:الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.....
63	المطلب الثالث: معلومات حول عملية دخول المجمع للبورصة.....
65	المبحث الثاني: الدراسات السابقة المشابهة لموضوع الدراسة.....
65	تمهيد.....
65	المطلب الأول: أهم الدراسات المحلية.....
65	أولا: الدراسة الأولى.....
66	ثانيا: الدراسة الثانية.....
67	المطلب الثاني: أهم الدراسات العربية.....
67	أولا: الدراسة الأولى.....
67	ثانيا: الدراسة الثانية.....
69	المطلب الثالث: أهم الدراسات اللاتينية.....
69	أولا:الدراسة الأولى.....
69	ثانيا: الدراسة الثانية.....
70	المبحث الثالث:تقديم النموذج الاحصائي ونتائج الدراسة.....
70	تمهيد.....
70	المطلب الأول:تقديم النموذج الاحصائي.....
70	أولا:التحديد الزمني والمكاني للدراسة.....
70	ثانيا:مصدر البيانات.....
70	ثالثا:متغيرات الدراسة.....
71	رابعا:تطور العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.....
73	خامسا:الدراسة التطبيقية.....
77	المطلب الثاني:نتائج الدراسة.....

77	.....أولاً:عراقيل اقتصادية.....
77	.....ثانياً:العراقيل السياسية.....
78	.....ثالثاً:العراقيل الإدارية.....
78	.....رابعاً:العراقيل الإعلامية.....
79	.....خاتمة الفصل.....

خاتمة عامة

81	.....1 تلخيص الدراسة.....
81	.....2 نتائج اختبار فرضيات الدراسة.....
81	.....3 الاستنتاجات النظرية للدراسة.....
82	.....4 توصيات وآفاق الدراسة.....

84قائمة المراجع.....
----	-------------------------

88قائمة الملاحق.....
----	-------------------------

ملخص

قائمة الجد اول والأشكال

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1.1	معدل توزيع الأرباح لسنة 2004، لبعض المؤسسات الأوروبية	10
1.3	بطاقة فنية لمجمع صيدال	61
2.3	تطور العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل للفترة الممتدة من 1999 حتى 2016	71
3.3	مقاييس الاحصاء الوصفي	74
4.3	اختبار ADF لاستقرار التوزيعات	75
5.3	النموذج العام	76

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1.2	الشكل الموسع لخريطة الأصول غير المادية	43
1.2	خط سوق رأس المال	50
1.3	الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي صيدال	62
2.3	متوسطة القيمة السوقية لسهم صيدال 1999-2016	72
3.3	توزيعات الارباح النقدية لسهم صيدال للفترة 1999-2016.	72

مقدمة عامة

1. تمهيد

أفضت التغيرات الحاصلة في الميدان الاقتصادي والمالي إلى دفع المؤسسات الاقتصادية للبحث عن طرق وأساليب تمكنها من الاستمرارية وتحقيق مستويات مقبولة للأداء بكافة أنواعه خاصة المتعلقة بالأداء المالي ويرتبط هذا الأخير حسب العديد من الباحثين بالقرارات المالية التي تتخذها هذه الأخيرة، فالنظرة الحديثة للإدارة المالية تعتمد على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ولا يكون هذا إلا من خلال توزيع الأرباح المجزية لهؤلاء المالكين غير أن الظروف الغير المستقرة التي تعيشها المؤسسة تجعل من الصعوبة بمكان اتخاذ بعض القرارات التي يمكن أن يكون لها أثر كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

وقد سعى الباحثون الماليون منذ ظهور النظرية المالية إلى البحث في العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة والبحث عن كيفية تعظيمها، وهذا من أجل اختبار النظريات المالية في أرض الواقع ومدى صلاحية هذه النظريات والاعتماد عليها للبحث في تأثيرها على قيمتها، وقد أثبتت النظرية المالية عن وجود تأثير لقرار توزيع الأرباح والذي يعد من أهم القرارات المالية بعد قراري التمويل والاستثمار على قيمة المؤسسة، والذي أثار جدلا بين الباحثين والمنظرين وذلك لاختلاف مستويات الأسواق المالية والتطور الذي تواجبه وكذلك حجم المؤسسات وقيمتها ومدى التأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة في حد ذاتها.

2. أهمية الدراسة

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية بالغة ومن القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث ترتبط بالهدف الجديد الذي تطمح إليه المؤسسات الاقتصادية وهو تعظيم قيمة المؤسسة، وهي تعبر عن قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير إلى النسبة التي سيتم توزيعها من الأرباح المحققة والنسبة الواجب احتجازها، حيث تقوم هذه السياسة بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية المؤسسة وأدائها، إضافة إلى هذا وما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.

كما تكمن أهمية الموضوع في كونه يقدم معلومات لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين المهتمين بتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمجمع الصناعي صيدال.

3. إشكالية الدراسة

بناءً على ما سبق، ونظراً لأهمية سياسة توزيع الأرباح في اتخاذ القرارات وتأثيره على المؤسسة بصفة عامة وعلى قيمة المؤسسة بصفة خاصة، يمكن طرح الإشكال التالي:

ما هو أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية؟

4. فرضيات الدراسة

من أجل تفسير الإشكالية، ومحاولة الإجابة على التساؤلات الفرعية، قمنا بصياغة الفرضية التالية:

- ما هو أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

5. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة أساساً إلى توضيح أحد أهم القرارات المالية وتفسيرها والمتمثلة في سياسة توزيع الأرباح وكيفية تأثيرها على قيمة المؤسسة، وطرح وجهات نظر حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة من خلال عدة نظريات.

6. 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 التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي حيث تم فيه استخدام نماذج إحصائية من أجل اختبار إشكالية الموضوع.

7. أدوات الدراسة

لإثراء هذا الموضوع تم الاعتماد على مجموعة من أدوات البحث العلمي، المتمثلة في:

- برنامج (EViews)، من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

- استخدام أسلوب إحصائي والمتمثل في الانحدار الخطي البسيط.

8. التوثيق العلمي للدراسة

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الموضوع، اعتمدنا على البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال الكتب العلمية المتخصصة باللغة العربية والأجنبية، وكذلك مجموعة من الأبحاث العلمية والمجلات المحكمة والبحوث المنشورة، بالإضافة إلى مواقع الأنترنت الموثوقة الخاصة بالمعطيات المالية للمجمع الصناعي صيدال.

9. محتويات الدراسة

بهدف إنجاز هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول مسبق بمقدمة وتنتهي بخاتمة للدراسة، وتمثلت فصول هذه الدراسة في:

- الفصل الأول، تحت عنوان الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث. حيث تناولنا في المبحث الأول الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح مبرزين مفهومها وأهميتها وأهم أشكالها وبدائلها، أما في المبحث الثاني فتناولنا أساسيات سياسة توزيع الأرباح مبرزين آلياتها ومحدداتها، وفي المبحث الأخير تطرقنا لأهم المقاربات النظرية لسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة المؤسسة.

- الفصل الثاني، بعنوان الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية، قسم بدوره أيضا إلى ثلاث مباحث. في المبحث الأول تناولنا مدخل تقييم المؤسسة مفهومها والهدف من تقييمها، في المبحث الثاني أبرزنا التقييم المحاسبي للمؤسسة مبرزين أهم طرق التقييم المحاسبية الموجودة، وفي المبحث الثالث والأخير تطرقنا للتقييم المالي للمؤسسة مبرزين كذلك أهم طرق التقييم المالية الموجودة.

- الفصل الثالث، ويهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية من خلال القيام بدراسة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة باختيار المجمع الصناعي صيدال كنموذج، وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث في المبحث الأول تم تناول نظرة عامة حول المجمع، أما في المبحث الثاني فقد تم التطرق لبعض الدراسات السابقة المشابهة للموضوع من دراسات محلية، عربية وحتى أجنبية، أما في المبحث الأخير فقد تم تحليل إشكالية الموضوع من خلال استعمال برنامج تحليلي وتم التوصل لمجموعة من النتائج.

الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

الفصل الأول :

مقدمة الفصل

تعتبر سياسة توزيع الأرباح إحدى القرارات المالية الهامة التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، باعتبار أن الأرباح المحتجزة أحد أهم العناصر التي تدخل في التمويل الذاتي لها، لكنها في المقابل تواجه ضرورة إجراء توزيعات، ولذلك فإن عملية الموازنة بين احتجاز الأرباح والتوزيعات تمثل أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة وهذا لتلبية رغبة المستثمرين والحفاظ على قيمة المؤسسة، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من الاتجاهات ووجهات نظر التي عالجت هذا الموضوع وعملت على الخروج بنتيجة نهائية، إلا أن الجدل بقي قائماً حول أهمية تأثير التوزيعات على القيمة السوقية للسهم.

ونظراً للتجاذبات العديدة حول هذه السياسة وتأثيرها على قيمة المؤسسة سنحاول في هذا الفصل إلقاء نظرة على المفاهيم الأساسية لها في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني سنتطرق لأساسيات سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم إعطاء بعض وجهات النظر ومقاربات لسياسة توزيعات الأرباح وأثرها على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

تمهيد

يحتوي هذا المبحث على ثلاث مطالب، سنتطرق في الأول لمفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال تسليط الضوء على ماهيتها وأهميتها، أما الذي يليه سنتطرق لخصائصها، أشكال وبدائلها، وفي المطلب الثالث والأخير سنحاول تبيان أنواع ودوافع سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح

تسعى المؤسسة من خلال العمليات التي أنشأت من أجلها إلى تحقيق أهدافها، يكون تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها ومؤشر فعلي على نجاحها، إلا أنه تختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى، وهذا يرجع أساساً إلى اختلاف مفهوم سياسة توزيعات الأرباح بالنسبة إليهم، وخلال هذا المبحث سنتطرق للمفهوم ودور سياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى أهميتها وفئاتها.

أولاً: مفهوم ودور سياسة توزيع الأرباح

أولاً وقبل كل شيء، وجب علينا التطرق إلى مفهوم توزيعات الأرباح والتي تعرف على أنها، جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة.⁽¹⁾

ومن خلال مفهوم توزيعات الأرباح نجد التعريف الذي قدمه الباحث عاطف جابر لسياسة توزيع الأرباح على أنها، كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.⁽²⁾

وتُعرف كذلك على أنها، تلك الدفعات المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة التي تحققها من أنشطتها المختلفة وسيولتها.⁽³⁾

ومن خلال هذه التعاريف نجد أن سياسة توزيع الأرباح، هي تلك السياسة التي تضعها المؤسسة، والمرتبطة بطبيعتها والمتوافقة مع قراراتها الحالية، بخصوص التوزيع الأرباح على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، أو احتجاز جزء من الأرباح لضرورة قراراتها المستقبلية المرتبطة بالتوسع وفرص النمو والاستثمار.

وتلعب سياسة التوزيعات دوراً بارزاً في التأثير على اتجاهات المستثمرين والمساهمين، من خلال خلق فرص استثمارية ذات عوائد مغرية وانتهاج سياسة التوزيعات الملائمة لرغباتهم، مما يؤثر على ميولهم ويزيد في رغبتهم في اقتناء أسهم المؤسسة، إضافة إلى توفير كل من عنصري السيولة والتدفقات النقدية.

(1) أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 65.

(2) عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 390.

(3) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 457.

هذه الأخيرة التي تستغلها المؤسسة أساسا في أغراض النمو والتوسع، والتي ينتج عنها الزيادة في الأرباح الموزعة مستقبلا، تمكنها من التوسع مستقبلا وذلك لمحاولة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا دون إهمال أهمية التوزيعات الحالية والدور الذي تلعبه في التأثير على اختيارات المستثمرين.

ثانيا: فئات سياسة توزيع الأرباح

من خلال دراستنا يمكننا القول، أنه يوجد فئتين أساسيتين لسياسة توزيع الأرباح والتي تؤثر وتتأثر خلال عملية توزيع الأرباح، وتتمثل في:⁽¹⁾

1. الفئة الأولى

تتمثل في الإدارة العليا، والتي تعمل على احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويل سهل للاستثمار مستقبلا.

2. الفئة الثانية

وتتمثل في المساهمين مالكي الأسهم، ويمكن تقسيمها إلى قسمين:

- صغار المساهمين، الراغبين في الحصول على أكبر كمية من الأرباح المقسمة والموزعة، باعتبارها عوائد جارية ستخدم في سد حاجاتهم اليومية.
- كبار المساهمين، أصحاب الأموال الكبيرة، وينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظارين:
 - إذا كان معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أصغر من المعدل العائد على الاستثمار بالسوق، فإنها تميل إلى سياسة احتجاز الأرباح.
 - وفي حالة معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أكبر من المعدل العائد على الاستثمار بالسوق، فإنها تفضل توزيع الأرباح.

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

⁽¹⁾ دريد كامل آل شيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2010، ص 206.

المطلب الثاني: قرار وسياسة توزيع الأرباح

تعتمد المؤسسة خلال إجراء عملية توزيعات الأرباح على شكل معين من التوزيعات، وذلك بما يتماشى وأهدافها المستقبلية ورغبة مالكيها، إذ يعد قرار والدوافع التي تنتهج من أجل سياسة توزيع الأرباح، من أهم الإجراءات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة كونها تتداخل مع مجموعة من القرارات الأخرى كالاستثمارية منها والتمويلية، وهو ما سنوضحه في هذا المطلب.

أولاً: قرار سياسة توزيع الأرباح

إن سياسة التوزيعات تقيد بمجموعة من المحددات الأساسية، لذا فإن القرار توزيع الأرباح يتخذ مع الأخذ بعين الاعتبار المستثمرين وتفصيلاتهم بين الحصول على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، أما العامل الآخر فيتمثل في الهيكل المالي المستهدف الذي تعمل المؤسسة على تحقيقه، والذي غالباً تكون تكلفة التمويل الخارجي من بين أهم محدداته، ومع ذلك فإن قرار التوزيعات يتم ممارسته بطرق شكلية فقط، بحيث لا يمكن اعتبارها كقرارات تبنى على أسس رياضية دقيقة.

وفي الواقع لا يكون قرار توزيعات الأرباح مستقل تماماً، وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير مع قرارات الهيكل المالي وقرارات تمويل الاستثمارات، ويعود أساساً هذا الارتباط إلى حالة عدم تماثل المعلومات السائدة، والذي ينتج عنه تأثير سلبي على قيمة السهم في ظل اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل استثماراتها أو التذبذب في توزيع الأرباح.

وقرار التوزيع حتماً يضع في الحسبان الفرص الاستثمارية المتاحة والتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن التوزيعات إنما يبعث إشارات إيجابية توحى بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي، والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها. (1)

ثانياً: سياسة توزيعات الأرباح

تنشق سياسات توزيع الأرباح إلى جانبين رئيسيين: فإما يتم احتجاز الأرباح أو توزيعها، وذلك حسب أهداف وظروف المؤسسة، كما قد تمزج المؤسسة بينهما في ظل نسب متفاوتة، فاحتجاز الأرباح

(1) Michael C. EHRHARDT & Eugene F. BRIGHAM, *Corporate Finance: A Focused Approach*, 2nd Edition, page :552.

أو عدم توزيعها (سنتطرق إليها بنوع من التفصيل في المطلب الآتي) تمثل مصدرا مهما للمؤسسة من أجل تمويل استثمارات والتي تستعمل خاصة في عمليات النمو والتوسع، وتتحدد نسبة الأرباح المحتجزة وفقا لسياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وذلك حسب ما يقرره مجلس الإدارة، والذي يقضي باحتجاز كلا لأرباح المحققة في الدورة، أو نسبة محددة فقط يتم احتجازها على أن يوزع الباقي، أو عدم احتجاز الأرباح مطلقا وهذا وفقا لما تقتضيه الظروف التي تمر بها المؤسسة، وبما يخدم كل من المؤسسة والمستثمرين.

ومن جهة أخرى، وإلى جانب قرار المؤسسة باحتجاز نسبة من الأرباح فإنها تقرر توزيع النسبة الباقية من الأرباح، فهي بذلك إنما تحاول توفير التمويل الكافي، وكذا اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات وتفصيلات المساهمين والمستثمرين الحاليين والمرقبين، هذا إضافة إلى محاولة تعظيم ثروة الملاك، ما يضطرها إلى انتهاج سياسة مثلى لتوزيع الأرباح، من خلال إحداث توازن بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق، وهو ما سنحاول التطرق إليه في المطلب الآتي بشكل أكثر تفصيلا. (1)(2)

المطلب الثالث: أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح

أولاً: أشكال سياسة توزيع الأرباح

خلال عملية توزيع الأرباح على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار جانبين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، وهناك العديد من الطرق لتوزيع أرباح في المؤسسة، ومن خلال دراستنا وجدنا أن هناك ثلاثة أنماط رئيسية لتوزيع الأرباح هي: التوزيعات النقدية، التوزيعات في شكل أسهم والتوزيعات العينية. وسوف نستعرضها فيما يأتي:

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

(2) عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء لنيل متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، 2012، ص 109.

1. التوزيعات النقدية

ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى ثلاثة أنواع:⁽¹⁾

1.1 سياسة نسبة التوزيعات الأرباح الثابتة

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة.

1.2 سياسة توزيع الأرباح منتظمة

هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية.

1.3 سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة.

2. التوزيعات في شكل أسهم

وينقسم هذا النوع بدوره إلى نوعين:

1.2 الأسهم المجانية (Stock Dividend)

تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلا من دفع توزيعات نقدية، فهذا الإجراء يتطلب أن تمتلك المؤسسة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.⁽²⁾

وكذلك فإن هذا النوع من التوزيع يتميز بعدم خضوعه للضريبة، وأن هذه العملية تقوم بتعديل ملكية المساهمين بحيث يكون لكل مساهم نسبة أكبر من السابق، وبدون إحداث أي تغيير على ثروة المساهم.

⁽¹⁾ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 436-437.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 2، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص 349.

2.2 اشتقاق الأسهم (Stock Splits)

يُعتبر اشتقاق الأسهم بديلاً آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم، وذلك من خلال أن زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك تشابه بين اشتقاق الأسهم وبين التوزيعات الأسهم من الناحية المالية، ولكن من وجهة نظر محاسبية هناك اختلاف، حيث أن المبادئ المحاسبية تعالج توزيع الأسهم بنسبة 25% من الحصص على أنها تجزئة للسهم في حين أن هناك توزيعات أقل يمكن تصنيفها على أنها توزيع أرباح على شكل أسهم. (1)

3.2 معكوس الاشتقاق (Reverse Stock Splits)

تتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية. (2)

4.2 إعادة الشراء الأسهم (Stock Repurchase)

تعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو أن تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية (Treasury Stock)، وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراؤها بإحدى الطريقتين، فقد يشتري من السوق المفتوحة (Market Open)، وهذا بعد إعلان عن ذلك

(1) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، الأردن، 2011، ص 462.

(2) Raymond A, Ezejiofor, et All, **Relevance of Corporate Dividend Policy on the, Shareholder's Wealth**, Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria, 2014, Page: 56.

كأي مستثمر آخر، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات (Tenderoffer)، لعدد من الأسهم وبسعر محدد، ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة، كما توجد طريقة أخرى والتي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة والتي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز، وفي العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة، أو إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية.

ولقد شهدت سياسة إعادة شراء الأسهم نموا مذهلا في الولايات المتحدة الأمريكية وفي أوروبا، ويرى كل من (Lee & Suh 2009) أنه يوجد ميل واضح في الولايات المتحدة لعملية إعادة شراء الأسهم والتي تعتبر بديلا لعملية التوزيعات النقدية، وهذا الميل بلغ أعلى قيمة له في سنة 2002، وقدر بنسبة 50 %، من التوزيعات للمساهمين، ثم انخفضت هذه النسبة إلى 36 % في سنة 2006، كما لوحظ أن معدل إعادة الأسهم (قيمة إعادة شراء الأسهم مقسومة على النتيجة الإجمالية) وصل إلى 41.8 % سنة 2000. (1)

3. توزيعات العينية للأرباح

وتسمى أيضا بتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار، وهذا عوضا عن التوزيعات النقدية، بحيث تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة، ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم. (2)

ثانيا: بدائل سياسة توزيع الأرباح

توجد خيارات لدى المؤسسة في كيفية توزيع أرباحها، وننشق سياسة توزيع الأرباح إلى جانبين رئيسيين، قد يتم توزيعها كلية أو لا يتم توزيعها أصلا، وذلك حسب أهداف وظروف المؤسسة، كما قد تمزج المؤسسة بينهما في ظل نسب متفاوتة، وهذه التباين في اختلاف انتهاز طريقة توزيع الأرباح يكون من منطقة لأخرى، فعلى الصعيد الأوروبي يبرز الجدول الآتي نسبة التوزيعات الممنوحة.

(1) Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill, USA, 2001, Page: 542.

(2) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 237

الجدول 1.1: معدل توزيع الأرباح لسنة 2004، لبعض المؤسسات الأوروبية.

	0%<d<20%	20%<d<30%	30%<d<40%	40%<d<50%	50%<d<100%				
Alcatel	0%	Repsol	22%	Essilor	31%	Casino	41%	RWE	51%
Cap Gemini	0%	Peugeot	22%	Michelin	32%	Société Générale	42%	British Telecom	51%
JCDecaux	0%	SAP	22%	Hermès	33%	AGF	44%	Veolia	51%
Ryanair	0%	Italcementi	23%	BNP Paribas	33%	E.ON	45%	Deutsche Telekom	56%
Aviva	5%	Bonduelle	23%	L'Oréal	34%	Air Liquide	45%	Bulgari	57%
Porsche	10%	Havas	24%	Lafarge	34%	PPR	45%	TF1	58%
Air France - KLM	11%	Heineken	25%	Natexis	35%	BASF	46%	Suez	59%
Groupe Partouche	15%	Lagardère	26%	LVMH	36%	Endesa	46%	ASF (Autoroutes)	60%
Faurecia	16%	Pierre & Vacances	26%	Carrefour	37%	Telefónica Móviles	47%	DaimlerChrysler	64%
STMicroelectronics	16%	Philips	26%	Fortis	37%	Bayer	47%	Electrabel	64%
Heidelberg Cement	17%	Christian Dior	29%	Banca Intesa	37%	Energias de Portugal	49%	Telefónica	64%
Delhaize	17%	Vinci	29%	Dexia	38%	Vivendi Universal	49%	Telecom Italia	67%
Galerias Lafayette	18%	Acerinox	29%	Beiersdorf	38%	Mobistar	50%	Belgacom	75%
BMW	19%	Thyssenkrupp	30%	Danone	40%	Royal Dutch	50%	Areva	75%
Allianz	19%	EADS	30%	France Télécom	40%	Nokia	50%	Pages Jaunes	100%

Source : IBID, page :801.

فمن الجدول نرى أن هناك اختلاف في كيفية توزيع الأرباح، ومنه نرى أن هناك أربع بدائل شائعة لتوزيع الأرباح، سنحاول عرضها فيما سيأتي:

1. سياسة توزيع مجمل الأرباح

رأى (RUBNER) سنة 1966، أن الأكثر إفادة للمؤسسة أن توزع جل الأرباح، حيث أن المساهمين يفضلون استلام أكبر قدر من التوزيعات، لكن في الواقع استخدام هذه الطريقة يبقى محدودا، فلو ندقق جيد في الجدول السابق نرى أن البديل استخدم في مؤسسة واحدة من 97 مؤسسة بنسبة 1.1%.

2. سياسة عدم دفع توزيعات

توصل كل من (CLARKSONETELLIOT) سنة 1966، أن التوزيعات ترف بالنسبة للمساهمين في الشركة، وعليه لا داعي لتوزيعها، لكن في الواقع ومثل البديل السابق فاللجوء لهذا البديل يبقى محدودا أيضا، فاستخدامه اقتصر على 4 مؤسسات من 97 مؤسسة مدرجة في الجدول السابق، أي بنسبة 4.5% من إجمالي المؤسسات.

3. سياسة التوزيعات المستقرة

بفرض عدم جدوى استخدام البديلين السابقين كسياسة لتوزيع الأرباح، يرى أهل الاختصاص أن المسيرين يولون أهمية لتوزيعات السنوات السابقة، لذلك عادة ما يضعون هدف مستقبلي معين، يتمثل الهدف هنا في وضع معدل توزيع مستهدف، لكن يجب أن نعلم قيمة أو معدل التوزيعات أولاً، وعلى ضوء هذا يرى الباحثون أن سياسة التوزيعات المستقرة تأخذ ثلاثة أشكال، نستعرضها كآتي:

- استقرار في معدل توزيعات السهم الواحد من سنة لأخرى، أو حتى استقرار القيمة من سنة لأخرى.
- ثبات واستقرار نسبة الأرباح الموزعة، ولا تتغير إلا نتيجة تغير الأرباح.
- استقرار توزيعات السهم الواحد مع دفع تعويضات إضافية، قد تكون جزء من الأرباح المحققة والمرتفعة في أغلب الأحيان.

4. سياسة التوزيعات الباقية

تتمثل في أن المسير يحدد الحجم والاحتياج المالي للاستثمار، ومن ثم توزيع الباقي على المساهمين، من جهة أخرى وبافتراض ثبات العوامل الأخرى تبقى التوزيعات غير مستقرة نتيجة لأثر الاستثمار، فزيادته يؤدي إلى تراجع قيمة التوزيعات والعكس صحيح، والاعتماد على هذا البديل مع العمل على استقرار قيمة التوزيعات على المساهمين يؤدي للجوء للاستدانة من أجل ثبات قيمة التوزيعات.

المبحث الثاني: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

تمهيد

هناك أساسيات لسياسة توزيعات الأرباح تحدد الخطة العامة للمؤسسة، تتجلى من خلال الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة المؤسسة في السوق، إذ تتحكم مجموعة من العوامل في الواقع على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للمؤسسة، وفيما سيأتي سنحاول إبراز أهم هذه السياسات.

المطلب الأول: آلية سياسة دفع توزيع الأرباح

يعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، فمقدار التوزيعات يعد أمراً ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمنتبحين للأمر المالية للمؤسسات.

أولاً: مقدار توزيعات الأرباح

تعد الأرباح المحققة من قبل المؤسسة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع، ويكون مجلس الإدارة المسؤول الأول عن تحديد نسبتها، كما يمكن أن يقرر رفعها أو تخفيضها حسب ما تقتضيه الظروف، ويتم عموماً استخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم، وتتمثل في: ⁽¹⁾

1. مردودية السهم

تقاس مردودية السهم بالقيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم مقسمة على سعر السهم السوقي، فمردودية السهم (DIVIDENDYIELD)، عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي فالمستثمر يتجه إلى المؤسسة التي يكون فيها مردود السهم عالي.

⁽¹⁾ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، 2012، ص 111.

2. نسبة التوزيعات

تحدد نسبة التوزيعات بتوزيعات الأرباح مقسمة على إجمالي الأرباح، وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات، وخير ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فارتفاع هذه النسبة ينبأ بارتفاع في معدل نمو الأرباح.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها وكذا على تركيبة مساهميتها.

ثانياً: السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح

قد تؤدي عملية توزيعات الأرباح إلى إحداث ديناميكية على مستوى قيمة المؤسسة، ومن خلال دراستنا ميزنا أهم المحطات ذات الصلة بدفع التوزيعات، سنبرزها كما سيأتي:

1. تاريخ الإعلان DECLARATION DATE

محطة يحدد فيها مجلس الإدارة مقدار التوزيعات وتاريخ تسليمها، يعد ذا أهمية كبيرة كونه قد يتم فيه رفع نسبة التوزيعات أو تخفيضها، ويتم الإعلان عنه في مختلف الوسائل المعنية.⁽¹⁾

2. تاريخ التوزيعات السابق EX-DIVIDEND DATE

ويعتبر هذا التاريخ بمثابة تحديد من يستحق الحصول على التوزيعات، فإذا ما تم شراء السهم من قبل المستثمر قبل هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على التوزيعات، لكن في حال شراء السهم عند هذا التاريخ أو بعده فيكون المالك الأصلي هو صاحب الحق في الحصول على التوزيعات المقررة، و يحدد هذا التاريخ قبل تاريخ التسجيل.⁽²⁾

(1) عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره 2009، ص 461.

(2) عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص 461.

3. تاريخ التسجيل DATE OF RECORD

تقوم المؤسسة بعد أيام من تاريخ التوزيعات السابق بغلق سجلاتها الخاصة بتحويل الأسهم التي ستحصل على التوزيعات، ويكون كل المستثمرين المسجلين في السجلات كحزمة أسهم المؤسسة لهم الحق في الحصول على التوزيعات، وبسبب الوقت المطلوب لعمليات الترحيل عند تحويل الملكية للأسهم، فإنه ينجر عن شراء الأسهم قبل يومين من تاريخ السجل حرمان صاحبها من استلام التوزيعات الحالية، أما قبل ذلك فالمشتري عليه ألا يقلق حيال تسجيل أسهمه في الوقت لأن البائع هو الذي يكون مطالب بدفع قيمة هذه التوزيعات في حال لم يستلمها.⁽¹⁾

4. تاريخ الدفع PAYMENT DATE

ليس هناك وقت قانوني محدد لدفع التوزيعات، هو أيضا يتم تحديده من قبل مجلس الإدارة للمؤسسة، وتلتزم فيه الإدارة بدفع التوزيعات إلى حملة الأسهم العادية.

المطلب الثاني: محددات سياسة توزيع الأرباح

ما يمكن أن نلاحظه أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، ما يؤدي إلى طرح التساؤل التالي، هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمواليا، وعليه سنحاول إبراز ماهية سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري، وماهية سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي، فيما سيأتي: ⁽²⁾

أولا: سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

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 التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري.

⁽¹⁾ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 112.

⁽²⁾ زرقون محمد، أثر الائتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010، ص 85-86.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر 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.

ثانياً: 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 يعنى بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن، إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

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

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم 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 أصلاً للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تعكس سياسة التوزيعات الأهداف التي تسعى المؤسسة للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمتها في السوق، إذ تتحكم مجموعة من العوامل في الواقع على قرار تحديد سياسة لتوزيعات المثلى للمؤسسة، وهو ما سنحاول إبرازه فيما سيأتي:

أولاً: خصائص توزيعات الأرباح

تتصف سياسة توزيعات الأرباح بمجموعة من الخصائص والتي تظهر في معظم المؤسسات ومنها:⁽¹⁾

1. التوزيعات لها نفس ميل الأرباح

يتم صرف التوزيعات اعتماداً على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هناك العلاقة تربط بين هذين المتغيرين، وقد قام جون لنتر بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغاً لتوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح.

أما (FAMAETBABIAK)، فقد لاحظنا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثبات لما توصل إليه لنتر أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

2. التوزيعات مستقرة

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

3. التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة

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

4. تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة

وهذا نظراً لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دائماً على مستواها، وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغيراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

(1) Aswath DAMODARAN, Finance D'entreprise : théorie et pratique- de boeck Bruxelles, 2eme Edition - 2006, Page 88.

5. اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول

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

ثانياً: قيود سياسة توزيعات الأرباح

تخضع عملية توزيعات الأرباح إلى مجموعة من القيود التي تتحكم فيها السياسة المنتهجة لتوزيعات الأرباح، ومن خلالها يتم تحديد نسبة الأرباح الموزعة، وتتمثل أهم هذه القيود في:

1. قيود عامة تقيد سياسة توزيع الأرباح

أهم القيود العامة أي تقيد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تتمثل في:⁽¹⁾

1.1. عقود الحماية

عادة ما يفرض الدائنين شرط عدم إجراء توزيعات للأرباح ما لم تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها، بهدف حماية مصالحهم وضمان استرداد أموالهم التي استثمروها في المؤسسة.

1.2. السيولة

بالطبع السيولة هي العنصر الأهم لتوزيع الأرباح، وعليه فمع ارتفاع هذه الأخيرة لدى المؤسسة تزيد بالمقابل نسبة الأرباح الموزعة، إضافة إلى عمر المؤسسة، فالمؤسسة التي في مرحلة النمو تحتاج إلى سيولة كبيرة لإتمام عملياتها.

1.3. استقرار الأرباح

المؤسسات التي تتميز بعدم الاستقرار في أرباحها لا تميل إلى توزيع أرباحها بشكل كبير والعكس، وهذا لكون عدم الاستقرار في الأرباح قد يعرض المؤسسة إلى عدم القدرة على مواجهة التزاماتها، فالاستقرار في الأرباح يؤدي إلى الاستقرار في التوزيعات.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 346-349.

1.4. الاستقرار في التوزيعات

يعتبر الاستقرار في التوزيعات حالة تأكد كبير لدى المستثمرين، وهو ما يجذب المستثمرين للاستثمار في المؤسسة.

2. العوامل الخارجية التي تقيد سياسة توزيع الأرباح

كما قد تلعب مجموعة من القيود الخارجية تأثيرها على سياسة التوزيعات، وبالتالي قد تعمل على تغيير معالمها، وتتمثل أهم هذه العوامل في:⁽¹⁾

1. التضخم

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

2. السياسات التي تتبعها المؤسسات المثيلة

تقضي ظروف المنافسة ضرورة معرفة المؤسسات المنافسة في الصناعة وأهم توجهاتها، فالتوزيعات إحدى هذه الأمور وذلك كون هذه السياسة وإتباعها إنما تحمل مبرر لها.

3. القيود القانونية

وذلك من خلال الحفاظ على الرأسمال القانوني للمؤسسة من التآكل، حيث تمنع التشريعات المساس برأس المال القانوني، إضافة إلى عملها على حماية المقرضين من خلال ضرورة تحقيق أرباح لإجراء توزيعات ضمانا لتغطية أصول المؤسسة لكافة التزاماتها.

4. فرص الاستثمار المتاحة

تعد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة أهم الدوافع التي تحملها على احتجاز الأرباح، وهذا لأجل إعادة استثمارها وتحقيق معدل نمو معتبر يسمح بزيادة العوائد المستقبلية المتوقعة، وهذا الأمر يعمل على رفع قيمة أسهمها.

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 131.

5. الضرائب

تعد الميزات الضريبية أهم محدد ومؤثر على سياسة التوزيعات المنتهجة، خاصة في ظل ارتفاع معدل الضريبة على التوزيعات النقدية مقارنة بالأرباح الرأسمالية.

3. القيود الداخلية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح

كما قد يكون واحد أو مجموعة من العوامل الداخلية هي المحدد الرئيسي لسياسة التوزيعات، ومنها:⁽¹⁾

1. تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات

فباعتبار أن تكلفة الإصدار تكون أساسا عبارة عن تكلفة ثابتة، فإن هذا الأمر سينعكس على تكلفة الملكية بالارتفاع، إضافة إلى تكلفة المعاملات والمتضمنة لعمولة السمسرة وغيرها، فإن هذه الأمور إنما تعتبر كمحفز للمؤسسة لاحتجاز الأرباح من أجل استخدامها في تمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي تخفف من حدة التكاليف على المستثمرين.

2. 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 يحتم عليها دفع توزيعات ضئيلة للمساهمين والعمل على استغلال الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو.

وقد يكون حجم المؤسسة وسيولتها المفسرين لقرار التوزيعات، فالمؤسسات غالبا ما تتوجه إلى إجراء التوزيعات النقدية نظرا لتمييز الأسواق المالية بعدم الكمال، والذي ينتج عنها تكاليف صفقات جراء التعامل في أسهم المؤسسة إضافة إلى أن المستثمرين المؤسسون ونظرا لإعفائهم من الضرائب على التوزيعات غالبا ما يميلون لامتلاك المؤسسات الكبيرة التي تقوم بدفع التوزيعات، كما قد تعمل أيضا هذه المؤسسات على تخصيص مبالغ كبيرة للتوزيعات.

(1) Lee S. Redding, **Firm Size and Dividend Payouts - Journal of Financial Intermediation** 6, 1997, Page: 224-248.

3. محتوى المعلومات

ينطوي الإعلان عن التوزيعات في طياته على المستقبل المبشر للمؤسسة، فالمستثمرون يعتبرون الإعلان عن التوزيعات كإشارة من المؤسسة على تحقيقها لأرباح في المستقبل، فيكون له أثره الايجابي على قيمة السهم.

4. الرغبة في السيطرة

قد يفضل الملاك الحاليين للمؤسسة الراغبين في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل المؤسسة لاستثماراتها، الأمر الذي من شأنه أن يفقدهم مكانتهم نتيجة الزيادة في عدد المساهمين، لذا يفضلون احتجاز الأرباح وعدم إجراء توزيعات، وهذا لتوفير التمويل الكافي لاستثماراتها.

المبحث الثالث: مقاربات نظرية لسياسة التوزيعات وأثرها على قيمة المؤسسة

تمهيد

إن الأساس الذي تقوم عليه سياسة توزيعات الأرباح في المؤسسة هو الترجيح بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا الأساس ذا أهمية كبيرة وذلك في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم إضافة إلى الجزء الذي سيتم تحويله إلى الملاك، حيث هناك العديد من وجهات النظر والنظريات في هذا الجانب، وهو ما سنحاول إبرازه في هذا المبحث.

قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب أساسية، في المطلب الأول سنتناول أولى النظريات التي تطرقت لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، وفي المطلب الثاني سنتطرق لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد، وفي المطلب الثالث والأخير، سنبرز سياسة توزيعات الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد.

المطلب الأول: المقاربات النظرية الأولى لسياسة توزيع الأرباح

أولاً: نظرية الفائض للتوزيعات

من أولى النظريات التي تطرقت لهذا الموضوع، وذلك من خلال المقارنة بين العائد الناتج عن احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها من طرف المؤسسة، والعائد الناتج عن عملية استثمار التوزيعات من قبل المستثمر، بمعنى هذه النظرية تقضي بأن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان العائد الناتج من استثمارها من طرف المؤسسة يفوق العائد الناتج الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه بنفسه لو أنه حصل على نصيبه من الأرباح.⁽¹⁾

وهذا يعني أنه إذا كان لدى المؤسسة اقتراحات استثمارية يفوق معدل العائد المتوقع منها معدل العائد المطلوب فإن عليها أن تحتجز ما تحتاجه من أرباح للاستثمار في تلك الاقتراحات وما يتبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه، أما إذا لم يتبقى شيء فلن تجري توزيعات بالمرة.

فالمستثمر عموماً حسب هذه النظرية لا يكون لديه مانع من احتجاز الأرباح، إذا كان العائد المتوقع من إعادة استثمارها أكبر من العائد المطلوب من قبله، وبالتالي ففي حال توفر فرص استثمارية أمام المؤسسة ذات عوائد مغرية فإنها تستعمل الأرباح المحتجزة في تمويلها، أما الفائض أو المتبقي من

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار المعارف، مصر، 1998، ص 319.

هذه الأرباح فيتم توزيعه على المساهمين، وفي حال عدم توفر أي فائض من هذه الأرباح فإنها لا تجري أي توزيعات، مما يعني أن هذه السياسة إنما تستعمل لتوزيع الفائض من الأرباح بعد تمويل استثماراتها، فهي بذلك إنما تتوقف بدرجة كبيرة على القرارات الاستثمارية للمؤسسة، وبالتالي فإن سياسة التوزيعات وفق هذه النظرية يمكن أن تعتمد على نقاط أساسية هي: (1)

- العمل على تحديد المستوى الأمثل للإنفاق الاستثماري، والذي يتحدد من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال والفرص الاستثمارية المتاحة.
- تحديد الهيكل المالي الأمثل، وذلك بتحديد النسب المثلى لأموال الملكية المكونة له لتغطية النفقات الاستثمارية.
- انخفاض تكلفة الأرباح المحتجزة عن الأسهم، ما يزيد من استخدامها في تغطية نسب التمويل الممتك المكونة للهيكل المالي الأمثل.

ونظرا لتغير الفرص الاستثمارية والأرباح المحققة من سنة إلى أخرى، فإن هذا الأمر يؤدي بالضرورة إلى التغير في الأرباح الموزعة، ولكون المستثمر يرغب في استقرار التوزيعات، فالمؤسسة من أجل أنتحقق هذا المسعى عليها أن تقدر كل من أرباحها والفرص الاستثمارية المتاحة خلال الخمس سنوات اللاحقة أو أكثر، ومن خلال هذه المعطيات تعمل على إيجاد نسبة التوزيعات وقيمة التوزيعات خلال هذه المدة، ثم تحدد المؤسسة بعد ذلك نسبة التوزيعات المستهدفة. (2)

وبالتالي فإن قيمة الربح وفق هذه النظريات لا تتعلق بقرارات توزيعات الأرباح، إنما تعتمد على القرارات الاستثمارية المولدة للربحية، والتي تؤدي إلى زيادة ثروة الملاك وتحقق مستوى نمو للمؤسسة.

ثانيا: مقارنة والتر

يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور الأساسي الذي يلعبه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، وقد بني هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات، وهي: (3)

(1) عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 471.

(2) المرجع السابق، ص 472.

(3) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 124.

- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط.
 - ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة التمويل.
 - يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها.
 - ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.
- وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة: (1)

$$P = \frac{D + (r_s / WACC) (R - D)}{WACC}$$

حيث P، يمثل سعر السهم.

D تمثل توزيعات السهم.

WACC تمثل تكلفة التمويل.

r_s ، معدل التمويل الداخلي (معدل العائد المطلوب).

R، ربحية السهم.

فالمعادلة تشير إلى أن سعر السهم السوقي يمثل القيمة الحالية لكل من قيم لا نهائية من التوزيعات الثابتة $\frac{D}{WACC}$ ، والقيم الحالية لقيم لا نهائية من الأرباح الرأسمالية $\frac{r_s (R-D)}{WACC}$ ، إذ يظهر جليا من خلال المعادلة أثر كل من التوزيعات أو الاحتجاز على القيمة السوقية للسهم.

ومع أن نموذج والتر قدم تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم، وذلك في ظل الافتراضات السابقة الذكر إلا أن بعض هذه الافتراضات قد تكون غير واقعية، فاعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل استثماراتها لا يمكن المؤسسة من تعظيم قيمة ثروة الملاك، كما أنه دليل على عدم مثالية كل من السياسة الاستثمارية للمؤسسة وتوزيعات الأرباح، أو إحداهما، كما أن افتراض ثبات كل من معدل العائد وتكلفة التمويل غير واقعي، فباعتبار أن تكلفة التمويل ثابتة تكون بذلك تغاضت عن المخاطر وأثرها على قيمة المؤسسة. (2)

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية: مصر - 2003، ص 363.

(2) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 125.

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام

ونعني بظروف التأكد التام أو المطلق أن الاستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة ومحددة مسبقاً دون وجود أي مخاطرة، ومعامل المرودية المطلوب مساو للمنتوق.

خلال هذا المطلب سنتطرق لنظريتين، نستهلها بنظرية عدم ملاءمة التوزيعات أو ما يعرف بمقاربة مؤسسي النظرية المالية المعاصرة مدكلياني وميلر، وبعدها نتطرق إلى نظرية ووجهة نظر جوردن.

أولاً: نظرية عدم ملاءمة التوزيعات

وضعت النظرية عدم ملاءمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory) من طرف رائدي علم المالية مدكلياني وميلر، المعروفين في الوسط المالي باختصار (M&M)، والتي بموجبها أن قيمة السهم في المؤسسة تتحدد فقط بالأرباح التي تحققها مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر أصولها أو استثماراتها، وأن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة التي يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على القيمة السهم السوقية في المؤسسة.

هذا ومن جهة أخرى ودائماً حسب (M&M)، فإن المستثمرين لا يميزون بين الحصول على الأرباح، وبين إعادة توزيع الأرباح المحققة لتحقيق النمو، ومن ثم الحصول عليها في شكل أرباح فائضة، ذلك أن قرار الاستثمار يتحدد عن طريق كفاءة وفعالية استخدام الأصول ومقدرتها على توليد التدفقات، وليس عن طريق تقسيم أو التصرف في التدفقات المولدة، ولإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الفرضيات تتمثل في:

- اتصاف المتعاملين في الأسواق المالية بالرشادة
- تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس مال كاملة، حيث يتصف فيه المستثمرون بالرشد التام، إضافة إلى إتاحة كافة المعلومات مع عدم وجود تكلفة للمعاملات، وعدم قدرة مستثمر واحد على التأثير في سعر الأسهم في السوق.
- لا وجود للضرائب ولا تكلفة للصفقات ولا لتكلفة للمعلومات.
- سياسة الاستثمار ثابتة.
- لا تحمل التوزيعات أي إشارة مالية عن الصحة المالية للمؤسسة.

ويعود أساس افتراض كل من مدكلياني وميلر ثبات العائد المطلوب من المستثمرين إلى أنه وفي حالة اختلافها فإن المستثمر سيقوم ببيع الأسهم ذات العائد المنخفض بغية اقتناء الأسهم ذات العائد المرتفع، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم ذات العائد المنخفض نتيجة زيادة المعروض منها، على العكس من ذلك الأسهم ذات العائد المرتفع والتي تحقق ارتفاعاً في أسعارها، وتستمر هذه العملية إلى غاية اختفاء الاختلافات بين العوائد، ويعتبر هذا التحليل نتيجة فرض مدكلياني وميلر بعدم وجود اختلاف لدرجة الخطر بين المؤسسات، وبالتالي فيكون بالإمكان قياس العائد وفق ما يلي: (1) (2)

$$K_e = [D + (P_1 - P_0)]/P$$

K_e ، العائد لجميع الأسهم

D ، التوزيعات

P_1, P_0 ، سعر السهم في بداية الفترة ونهاية الفترة على التوالي.

فالعائد المطلوب إنما يتحدد في المعادلة من خلال التوزيعات التي تجريها المؤسسة على المساهمين، إضافة إلى العوائد الرأسمالية $(P_1 - P_0)$.

ثانياً: نموذج جوردن

يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج المفسرة لتأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، فقد توصل إلى عكس ما توصل إليه (M&M)، وهي أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة المؤسسة أو السهم في بعض الحالات، وقد أقام جوردن وجهة نظره على مجموعة من افتراضات والمتمثلة في: (3)

- يتميز السوق المالي بالكفاءة، حيث لا وجود لتكاليف المعلومة والصفقات.
- يعد معدل المرودية على الاستثمارات ثابتاً، وكذلك المفروض، ويتمثل في تكلفة التمويل.
- عدم خضوع كل من دخل المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب.
- لا وجود للتمويل الخارجي.

(1) عبد الناصر إبراهيم نور، المقارنة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة المخاطر اللانظامية، دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، العدد الأول، 2003، ص 41-67.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 322.

(3) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 392.

- ثبات معدل نمو المؤسسة g مع: EB الأرباح المحتجزة، K^A معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة) ($g = EB \times K^A$)
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو.
- ثبات نسبة الأرباح الموزعة.

وكما سبق الإشارة فإن نموذج جوردين يقوم على أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لعدد لانهائي من التوزيعات، ففي حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيمكن تمييز عدة حالات:

- حينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، تكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح، وهي حالة عموماً تميز المؤسسات الهابطة إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف المستثمرين، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصاً استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل.
- أما في الحالة يكون فيها معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، يكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، وهي حالة تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة.

المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد

لقد تم تناول أهم النتائج التي توصل إليها كل من (M&M) وجوردين في ظل ظروف التأكد التام، ولكن في الواقع غير ذلك وفيما يلي سيتم التطرق إلى سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد، من خلال وجهة نظر كل من مدكلياني وميلر ووجهة نظر كل من جوردين ولنتر.

أولاً: وجهة نظر مدكلياني وميلر

يصر مدكلياني وميلر على ما توصلوا إليه من نتائج وهذا حتى في ظل عدم التأكد، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم، وهذا بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه بغض النظر عن تلك التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقاً لاحتياجاته من الدخل.

فعدما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد عن حاجة المستثمر فإنه حتما سيتجه نحو اقتناء أسهم المؤسسة باستخدام هذا الفائض من الدخل، والعكس في حالة عدم تغطية احتياجاته سيتجه إلى سد هذه الاحتياجات بالتنازل عن جزء من أسهمه، وكل هذا يبقى في ظل الافتراضات السابقة كالمنافسة التامة، غياب كل من الضرائب وتكلفة المعاملات.

وبالتالي فالمستثمر يمكنه أن يُكوّن لنفسه سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة إلى التقيد بتلك التي تنتهجها المؤسسة، وهذا نظرا لأن هذه السياسة لا تؤثر على قيمة الأسهم التي يمتلكها المستثمرون، فالأصل في الأثر إنما يكون نتيجة تقديم خدمة خاصة لهذا المستثمر بحيث لا يكون قادر على الحصول عليها دون مساعدة من المؤسسة، وهذا ما لا يتوفر في سياسة التوزيعات.

فمن خلال مناقشة مدكلياني وميلر لما سبق وما يعرف بتأثير العميل فقد توصلنا إلى أن المؤسسة عليها أن تنتهج سياسة توزيعات محددة بحيث تجذب المستثمرين الذين يفضلون هذه السياسة، بينما يتنازل المستثمرون الذين لا تروقهم هذه السياسة عن الأسهم التي بحوزتهم، وبالتالي فحتى في حالات عدم التأكد فإنه لا تتأثر ثروة مالكي الأسهم بالقرارات التمويلية وإنما بالقرارات الاستثمارية.

ولكن في واقع الأمر فإن الافتراضات التي بني عليها النموذج غير واقعية، وصعبة التحقق فتوفر سوق رأس مال تام إنما هو في واقع الأمر فرض نظري بحت، إضافة إلى باقي الجوانب الأخرى والتي سنوجزها فيما يلي:

- فرض عدم وجود ضرائب بعيد كل البعد عن الواقع.
- عادة ما ترتبط عملية إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم عادية) بتكاليف المعاملات وتكون مكلفة خاصة بالنسبة للعمليات الصغيرة.
- قد يميل المستثمرين إلى تنويع محافظهم المالية، مما يجعلهم يفضلون التوزيعات من أجل استثمارها في مؤسسات أخرى، الأمر الذي يدحض فرضية تساوي معدلي الخصم والعائد في ظروف التأكد.
- سياسة التوزيعات في ظل ظروف عدم التأكد قد تكون بمثابة حل لمشكل عدم التأكد بالنسبة للمستثمرين، الأمر الذي يجعلهم يفضلون التوزيعات الحالية على انتظار الأرباح الرأسمالية

المستقبلية غير الأكيدة، هذا الأمر سينعكس على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تجري التوزيعات بالإيجاب، وفي هذا وجهة نظر مخالفة لما ذهب إليه كل من مذكلياني وميلر.⁽¹⁾

ثانياً: نظرية العصفور في اليد

هذه النظرية تمثل وجهة نظر كل من جوردن ولنتر، وجاءت كانتقاد لوجهة نظر (M&M) التي قامت عليها النظرية الأولى، وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، حيث تشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على قيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي وهذا من خلال أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الأرباح، وهذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على مكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة ارتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكيداً من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبلية.⁽²⁾

وقد استند جوردن ولنتر، على الدور الذي تلعبه سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم في ظل ظروف عدم التأكد، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر، ونظراً لكونه يتصف بدرجة عالية من الرشد، فإنه يكون دائم السعي إلى تجنب هذه المخاطر، الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل التوزيعات المتوقعة على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهذا راجع إلى نظرة المساهمين إلى التوزيعات المتوقعة على أنها أقل خطورة وأكثر تأكيداً من الأرباح الرأسمالية، وهو ما سيؤدي حتماً إلى ارتفاع قيمة السهم، ولكن عند امتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات فإنها بذلك إنما تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالانخفاض، ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي:⁽³⁾

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

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 330.

(2) عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة، حالة المؤشر (CAC44) خلال الفترة الممتدة ما (2007-2009) مجلة الباحث للعلوم الاقتصادية، العدد العاشر، ورقلة، 2011

(3) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص 215

ولعل أهم مبدأ يقوم عليه وجهة نظر كل من جوردن ولتنر هو العلاقة التي تربط بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، ولكن في حالة تجاهل هذه العلاقة يصبح أمام نموذج جوردن في حال التأكد التام، والذي يؤكد على حيادية أثر التوزيعات على قيمة السهم.

خلاصة الفصل

إن سياسة توزيعات الأرباح لم تكن نتيجة تطور عشوائي، وإنما بتفاعل العديد من الآراء التي تمخضت عنها مقاربات ووجهات نظر عديدة النظريات، كانت في مجملها تختلف مع بعضها حول دور سياسة التوزيعات في التأثير على قيمة المؤسسة، والأمر راجع إلى بعض العوامل التي كانت تميز كل مقاربة وإلى الأساسات التي تستند إليها.

الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية

مقدمة الفصل

إنّ تقييم المؤسسة ليست عملية واضحة ومباشرة كما يعتقد الكثير من الناس، فقيمة المؤسسة تتوقف على عدّة عوامل كالهدف من عملية التقييم، آليات التقييم ونماذج التقييم فمنها ما يعتمد على الإمكانيات المحاسبية الموظّفة في المؤسسة في تحديد قيمة المؤسسة ومنها ما يعتمد على التقييم المالي لتحديد قيمة المؤسسة.

يعرض هذا الفصل المفاهيم و التّعريف الأساسية لمفهوم قيمة المؤسسة من خلال المبحث الأول، ثمّ نقوم بدراسة الإطار العام لنماذج تقييم المؤسسات وذلك من خلال التطرّق لنماذج التقييم المحاسبية والمالية للمؤسسة في المبحث الأول والثاني على التوالي.

المبحث الأول: مدخل لتقييم المؤسسة

تمهيد

يفرض الواقع الحالي ضرورة بناء نسيج اقتصادي متكامل، مكون من مجموعة مؤسسات وشركات قادرة على الاستمرار والمنافسة خاصة في ظل هيمنة الاقتصاد الليبرالي، الأمر الذي يحتم على هذه المؤسسات ضرورة الحفاظ ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية، وفي هذا المبحث سنحاول إبراز مفهوم وهدف القيم، إضافة إلى التطرق إلى أهم الآليات ومدخل تحديد القيمة.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

إن الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم قيمتها في السوق، وهذا من أجل رياديتها ومن أجل المحافظة على استمراريتها، إلا أن مفهوم القيمة من المفاهيم غير الواضحة والمعقدة وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده، من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم وسندات في حال كونها أوراق مالية متداولة، أو باستخدام مجموعة من الطرق سيتم الإشارة إليها في حال عدم تداولها.

أولاً: ماهية قيمة المؤسسة

وعليه يتمثل مفهوم قيمة المؤسسة في، ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.⁽¹⁾

⁽¹⁾ هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، أطروحة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 37.

عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC)، على أنها مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشترٍ وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة.⁽¹⁾

ثانياً: المفاهيم المتعددة لقيمة المؤسسة

أشار الدكتور طارق عبد العال حماد، إلى أن للقيمة عدة مفاهيم أوجزها في عشرة مفاهيم أساسية، يمكن تحديد أهمها فيما سيأتي:⁽²⁾

1. القيمة السوقية

وتعبر عن قيمة المؤسسة في السوق التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع، كما تعرف أيضاً بالقيمة النقدية.

2. القيمة الدفترية

تعتبر هذه القيمة عن مفهوم محاسبي ضريبي، وليس مفهوم اقتصادي أو تقييمي، وهي الأكثر تضليلاً في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقصة منها الإهلاك المتراكم.

3. القيمة الاستثمارية

وتعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة

4. قيمة شهرة محل

صفات غير قابلة للقياس، تساهم في جذب المستثمرين للاستثمار واقتناء أسهم مؤسسة دون غيرها من المؤسسات الأخرى.

5. قيمة التصفية

المبلغ الصافي المحقق في حالة وضع حد لنشاط المؤسسة وبيع أصولها والوفاء بالتزاماتها.

⁽¹⁾ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 12.

⁽²⁾ المرجع السابق، ص 12-13.

المطلب الثاني: الهدف من تقييم المؤسسة

تعظيم الربحية أو تعظيم القيمة هدفان أساسيان تسعى المؤسسة لتحقيقهما وذلك لعدة اعتبارات، فمن جهة فالاقتصاديون يرون أن تعظيم الربحية كهدف لتقييم أداء التشغيلي للمؤسسة لأن تعظيم الربحية يعبر في رأيهم عن مدى الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة، لهذا قالوا بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن توجه نحو تحقيق أقصى ربح ممكن، من خلال العمل على زيادة إنتاجية المصادر المتاحة للاستثمار إلى أقصى حد ممكن.

أما المليون فلم يقبلوا بفكرة تعظيم الربح التي تحدث عنها الاقتصاديون كهدف لتقييم المؤسسة، فهم يرون أنه هدف قصير الأجل، لأنه يتجاهل عدة عناصر هامة مثل توقيت العائد، التدفقات النقدية والمخاطرة، لذلك لا بد من الاعتماد على هدف آخر يستوعب جميع العوامل السابقة، وقد تقدموا بفكرة تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة لقياس أدائها كبديل لتعظيم الربحية لأن قيمة المؤسسة تزداد كلما تمكنت من تحقيق نتائج آنية، وبشكل عام فإن القرارات المالية لا بد أن يتم اتخاذها في ضوء تحقيق هدف تسعى إدارة المؤسسة إلى تحقيقه باستمرار كأن تسعى إلى تحقيق نتائج في المستقبل من خلال دراسة المردودية وجدوى المشاريع المستقبلية وهو تطوير وتوزيع الموارد المتاحة بكفاءة على مدى الطويل من أجل تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المالكين ولا شك بأن تطبيق هذا الهدف يكون من خلال تعظيم أسعار أسهم المؤسسة في السوق لأنه وفي أي لحظة زمنية فإن هذه الأسعار تعكس قيمة المؤسسة.⁽¹⁾

فأصحاب الفكر المالي يعون أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ما هو إلا امتداد لقرارات المالية تتخذ في مجال الاستثمار والتمويل مع أخذها بعين الاعتبار العلاقة الطردية بين العوائد والمخاطر، بمعنى أن المستثمرين يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات مخاطر عالية لكن بعوائد متوقعة عالية، ويقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات مخاطر منخفضة لكن في المقابل تكون ذات عوائد متوقعة منخفضة.⁽²⁾

⁽¹⁾أفايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة 2010، ص 18.

⁽²⁾يوسف قريشي وإلياس بن ساسي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 39.

المطلب الثالث: آليات ومداخل تحديد تقييم المؤسسة

تحديد قيمة المؤسسة أياً كان طبيعة النشاط الذي تمارسه، من الأمور الصعبة التي لا يمكن تحديدها بشكل دقيق، إلا بالاتفاق على تعريف معين للمقصود بالقيمة، مثلها مثل محاولة تحديد المؤسسة الأعلى قيمة، كون ذلك يعتمد على المقصود بالمقياس الذي تحدد به القيمة، إذا كان من حجم الاستثمار أو القيمة الدفترية هو المقياس المعتمد لتقييم المؤسسة، ولهذا سنحاول في هذا المطلب، التطرق لآليات ومداخل تحديد تقييم المؤسسة.⁽¹⁾

أولاً: آلية تحديد تقييم المؤسسة

تعتبر عملية تحديد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبنى أساساً على كفاءة المقيم، من خلال استخدامه مجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية:⁽²⁾

- الاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.
- المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة.
- استعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها للوصول إلى القيمة الحالية، وتعتمد هذه الطريقة على إتباع المراحل الآتية:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية خلال مدة معلومة.
- اختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة.
- إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالباً ما يكون تكلفة رأس المال.

⁽¹⁾د. فهد بن عبد الله الحويمان، كيف يمكن تحديد قيمة الشركة، مقال نشر بتاريخ 23 ماي 2013 بجريدة العرب الاقتصادية الدولية.

⁽²⁾طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 31.

ثانياً: مداخل تقييم المؤسسة

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، وقد صنفها الدكتور طارق عبد العال حماد في ثلاث مناهج أساسية وهي: منهج الدخل؛ منهج السوق؛ ومنهج الأصول، وضمن كل منهج توجد مجموعة من الطرق بإمكان المقيم استخدامها عند تحديد قيمة مؤسسة ما.⁽¹⁾

1. منهج الدخل

من خلال تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثماراً يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، وعموماً منهج الدخل يحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة.

وقيمة المؤسسة وفق منهج الدخل إنما تمثل دالة لثلاث متغيرات أساسية تتمثل في، تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالباً تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكسه معدل الخصم، فقيمة المؤسسة تختلف وفقاً لاختلاف مستوى المنافع الاقتصادية المتوقعة ومعدل نمو هذه الأخيرة، بينما تربط علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطرة، فارتفاع المخاطر يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب.

ولكن من الصعوبة بمكان التنبؤ بتدفق المنافع الاقتصادية، خاصة في ظل استمرارية المؤسسة إضافة إلى صعوبة التوصل لتحديد دقيق لمعدل الخصم المناسب، وهي من بين الجوانب التي تؤخذ على هذا المدخل.

2. منهج الأصول

في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتماداً على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزاماتها، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العمومية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالقيم الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو التزاماتها.

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص 286-289.

3. منهج السوق

قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة، أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدما.

وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة انطلاقا من الميزانية العمومية، قائمة الدخل... الخ، لكن غالبا لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها، وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.

ويعتمد هذا المدخل على مؤشرات محددة من أجل تحديد القيمة، ويمكن إيجاد هذه القيمة باستعمال العلاقة:

$$\text{Value subject} = \left(\left(\frac{\text{Price}}{\text{Parameter}} \right)_{\text{Comps}} \times \text{Parameter}_{\text{subject}} \right) - \text{Debt}_{\text{Subject}}$$

والميزة الأساسية لهذا المدخل ممثلة في كونه يعتمد على بيانات فعلية إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه، والملاحظ عدم اعتماده على تنبؤات وافتراسات، إلا أنه في الواقع لا يعتبر الحصول على المعلومات بالأمر الهين مما قد يمنع إجراء المقارنة وبالتالي التقييم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعاب عليه كذلك عدم أخذه بعين الاعتبار لفرضيات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات المؤسسة.

المبحث الثاني: التقييم المحاسبي للمؤسسة

تمهيد

تعتبر هذه الطريقة من أبسط الطرق، حيث أنها عبارة عن قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة، ويهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع كل القيم الحقيقية الخاصة بممتلكاتها، فالتقييم المحاسبي للمؤسسة يشمل كل طرق التقييم التي تمثل الصفة التاريخية لها.

المطلب الأول: طريقة الأصول الصافية المحاسبية ANC

انطلاقاً من هذه الطريقة، فإن تقييم أصول المؤسسة يتم تحديدها مباشرة من عناصر الميزانية على أساس التكلفة التاريخية، حيث تمثل الفرق بين الأصول الصافية (رأس المال الاجتماعي، الاحتياطات، المؤونات ذات الطابع الاحتياطي والأرباح غير الموزعة) والديون المقيدة في دفاترها وسجلاتها، مع افتراض أن جميع عمليات المؤسسة تثبت في الدفاتر والسجلات طبقاً للأسس المحاسبية الصحيحة، وذلك حسب المراحل التالية:⁽¹⁾

- جرد كل ما تملكه المؤسسة من موجودات وأموال.
- جرد الالتزامات المترتبة على المؤسسة.
- فحص فني محايد لدفاتر وسجلات ومستندات المؤسسة.

لا تعدّ هذه الطريقة مقياساً صحيحاً للقيمة الفعلية للمؤسسة محلّ التقييم خاصة في الدول التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم، ومع هذا فإنها تبقى الأساس ونقطة البداية لطرق التقييم الأخرى لأنها تتميز بجانب كبير من الموضوعية لاعتمادها على عمليات فعلية مما يتيح إمكانية التحقق منها عبر مراجعتها، نحصل على قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة على النحو التالي:⁽²⁾

(1) محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، عدد 1، 2012، ص 255.996

(2) سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، القاهرة، 1996، ص 71.

$$VE = \text{TOTAL ACTIF} - \text{DETTES}$$

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول - الديون

إنّ بطرح مجموع الديون (الالتزامات) من إجمالي الأصول (الممتلكات) يتمّ تحديد قيمة المؤسسة، ولكن ما يعاب على هذه الطريقة اعتمادها على القيمة التاريخية، حيث لا تأخذ بعين الاعتبار القيم المعنوية، وتهمل العناصر غير الموجودة في الميزانية، كما أنه حين استعمال قيم الأصول المسجلة في الميزانية يكون جزءا كبيرا منها قد اهتلك، وفي هذه الحالة يجب استعمال ما يُعرف بالقيمة السوقية للممتلكات (القيمة الحقيقية) من أجل تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة.

المطلب الثاني: القيمة المحاسبية المصححة

أولاً: مفاهيم أساسية للقيمة المحاسبية المصححة ANCC

الأساس في هذه الطريقة هو القيام بتقييم منفصل لمختلف عناصر الأصول وخصوم المؤسسة، في هذه الحالة قيمة المؤسسة (تساوي مجموع القيم الحالية (يوم التقييم) للعناصر المكوّنة لممتلكات المؤسسة (المسجلة وغير المسجلة).⁽¹⁾ وتأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الموجودة في الميزانية مثل الضمانات، ولا تأخذ بعين الاعتبار العناصر الأخرى المعنوية، وتتجاهل مبدئين أساسيين للمؤسسة هما ترتيب الأصول وهدف البحث عن الربح.⁽²⁾

إنّ إعادة تقييم ممتلكات المؤسسة هو نتيجة حتمية للاهتلاكات والتضخم والهدف منها هو تحديد الاختلاف بين القيمة المحاسبية للأصل وقيمتها الحقيقية السوقية، في هذه الحالة قيمة المؤسسة تساوي:

$$VE = \text{TOTAL ACTIF COURRIGE} - \text{TOTAL DETTES}$$

الديون إجمالي - للأصول القيم مجموع = المؤسسة قيمة

(1) أمحمد سامي راضي، محاسبة الأصول، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2011، ص 413.

(2) مليكة زغيب، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية مع دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامع فرحات عباس، سطيف، 03-07 أكتوبر 2007، ص 05.

ثانياً: إعادة تقييم الأصول المحاسبية المصححة

1. عناصر الاستثمارات المادية

من المعلوم أن أي نشاط اقتصادي يلزمه مجموعة من الموارد ذات الكيان المادي التي يتوقع استخدامها في عملياته خلال فترة زمنية طويلة نسبياً ويطلق عليها اسم الأصول الثابتة وتشمل الممتلكات العقارية (أراضي، مباني)، المعدات وغيرها من الأصول المادية طويلة الأجل ولعل من أهم الخصائص التي تتميز بها تلك الأصول هي، أنها ذات كيان مادي ملموس، يتم اقتنائها بغرض استخدامها في التشغيل وليس بغرض إعادة بيعها، إضافة أنها تتميز بطول عمرها الإنتاجي.⁽¹⁾

من جهة أخرى، يجب التمييز بين العناصر المادية الضرورية للاستغلال وغير الضرورية، حيث أن العناصر المادية غير الضرورية للاستغلال لا يتم إدخالها في حساب الأصل الصافي المصحح، فهي تعتبر استثمارات طويلة الأجل ويتم تقييمها على النحو الآتي:

$$\text{القيمة السوقية الصافية للأصول} = \text{سعر البيع} - \text{الضرائب} - \text{تكاليف الإنشاء المادية غير المستغلة}$$

أما فيما يخص العناصر المادية الضرورية للاستغلال يتم استخدامها في حساب قيمة الأصل المحاسبي الصافي المصحح على النحو الآتي:

- عقارات المؤسسة، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار كل مكوناتها، مع العمل على تحديد قيمتها.
- المخزون، يتم تقييمه بالاعتماد على قوائم الجرد في تاريخ آخر ميزانية معتمدة، وذلك على النحو الآتي:

- الإنتاج التام، يتم تقييمه على أساس أسعار السوق الجارية.
- الإنتاج غير التام، يتم تقييمه على أساس تكلفته الدفترية.
- الخامات وقطع الغيار والوقود ومواد التعبئة، يتم تقييمها بالاعتماد على قيمتها الدفترية التي تعكس تكلفتها الجارية مع مراعاة حالتها الفنية (استبعاد القطع التالفة).

(1) محمد سامي راضي، مرجع سبق ذكره، ص 413.

- حساب ذم الزبائن، إذا كان هناك شك في إمكانية تسديد بعض الزبائن لالتزاماتهم اتّجاه المؤسسة، يجب تخفيض قيمة هذا الحساب.

2. تحديد الأصول الوهمية

ونقصد بالأصول الوهمية الأصول التي لا يمكن أن تدخل في قيمة المؤسسة، وتشمل كلا من مصاريف إنشاء المؤسسة، مصاريف زيادة في رأس المال فهي تعتبر دون قيمة، كذلك شهرة المحل، لا يمكن اعتبارها على أنها جزء من أصول المؤسسة إنّما هي جزء يتم احتسابه بطريقة (Good Will)، هذا وإضافة إلى مصاريف البحوث والتّمية، لا يتم أخذها بعين الاعتبار لأنها أساسا هي عبارة عن قيم وهمية وليست أصولا خاصّة بالمؤسسة. (1)

المطلب الثالث: طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة

فائض القيمة معروف أكثر في الوسط المالي بمصطلح (Good Will)، استعمل كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية من أجل الأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي أو المادي للمؤسسة والاستثمار فيه وتحديد دوره في خلق القيمة باعتباره محدّدا للميزة التنافسية في كلّ مؤسسة.

يمكن اعتبار طريقة فائض القيمة على أنها المقاربة التي تعتمد على قياس المزايا المعنوية التي تحوزها المؤسسة، مثل سمعة المؤسسة، كفاءة العمّال، التّكنولوجيا... الخ، والتي تفسّر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبرّرة للأصل الصّافي المصحّح.

فالأصول المعنوية، عنصر على ذمة المؤسسة، (2) تتّصف بمجموعة من الخصائص التي تختصّ بها مقارنة بباقي الأصول الموجودة في المؤسسة نذكر منها: (3)

- تعتبر أصول غير ملموسة، لا يمكن تتبّع أثرها من خلال نظم المحاسبة.
- لا يمكن شراءها أو تقليدها وتزداد قيمتها بالاستخدام الجيّد.
- عوائد استثماراتها افتراضية.

(1) المرجع السابق، ص 413.

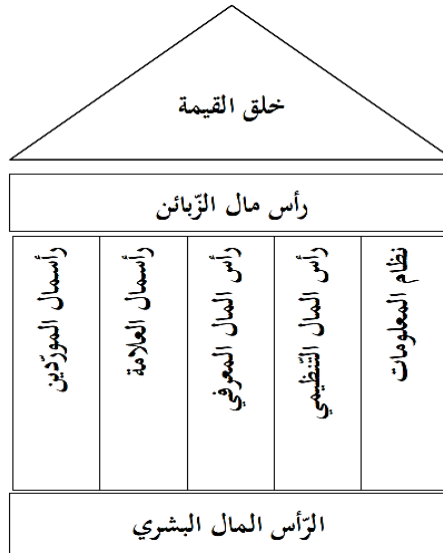
(2) أشواق بن قنور، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار النشر للراية والتوزيع، 2013، 60

(3) Oliver RAMOND et Autres, *Evaluation financière et normes IFRS*, Economica, 2012, P 167.

- تطبيقاتها متعدّدة دون التقليل من قيمتها.

يمكن تقسيم الأصول المعنوية إلى سبعة - 7 - أقسام كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل 2-1: الشكل الموسّع لخريطة الأصول غير المادية



المصدر: أشواق بن قّدور، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، ص 65.

أولاً: الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة

تقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة باعتباره يمثل فرقا بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC)، ومن خلال استعمال هذا المفهوم في حساب فائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين، الطريقة غير المباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية، وعلى هذا الأساس سنتطرق لحساب هذه الطريقة من زاويتين:⁽¹⁾

1. الطريقة غير المباشرة الصافية لحساب فائض القيمة

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC ، لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة.

⁽¹⁾هواربي سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص

$$V = GW + ANCC$$

حيث أن V : القيمة الإجمالية للمؤسسة.

GW : فائض القيمة.

$ANCC$: الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي:

$$V = (1/2) i (B - i \cdot ANCC)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو الآتي:

$$V = ANCC + (1/2) i (B - i \cdot ANCC)$$

حيث أن $[(1/2) i (b - i \cdot ANCC)]$ ، يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة (غالباً معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت).

2. الطريقة غير المباشرة الإجمالية لحساب فائض القيمة

تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة من خلال استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية VSB ، محل الأصل الصافي المحاسبي المصحح $ANCC$ ، وعليه يحسب فائض القيمة وقيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على النحو التالي:

$$V = (1/2) i (B - i \cdot VSB)$$

ومنه قيمة المؤسسة:

$$V = \frac{1}{2} VSB + \left(\frac{CB}{I} E \pm AHE\right)$$

حيث أن:

CB : القدرة الربحية (النتيجة التشغيلية).

E : الديون.

AHE : عناصر خارج الاستغلال.

ثانيا: الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها: ⁽¹⁾

1. طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، وتعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي:
عندما يكون فائض القيمة ثابتا:

$$V = ANCC + an(B - i \cdot ANCC)$$

$$an = 1 - \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$$

حيث (an)، القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية.

في حالة عدم ثبات فائض القيمة.

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \frac{bt - i \cdot ANCC}{(i')^t}$$

حيث أن (i')، معدل الاستحداث

2. الطريقة الأنجلوسكسونية

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض القيمة على النحو التالي:

- الطريقة الصافية:

$$V = ANCC + \frac{1}{i}(CB - i \cdot VSB)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i \cdot VSB)$$

⁽¹⁾Mauguire.H, L'Evaluation des entreprises non cotées, édition Bordas, Paris, 1990, page : 36-39.

- الطريقة الاجمالية:

$$V = ANC + \frac{1}{i} (CB \cdot i \cdot ANC)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i \cdot ANC)$$

حيث أن:

i : سعر الفائدة.

t : معدل استحداث بمخطر (حيث يكون أكبر من i كونه يضاف إليه ما بين 25 % إلى 50 % كنسبة
مخطر)

CB : القدرة الربحية.

3. طريقة المعدلات بمخطر وبدون مخطر

هذه الطريقة مشتقة من طريقة الخبراء المحاسبين الأوربيين بمعدل أعلى من معدل العائد العادي للأصل من أجل الأخذ في الحسبان المخطر وذلك لإيجاد فائض القيمة وقيمة المؤسسة، إلا أن الاختلاف بينهما يكمن في أن هذه الأخيرة أي طريقة معدل بمخطر ومعدل بدون مخطر تطبق على القيمة الإجمالية للحيازة وليس فقط على قيمة الأصل المرتبط، وهناك أيضاً اختلاف مع طريقة الأنجلوسكسونية متأت في الحقيقة من أن فائض الربح محدد انطلاقاً من معدل عائد عادي حول سعر الحيازة (i.V) وليس حول الأصل الصافي (i.ANC)، وتحسب وفق العلاقة الآتية:

$$V = ANC + \frac{1}{t} (B - i \times V)$$

$$GW = \frac{1}{t} (B - i \times V)$$

حيث أن t يمثل معدل استحداث متضمن علاوة مخطر، كثيراً ما نجده يساوي إلى المعدل i ، مضافاً

إليه علاوة مخطر.

المبحث الثالث: التقييم المالي للمؤسسة

حين نتعمق في المبحث السابق، نجد أنه يتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة، الأمر الذي أدى بخبراء التقييم إلى استعمال المقاربة المالية خلال عملية تقييم المؤسسة، والتي يمكن فهمها على أنها التصور المبني على فكرة أنّ قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم العناصر الماضية، وإنما على توقع الأرباح المستقبلية، فالمشتري للمؤسسة يهتم فقط بالمدخل المستقبلية المتوقعة، ما يجعل في هذه الحالة أن قيمة المؤسسة تتمثل في القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية.

المطلب الأول: طريقة التقييم باستخدام (PER) المضاعف

أولاً: مفاهيم أساسية لطريقة التقييم

من أهم الطرق التي تعتمد في تقييم المؤسسات لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، حيث تستخدم الطريقة الأنجلوسكسونية (Price Earning Ration)، وتهدف إلى تقييم السهم بالاعتماد على عائد الربح، من خلال العلاقة الآتية:⁽¹⁾

$$\text{الربح للسهم} / \text{سعر السهم} = \text{PER}$$

كما يمكن حساب (PER) بالعلاقة الآتية

$$\text{أرباح المؤسسة} / \text{قيمة المؤسسة في البورصة} = \text{PER}$$

وفي هذه الحالة، تعطى صيغة تقييم المؤسسة وفق العبارة الآتية:

$$V = B * \frac{P}{E}$$

حيث أن:

V : قيمة المؤسسة

: P/E

B : الربح الإجمالي للمؤسسة.

⁽¹⁾ بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة، مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010، ص 93.

ما يلاحظ على هذا المضاعف أنه يتكون من عنصرين السعر والربح (العائد)، وجب علينا تعريفهما وتحديدتهما:⁽¹⁾

1. مفهوم السّعر

متغير داخلي يتمّ تحديد قيمته من البورصة، يخضع لآلية العرض والطلب داخل السّوق. وتعدّد أسعار الأسهم المسجّلة في البورصة يطرح مشكلة تحديد السّعر الواجب تطبيقه، وأمام هذا المشكل عادة ما يتمّ أخذ سعر الإقفال في اليوم الذي تُجرى فيه عملية التّقييم والذي يمثّل أحدث سعر ويعكس قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية بناء على أحدث المعلومات الواردة للسّوق وهو ما يهمّ أكثر المستثمرين الماليين.

2. مفهوم العائد

على عكس السّعر يتمّ تحديد قيمة العائد (الربح) من مصادر خارج السّوق، بالاعتماد على القوائم المالية للشركة المعنية، ويلاقي هو الآخر اختلافاً بين الممارسين والأكاديميين نظراً لتعدّد مفاهيمه (الربح الصّافي من الضّرائب، النّتيجة الجارية... الخ) والأزمنة المختلفة التي ينشأ فيها (الماضي، الحالي، المستقبل)، ممّا يؤدي إلى اختلاف قيمة المضاعف فيما لو استعملت مفاهيم وقيم مختلفة له، ونجد أنّ البعض يوصي باستعمال ربح السّهم، والذي يمثّل الثروة النّظرية للمساهم السنة الجارية دون أن يكون ذلك إلزامياً.

ثانياً: تقييم طريقة تقييم المؤسسة باستخدام المضاعف (PER)

تستعمل هذه الطريقة لمعرفة قيمة المؤسسات المسعرة وغير المسعرة، وذلك بتطبيق نسبة P/E لمؤسسة مسعرة في تقييم مؤسسة أخرى مشابهة لها وتعمل في نفس القطاع، وتستعمل في تقييم المؤسسات غير المسعرة بالأخص، غير أنه ينصح بأخذ الحيطة والحذر في استعمالها كون أن معطيات النسبة لا تخصها مباشرة، وذلك بإلغاء العوامل التي تحول دون محاكاتها لواقع المؤسسة المراد تقييمها، كما أنه غالباً ما يتم القيام بتخفيض تصل نسبته إلى 30% وأحياناً تصل إلى 50% وذلك للجُمود الكبير الذي يعرفه رأس المال المستثمر في المؤسسات غير المسعرة.

(1) هواري السويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007، ص 115.

إن تطبيق هذه الطريقة يحتاج إلى توفر بورصة قيم تتميز بالانتساع وتتمتع بمستوى مقبول من الكفاءة يمكن معها الحصول على نسبة P/E ذات دلالة ومعبرة عن الواقع للسوق أو لقطاع معين أو لمؤسسة تفيد كمؤشر يستعمل في عملية التقييم المرتكزة على المقارنة سواء للمؤسسات المسعرة أو غير المسعرة منها وذلك ما يفسر استعمال معامل P/E في مجال تقييم واتخاذ القرار في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)

أولاً: مفاهيم أساسية لنموذج تسعير الأصول المالية

يعتبر نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)، أول نموذج يوضح العلاقة الكمية بين العائد المتوقع للأصل وخطره النظامي، وبالرغم من ظهور عدة نماذج أخرى توضح العلاقة السابقة إلا أن هذا النموذج لا يزال يحتل الصدارة كما أنه يعد النموذج المرجعي والأكثر استعمالاً في أغلب المؤسسات لتقدير تكلفة رأس المال، حيث يستند على فكرة العلاقة المتوازنة بين العائد والمخاطرة.

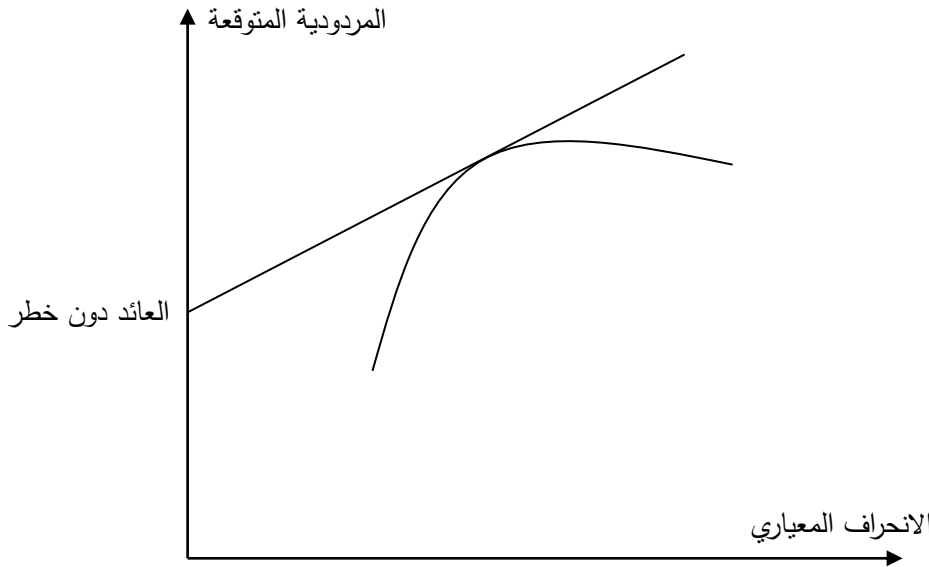
إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا (β)، ويقصد بمخاطر السوق تلك المخاطر التي تترك أثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية وسياسية واجتماعية وغيرها حيث تصيب الاقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنوع في الأوراق المالية، ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع والمطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية، ويقوم على ثلاث فرضيات أساسية: (1)

- الفرضية الأولى، يتميز السوق بالكفاءة وقدرة المستثمرين على الإقراض والاقتراض دون الخضوع إلى كميات إجبارية.
- الفرضية الثانية، يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة.
- الفرضية الثالثة، يملك المستثمرون نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة وذلك راجع لتجانس المعلومة.

(1) محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر 2011، الأردن، ص 125.

التنوع بالاستثمار يخفض الخطر ولكن ليس نهائيا، ما يجعل المستثمر يبقى دائما مهتم بمعرفة العلاقة بين الخطر والعائد لكل سهم في المحفظة المالية لمعرفة السوق المالي، وذلك حسب ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل 2-2: خط سوق رأس المال



Source : Pierre vernimmen, finance d'entreprise, Dalloz, 6e Edition, Paris, 2005, page, 430.

وقد تم تجسيد هذه العلاقة حسب نموذج تسعير الأصول المالية على مستوى الأوراق المالية على انفراد أو أي محفظة مالية، وذلك من خلال تحديد المردودية المطلوبة انطلاقا من المخاطر المرتبط بها وذلك يعني أن المردودية المطلوبة من مستثمر معين تساوي معدل العائد بدون مخاطرة زائد علاوة المخاطرة غير القابلة للتنوع (المخاطر النظامية)، وذلك حسب المعادلة الآتية:

$$K = r_f + \beta \times (K_m - r_f)$$

K: المردودية المطلوبة من قبل المستثمر.

r_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β: معمل بيتا والذي يعكس حساسية عائد الورقة لعائد السوق.

K_m: عائد محفظة السوق.

ثانياً: الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

- هناك عدة انتقادات لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، سنحاول تلخيصها فيما سيأتي: (1)
- هذا النموذج، ما هو إلا تطوير لنظرية المحفظة، والاعتماد على نظرية السوق الكفاء التي تبقى كنظرية.
 - الاعتماد على البيانات التاريخية وكذا الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المرودية.
 - فرضية استقرار بيتا، فنموذج تسعير الأصول هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية ويسمح بتحديد المرودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية، ومن ثم يستوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن.
 - يرفض النموذج المستثمرين ممن يقبلوا بعوائد قليلة في مقابل التعرض لمخاطرة شديدة.
 - يفترض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية، في حين يتجاهل المخاطر غير النظامية.
 - يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوية في الحصول على المعلومات (فرضية تجانس توقعات المستثمرين)، لكن لا يمكن تحقق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة.

المطلب الثالث: تقييم كفاءة الأسواق المالية

عندما قام كاندال بدراسة سلوك أسعار الأسهم وذلك من أجل ضبط نماذج متكررة لتلك الأسهم وفي فترات مختلفة من الرواج والكساد، كانت النتائج المتوصل إليها، أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، حيث لا يمكن التنبؤ بسعر سهم معين، وحسب رأي كاندال فإن هذه الأسعار لا تستجيب إلا للمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى عدم تحقيق أي أرباح غير عادية، لذلك نجد كفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفقا لمعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات.

(1) علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة ببورصة الكويت للفترة الممتدة ما بين 2006 و2008، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 90.

أولاً: مفهوم وخصائص كفاءة السوق المالي

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

1. مفهوم كفاءة السوق المالي.

كفاءة الأسواق المالية تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، حيث يشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي: (1)

- التأثير الكامل، من خلال استيعاب المستثمر كل المعلومات لاتخاذ قرار البيع والشراء وبالتالي فإن أسعار الأسهم أي شركة سوف تعكس كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر عليها.
- جمع المعلومات المتاحة، بافتراض أن كل المعلومات الموجودة متاحة، وبالتالي سوف تنعكس على الأسعار متضمنة في ذلك كل المعلومات سواء في الماضي أو في الحاضر وكذلك المستقبل، مثل توقع المستثمرين لانخفاض معدل الفائدة مما ينعكس على الأسعار في الحاضر.
- السرعة والدقة، من خلال إجراء تعديلات في الأسعار بسرعة وذلك بمعرفة معلومات جديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، وهذا لا يعني أن الأسعار الجديد تعكس دائما أسعار التوازن، بل تكون عادلة للتوازن النهائي.

عموما فإن كفاءة السوق المالي، عبارة عن السوق التي تتم فيها استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة للسوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ما يعكس حتما في قيمة المؤسسة.

2. خصائص كفاءة الأسواق المالية

من خلال تطرقنا لمفهوم كفاءة السوق المالي، نستطيع استخلاص مجموعة من الخصائص وهو ما سنذكره فيما سيأتي:

(1) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006، ص

- يتمتع السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين.
- يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة.
- أن تكون المعلومات متاحة لدى الجميع ودون أية تكاليف.
- عدم وجود أي قيود على المتعاملين أي وجود حرية تامة في التعامل.
- عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر.

ثانياً: متطلبات كفاءة السوق المالية

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.⁽¹⁾

1. كفاءة التسعير

يطلق عليها أيضاً بالكفاءة الخارجية، لأن النوع المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، ودون وجود فاصل زمني، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات، وذلك دون تكبد تكاليف باهظة، وبالتالي تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين لتحقيق أرباح، وعليه فإنه يصعب على أي واحد منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

2. كفاءة التشغيل

تعرف أيضاً بمصطلح الكفاءة الخارجية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب وذلك دون أن يتحمل المتعاملين في السوق تكلفة عالية للسمسرة، إضافة عدم إتاحة فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها للتجار والمتخصصين (صناع السوق)، حيث نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير كفاءة التشغيل، إذ أنه لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم لبذل جهد للحصول على المعلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.

⁽¹⁾ منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995، ص 23.

ثالثا: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

تلعب المعلومات دورا هاما في تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، فقد تكون السوق كفئة أو غير كفئة، حيث نجد في هذا الصدد ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق تتمثل في فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة المتوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.

1. فرضية الصيغة الضعيفة

تقضي هذه الفرضية بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار المتاحة في الماضي لان التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.

إن مختلف الدراسات التي تم استخدامها لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية كان الهدف منها هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار، وقد كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو اختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمه، وفيما يلي عرض مختصر لهذين النموذجين:

النموذج الأول: سلاسل الارتباط

يركز هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير للتحقق من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات الدورية المتتالية في العينة المدروسة، وقد توصل الباحثون إلى نتيجة مذهلة مفادها أن نسبة ضئيلة جدا من الأسهم تغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وعمليا تكون الصيغة الضعيفة محققة باستخدام الاختبار المشار إليه آنفا، حيث يمكن صيغة هذه الفكرة رياضيا على النحو التالي:

$$R_{it} = U_i + e_{it}$$

Rit: معامل العائد للورقة المالية.

U_i: ثابت.

eit: متغير عشوائي بمتوسط معدوم وتباين ثابت وبمعامل ارتباط معدوم من أجل فترة متأخرة.

النموذج الثاني: قواعد التصفية

ومعنى قواعد التصفية بأنها تصلح في المضاربات، حيث توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون:

- المجموعة الأولى، والتي تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة مؤشرا يعتمد عليه في قرارات الشراء، وإن الانخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع.
- المجموعة الثانية، فهي مجموعة الدورات والموسمية والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار.
- المجموعة الثالثة، هي المتوسط الحسابي للأسعار.
- المجموعة الرابعة، القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

2. فرضية الصيغة القوية

تستند هذه الفرضية بتوفر مختلف وجميع المعلومات للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، ولا يكون هناك مجال لظاهرة احتكار المعلومات.

ولكن ليس بالضرورة عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة التي تؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الأساس يمكن ملاحظة أنه ستعود الأرباح لوضعها لما يتعرض له هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظاهرة المضاربة واحتكار المعلومات.⁽¹⁾

3. فرضية الصيغة متوسطة القوة

تقوم هذه الفرضية على أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية الأخرى المتوفرة لعامة الناس أي المعلومات المنشورة، ونجد أن هذا المستوى لا يتوفر على معلومات غير منشورة مثلما هو الحال في المستوى القوي، وهنا يكمن الفرق بين هذين المستويين، وكذلك نجد أن هذا المستوى

(1) وليد الصافيو أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص

الشبه قوي هو المستوى السائد في الأسواق المالية المتقدمة، حيث يتصف معظمها بأنها سوق ذات كفاءة من المستوى شبه قوي.

ويفترض هذا المستوى أن يعكس الأسعار الجارية في السوق المالية جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء كانت هذه المعلومات جيدة أم سيئة، وسواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثاً، وبما أن هذه المعلومات قد قررت مستويات الأسعار السائدة لذلك لا يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ، بما ستكون عليه الأسعار مستقبلاً لأنها قد استنفذت دورها في صياغتها للأسعار الجارية، ولأن الأسعار الجارية لن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة غير متوفرة حالياً وبالتالي لن يستطيع المحلل المالي أو المستثمر من خلال المعلومات العامة المتوفرة للجميع أن يحقق أرباحاً إضافية غير عادية.

ولهذا فإن جميع الأبحاث التي أجريت على اختبار كفاءة السوق عند المستوى الشبه قوي ركزت على سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة وسرعة تحركها نحو نقطة توازن جديدة بين العرض والطلب على الأسهم ذات العلاقة بعد نشر المعلومات حيث كلما كانت سرعة الاستجابة والحركة كانت كفاءة السوق على المستوى الشبه قوي أكبر. (1)

(1) عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2005. ص 64.

خلاصة الفصل

تختلف طرق ونماذج التقييم، منها من يعتمد على التقييم المحاسبي مثل الأصول المحاسبية الصافية والمصححة أو طرق التقييم المرتكزة على فائض القيمة (Good Will)، ومنها من يعتمد على التقييم المالي للمؤسسة بانتهاج طريقة التقييم باستخدام (PER) المضاعف أو استخدام نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF).

وكما هو معلوم وانطلاقاً مما تطرقنا إليه سابقاً، فقيمة المؤسسة تتوقف على عدّة عوامل ومحددات التي تؤثر على عملية التقييم وبالتالي على عدالة القيمة المتحصل عليها، من أهمها توفر بعض الكفاءات في الشخص الذي يمتحن التقييم مثل إتقان جملة طرق التقييم، إتقان مراحل تشخيص الوضعية المالية والاستراتيجية للمؤسسة الراغبين في تقييمها ودرجة كفاءة الأسواق المالية وأخيراً درجة الإفصاح المحاسبي على القوائم المالية من طرف المؤسسات.

الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية لأثر قرار
توزيع الأرباح على قيمة
المؤسسة

مقدمة الفصل

بعد التطرق إلى الجانب النظري من خلال إلقاء نظرة للأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، وإلقاء نظرة على العديد من الدراسات السابقة المشابهة والمتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية باختيار المجمع الصناعي صيدال نموذجا.

ولذلك سنقسم هذا الفصل إلى ثلاث أجزاء أساسية، من خلال تقديم نظرة عامة حول المجمع الصناعي صيدال في الجزء الأول، في الجزء الثاني سنحاول إلقاء نظرة على الدراسات السابقة المشابهة مع عرض النتائج التي توصلت إليها، وتقديم نتائج دراستنا، تفسيرها وتحليل هذه النتائج في الجزء الثالث.

المبحث الأول: نظرة عامة حول المجمع الصناعي صيدال

تمهيد

يعتبر المجمع الصناعي صيدال من المؤسسات الوطنية الجزائرية الناشطة بالبورصة ويحتل مركزا هاما في مجال إنتاج الأدوية والمواد الصيدلانية بمختلف أنواعها، إذ يعتبر الرائد في هذا المجال على مستوى السوق الجزائرية وانتهاجه سياسية التفتح نحو السوق الإفريقية من خلال محاولة توقيع اتفاقيات مع دول العمق الإفريقي من أجل تصدير الأدوية نحوها مستقبلا.

سنعمل من خلال هذا المبحث، على إلقاء الضوء نشأة وتطور المجمع في المطلب الأول، الهيكل التنظيمي للمجمع في المطلب الثاني، وأخيرا في المطلب الثالث سنقدم معلومات مرجعية حول دخول المجمع للبورصة.

المطلب الأول: لمحة تاريخية حول المؤسسة

في سنة 1988 م وبعد تطبيق قانون استقلالية المؤسسات 01/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 م تم تغيير اسم المؤسسة الوطنية للصناعات الصيدلانية لتأخذ اسم صيدال وهي عبارة عن مؤسسة ذات أسهم تخضع للمراقبة مباشرة من إحدى صناديق المساهمة (صندوق المساهمة بتركيمياء وصيدلة).

في سنة 1993 م استفادت مؤسسة صيدال من إعادة هيكلة مالية حيث تحملت الدولة كل الديون والخسائر وهذا تحت أصوات برنامج إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العمومية الاقتصادية. أما سنة 1996 م تم إحلال الشركات القابضة محل صناديق المساهمة أصبحت المؤسسة العمومية القابضة كيمياء- صيدلة تملك رأسمال شركة صيدال بنسبة 100%.

وفي سنة 1998 م خضعت مؤسسة صيدال إلى إعادة هيكلة تم بموجبها تحويلها إلى المجمع الصناعي صيدال، وهي شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر ب 2.500.000.000 دج موزع على 10.000.000 سهم بقيمة اسمية تعادل 250 دج يخضع للقانون التجاري الجزائري متخصصة في الإنتاج الصيدلاني.

نتيجة للحالة المالية الجيدة التي عرفها مجمع صيدال وتطبيقا لقرارات المجلس الوطني لمساهمات الدولة المنعقد في 18 جوان 1998 م وفي إطار تطبيق الأمر (CNPE) المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية تحصل المجمع على إمكانية الدخول إلى بورصة القيم وذلك من خلال فتح رأسماله بنسبة 20%

الممثل بـ: 2.000.000 سهم بسعر ثابت يقدر بـ: 800 دج للسهم الواحد، ثم بدأ العملية بتاريخ 15 فيفري 1999م على أن تغلق في 15 مارس من نفس السنة.

جدول 3-1: بطاقة فنية لمجمع صيدال

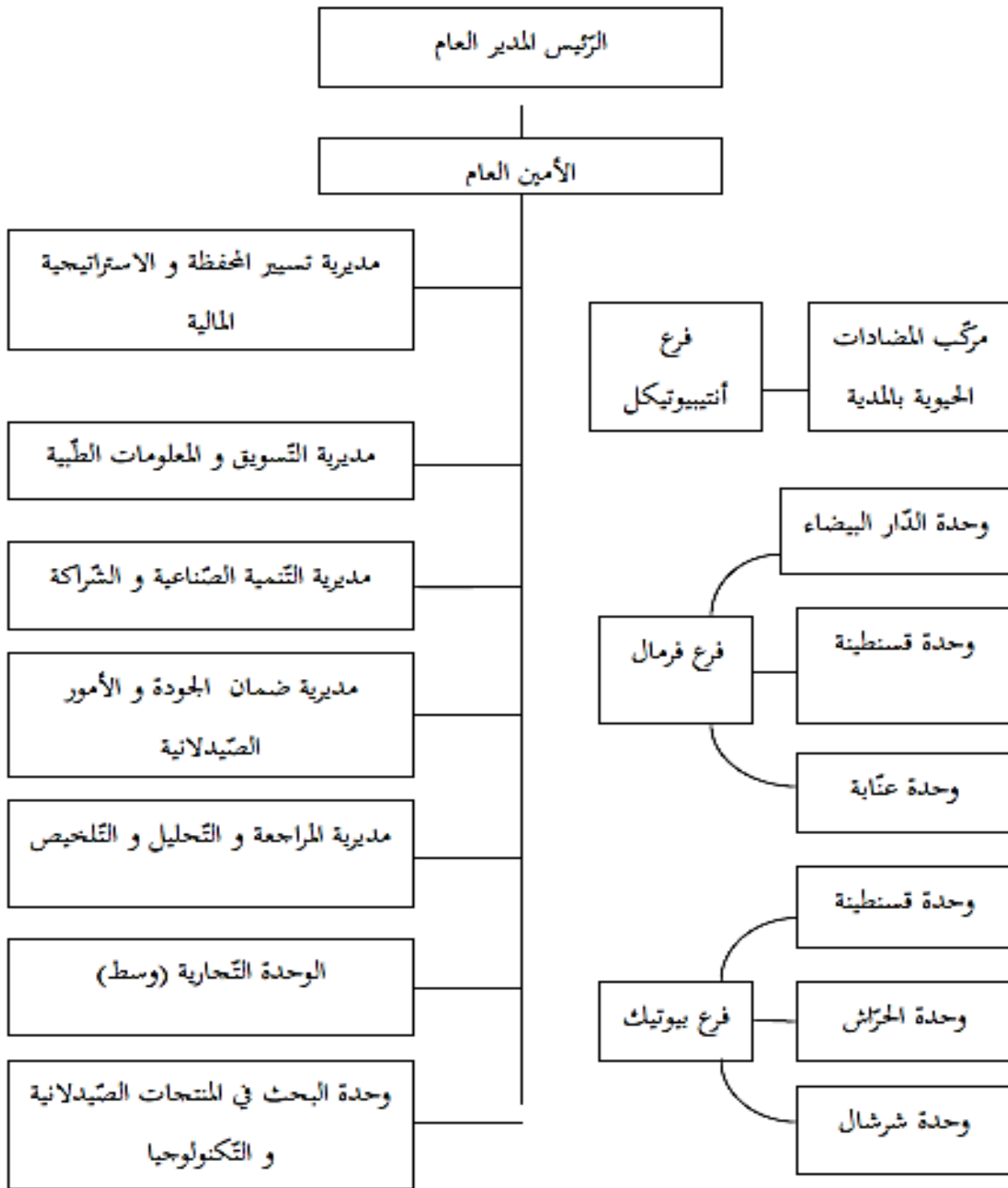
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2.500.000.000 دج.
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية.
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد.
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء- صيدلة بنسبة 80%.
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2 مليون سهم اسمي بسعر إصدار 800 دج.
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس.
تأشيرة لجنة COSOB	التأشيرة رقم 04/98 بتاريخ 24 ديسمبر 1988 م.
تاريخ الدخول للبورصة	17 جويلية 1999 م.
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999 م.

المصدر: هواري السنوسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2008، ص 316.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

خلال سنة 1998 ومن أجل تهيئة المجمع لإعادة هيكلة وتحولها من مؤسسة صيدال إلى مجمع الصناعي صيدال، تم تغيير الهيكل التنظيمي الخاص به ليصبح على النحو التالي:

شكل 3-1: الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي صيدال ابتداء من تاريخ 1999/02/02



Source : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf> ;p :16 - consulter le : 29/05/2018.

إنّ التّظيم الجديد يهدف إلى تمكين المجمع من تحقيق مجموعة من الأهداف والمتمثلة في:

- تعزيز مكانة المجمع كمنتج رائد في السوق المحلية.
- تطوير وتوسيع إنتاجه إلى أقسام علاجية أخرى كمرض السرطان، أمراض العيون، المناعة، المنتجات المصنّعة وفق التكنولوجيا الحيوية.
- تطوير الشركة عن طريق إنجاز فروع أو مصانع أخرى.
- المساهمة في الحدّ من الواردات.
- الانفتاح على الأسواق الخارجية..
- الزيادة في مستوى رضا المستهلك.

المطلب الثالث: معلومات حول عملية دخول المجمع للبورصة

إنّ قيمة العملية محدّدة بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي (حوالي 500 مليار دينار جزائري) مقسّمة على س 2.000.000 هم عادي بقيمة 800 دج للسّهم من أصل 10.000.000 سهم في نهاية هذه العملية تكون نسبة مشاركة الدّولة بحوالي 80 % من عدد الأسهم أي ما يقابل 8.000.000 سهم يشرف عليها صندوق مساهمة الدّولة (كيمياة وصيدلة).

تم طرح الأسهم العادية الاسمية عن طريق الاكتتاب العام والذي يسمح لحاملة الحقوق التّالية:

1. **الحقّ في التّصويت:** يعطي للمساهم الحقّ في اتّخاذ القرار بشأن إدارة شؤون المؤسسة، تحديد أعضاء الإدارة، الموافقة على القوائم المالية للمؤسسة وأخيرا المفاضلة بين تقييم الأرباح أو زيادة رأسمال الشركة.
2. **الحقّ في الأرباح المحقّقة:** إنّ امتلاك السّهم يعطي لحاملة الحقّ في توزيعات الأرباح في حالة تحقيق المؤسسة لأرباح.
3. **الحقّ في المعلومة:** كلّ مساهم له الحقّ في الحصول على المعلومات المحيئة المنشورة من طرف المنشأة بالاعتماد على المنشورات المعتمدة من طرف COSOB.

4. **حقّ الأولوية في اكتتاب أسهم جديدة:** في حالة رغبة المنشأة في رفع رأسمالها الاجتماعي بطرح أسهم جديدة في السوق الأولي تكون الأولوية لأصحاب الأسهم القديمة.

5. **الحقّ في التعويض في حالة التصفية:** في حالة توقّف المنشأة عن النشاط المستثمرون يكون لهم الحقّ في التعويض وذلك بعد تسديد جملة الديون مع الإشارة أنّه الحدّ الأقصى للطلب على السهم يكون على النحو التالي:

- شخص طبيعي سواء كان عاملاً لدى المجمع أو من الخواص إمكانية اقتناء على الأكثر 40 سهماً.
- الأشخاص المعنويون إمكانية اقتناء على الأكثر 200 سهماً.
- الوسطاء الماليون (البنوك، شركات التأمين وإعادة التأمين... الخ) إمكانية اقتناء ما بين 400 سهماً و300.000 سهماً.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة المشابهة لموضوع الدراسة

تمهيد

بعد التطرق نظرياً للموضوع، وجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة المشابهة للموضوع الذي ندرس فيه قصد التعرف على النتائج المتوصل إليها والمناهج المستعملة، فقد حظي موضوع سياسة توزيع الأرباح بقدر كبير من الاهتمام على المستوى المالي والعالمي لاختلاف خصائص الأسواق المالية منها الناشئة ومنها المتطورة، إضافة إلى اختلاف خصائص المؤسسات والشركات من إقليم لآخر.

فمن بين الدراسات التي تم الاطلاع عليها منها رسالات جامعية ومقالات منشورة تم اختيار أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا، ومن أهمها ما يلي.

المطلب الأول: أهم الدراسات المحلية.

أولاً: الدراسة الأولى

▪ دراسة علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006/2008، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009.

تدور إشكالية هذه الدراسة في:مدى تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة وتفسيرهما لها؟، حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على قدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة ومن ثمة على أسعار أسهم الدول العربية، والتعمق في طرق التقييم المتعددة واختبار إمكانية تطبيقها والوقوف على النقائص والصعوبات في ضل الإصلاحات المحاسبية الوطنية، وهذا من خلال اختبار الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006/2008، إضافة إلى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2001-2008 كذلك ومحاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المردودية. وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفوّة عن المستوى الضعيف، وأن متغير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس

لوحدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المرودية، المخاطر النظامية والمعبر عنها بـ Beta.

من خلال ما تطرق إليه الدراسات نقول إنهما ألمّا بكل الجوانب النظرية والتطبيقية الخاصة بسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة، فبالنسبة لدراستنا فستركز فقط على اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة من خلال الاعتماد على 3 متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح هي التوزيعات النقدية، التوزيعات الآنية والأرباح المحتجزة والتوصل إلى أي من هذه المتغيرات الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة.

ثانياً: الدراسة الثانية

▪ دراسة عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - المؤشر (CAC40) - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، مجلة الباحث العدد العاشر، 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم- قيمة المؤسسة- وإبراز المتغير الأكثر تأثيراً من بين مغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، إضافة إلى محاولة اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر (CAC40)، هذا من خلال إجراء دراسة اختباريه على 33 مؤسسة مدرجة في هذا المؤشر في الفترة ما بين 2008-2010، ودراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة هي 2009، وكشفت الدراسة عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم، وإن سياسة التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة) أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح من خلال ما تؤكدته دراسة الحدث على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

المطلب الثاني: أهم الدراسات العربية

أولاً: الدراسة الأولى

▪ دراسة أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من قيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم، وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح، وهذا من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية وهي: ما هو أثر توزيع الأرباح على قيم الأسهم السوقية والدفترية؟

وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها، أنه توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، وبين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، كما أن هناك علاقة بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية؛ ومن جهة أخرى توصل الباحث إلى عدم وجود علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة، كذلك بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أغفلت هاتين الدراستين أحد أهم المتغيرات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح ألا وهو " التوزيعات المجانية للأسهم والذي يعتبر أحد الأدوات المستعملة من طرف المؤسسات الاقتصادية المدرجة خاصة فبعملية إعادة الهيكلة.

ثانياً: الدراسة الثانية

▪ دراسة رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي في الفترة مابين 2011-2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد الثاني، 2016.

سعت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المسعرة في البورصة، وقد أخذت متغير سعر السوقي للسهم كمتغير يعكس ويفسر أداء السهم، أي كفاءة وأداء المؤسسة، أما فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح فقد أخذت ثلاثة متغيرات رئيسية ممثلة في المتغيرات المستقلة في الدراسة لسنوات من 2011-2014، حيث يعكس المتغير الأول والممثل في نصيب السهم من التوزيعات قيمة الأرباح التي سيتم توزيعها من قبل المؤسسة، المتغير الثاني الممثل بربحية السهم الواحد والذي يعكس القاعدة التي يتم من خلالها تحديد قيمة الأرباح الموزعة، أما فيما يتعلق بالمتغير الثالث والممثل في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة باعتباره من بين السياسات التي تستعملها المؤسسة إما لاستخدامه لإعادة شراء الأسهم أو تمويل النمو وإعادة الاستثمار، وقد تم أخذ المتغيرات الثلاثة السابقة لتعكس سياسة توزيع الأرباح من أجل معرفة أكثرها وأقلها تأثيراً بين توزيعات النقدية واحتجاز الأرباح.

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المتعلقة بمدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء الأسهم المؤسسات المسعرة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من 2011-2014، حيث خلصت الدراسة عن وجود تأثير لكل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة وربحية السهم الواحد على سعر السهم عند مستوى معين بينما كشفت نتائج اختبار الانحدار المتعدد كذلك عن عدم وجود تأثير لسياسة الأرباح المحتجزة على أداء أسهم المؤسسات المسعرة في البورصة، ويمكن أن يرجع السبب إلى تفضيل المستثمرين للأرباح النقدية الموزعة عوض الأرباح المحتجزة أي أن المستثمرين يميلون إلى السيولة أكثر والتي تلبي حاجاتهم.

وكشفت نتائج الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون في سوق دبي المالي وأن التوزيعات النقدية و ربحية السهم هما المحددان لسعر السهم السوقي وبالتالي أغلب المؤسسات تقوم بعمليات توزيع الأرباح في هاته البورصة.

المطلب الثالث: أهم الدراسات اللاتينية.

أولاً: الدراسة الأولى

- Main Sajid &all « How Dividend Policy Affects Volatility of Stock Prices of Financial Sector Firm of Pakistan » American journal of scientific research, issue 61, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم من خلال معرفة دور هذه السياسة في تقلب أسعار أسهم الشركات الخاصة بالقطاع المالي المسعرة في بورصة كراتشي- باكستان- من خلال الاعتماد على بيانات المالية لـ 75 شركة من القطاع المالي والتي كانت عينة الدراسة في الفترة ما بين 2006-2010.

توصلت الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة على علاقة عكسية مع تغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة كراتشي، وإلى أن ربحية السهم على علاقة ايجابية مع تقلبات الأسعار أي أن سياسة توزيع الأرباح وسيلة فعالة للتأثير على أسعار الأسهم السوقية كون سوق كراتشي سوق ناشئة.

ثانياً: الدراسة الثانية

- Dar-Hsin Chen &all « The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China », Department of Business Administration, National Taipei University, Taiwan, 2007.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الإعلان عن تغير التوزيعات الأرباح النقدية للشركات المدرجة في أسواق الصين للأوراق المالية وهذا من خلال الاعتماد على عينة من الشركات التي أعلنت عن تغيير التوزيعات الأرباح النقدية في الفترة الممتدة ما بين 2000-2004، والتي قدرت بـ 422 إعلان عن تخفيض في توزيعات النقدية و406 إعلان عن زيادة في توزيع الأرباح وهذا من أجل دراسة الحدث.

فتوصل الباحثون إلى أن الإعلان عن التغير في التوزيعات الأرباح له أثر ايجابي على سلوك الأسهم وهي ما تؤكد نظرية الإشارة حول توزيعات الأرباح، كذلك أن الربح الموزع على علاقة ايجابية مع الأرباح التراكمية القصيرة الأجل وتختفي هذه العلاقة مع تحقيق أرباح تراكمية طويلة الأجل.

المبحث الثالث: تقديم النموذج الإحصائي ونتائج الدراسة

تمهيد

سنحاول في هذا المبحث تقديم النموذج الإحصائي ونتائج الدراسة.

المطلب الأول: تقديم النموذج الإحصائي

تعتمد هذه الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط لإثبات مدى صحة الدراسة وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومن أجل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي EViews 8.

أولاً: التحديد الزمني والمكاني للدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة بين 1999 و 2016 والتي تعتبر فترة كافية لدراسة تأثير المتغير المستقل " سياسة توزيع الأرباح " على المتغير التابع " قيمة المؤسسة"، أما الحدود المكانية للدراسة تمت على شركة صيدال، وذلك بناء على توفر المعلومات.

ثانياً: مصدر البيانات

تم جمع البيانات عينة الدراسة من الموقع الإلكتروني الخاص بمؤسسة صيدال وبورصة الجزائر إضافة إلى التقارير السنوية التي تصدرها بورصة الجزائر.

ثالثاً: متغيرات الدراسة

1. المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية لمؤسسة صيدال وأحسن تمثيل لهذا المتغير هو متوسط سعر السهم السنوي للمؤسسة وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة حيث يعتقد أنه يعكس قيمة المؤسسة.

2. المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في أرباح الموزعة السنوية ويعتبر هذا المتغير مقياساً أساسياً لسياسة توزيع الأرباح ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم.

رابعاً: تطور العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل

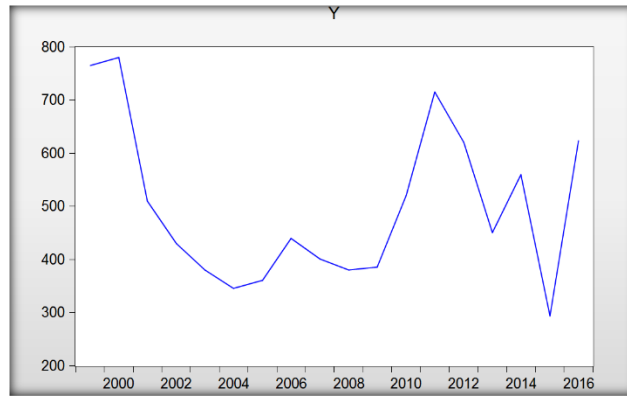
لنقم بقراءة بيانات الجدول، والأشكال الآتية:

الجدول 3-2: تطور العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل للفترة الممتدة من 1999 حتى 2016.

السنوات	سعر السهم	توزيعات الأرباح
1999	765	36
2000	780	20
2001	510	40
2002	430	9
2003	380	24
2004	345	20
2005	360	20
2006	440	23
2007	400	11
2008	380	35
2009	385	35
2010	520	36
2011	715	38
2012	620	38
2013	450	40
2014	560	40
2015	593	40
2016	623	40

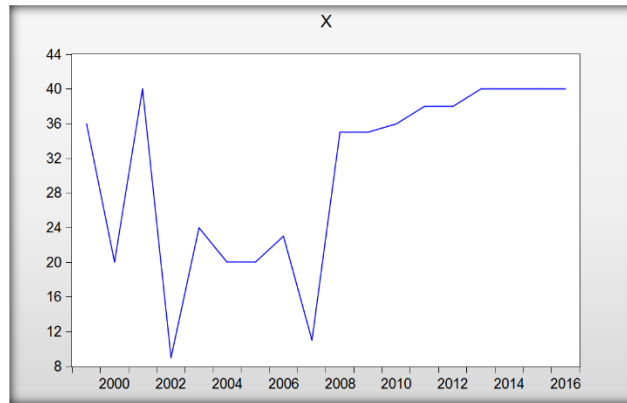
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على www.sgbv.dz، www.saidalgroup.dz، www.cosob.org.

الشكل 3-2: متوسطة القيمة السوقية لسهم صيدال 1999-2016



المصدر: من مخرجات EViews8

شكل 3-3: توزيعات الأرباح النقدية لسهم صيدال للفترة 1999-2016.



المصدر: من مخرجات EViews8

من خلال جدول الإحصاءات نلاحظ أن:

- خلال الفترة 1999-2000، كانت العلاقة عكسية حيث أنه كان هناك ارتفاع لسعر السهم يقابله انخفاض في توزيع الأرباح.
- خلال الفترة 2001-2005، كانت العلاقة طردية حيث أنه كان انخفاض في سعر السهم وتوزيع الأرباح، ثم عاود الارتفاع خلال 2003، ثم عاود الانخفاض خلال 2004-2005.
- خلال الفترة 2006-2008، شهد سعر السهم انخفاض السعر أما الأرباح شهدت الأرباح خلال 2006 ثم انخفاض في 2007 ثم معاودة الارتفاع خلال 2008.
- خلال فترة 2009-2011: شهدت هذه الفترة ارتفاع في سعر السهم مع ارتفاع توزيع الأرباح.

- خلال الفترة 2012-2016، خلا السنتين الأوليتين انخفض سعر السهم ثم عاود الارتفاع خلال 03 سنوات. أما توزيع الأرباح فشهد ارتفاع السنة الأولى ثم استقرار خلال السنوات الأخيرة.

خامسا: الدراسة التطبيقية

1. النموذج العام

لتحديد نموذج الانحدار البسيط يجب تحديد شكله الرياضي أولا ثم اختبار معلمات النموذج.

2. الشكل الرياضي

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

$$Y = a + bx + u$$

بحيث أن:

(U)، يمثل حد الخطأ النموذج ليحل محل المتغيرات المؤثرة على النموذج والتي لم يتم أخذها في الحسبان.

(X)، يمثل المتغير المستقلة (توزيعات الأرباح النقدية)

(Y)، تمثل المتغير التابع، (متوسط القيمة السوقية للسهم).

ومن فرضيات صحة نموذج الانحدار الخطي البسيط:

ثبات تباين الأخطاء δ^2 ثابت

القيمة المتوسطة للأخطاء = $e(u) = 0$

3. تحديد مقاييس الإحصاء الوصفية

الجدول 3-3: نتائج مقاييس الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

X	Y	
497.5556	30.27778	متوسط
445.0000	35.50000	الوسيط
780.0000	40.00000	القيمة العظمى
293.0000	9.000000	القيمة الدنيا
149.0895	10.67050	انحراف المعياري
0.640862	-0.726703	اختبار Skewness
2.209123	2.093955	اختبار Kurtosis
1.701226	2.199981	اختبار Jarque-Bera
0.427153	0.332874	الاحتمال
8956.000	545.0000	مجموع
377870.4	1935.611	المنوال
18	18	ملاحظات

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EIEWS8

وفيما يلي شرح معامل الالتواء ومعامل التفلطح واختبار التوزيع الطبيعي للبيانات JARQUE BERA

- معامل الالتواء SKEWNESS، تبين نتائج الجدول أن معامل الالتواء للمتغير توزيعات الأرباح النقدية والمتغير متوسط القيمة السوقية للسهم كانت قريبة من 0 حيث قدرت قيمة الالتواء لتوزيعات الأرباح النقدية بـ 0.64 التواء موجب، ومتوسط القيمة السوقية للسهم بـ -0.72 التواء سالب، ومنه السلسلة تأخذ شكل المنحنى المتماثل.

- معامل التفلطح KURTOSIS، بين نتائج الجدول أن معامل التفلطح للمتغير توزيعات الأرباح النقدية والمتغير متوسط قيمة السهم السوقية، كانت هي الأخرى أقل من 3، حيث قدرت قيمة التفلطح لتوزيعات الأرباح النقدية بـ 2.20 ومتوسط قيمة السهم السوقية بـ 2.09 ومنه السلسلة تأخذ شكل مفلطح.

- اختبار التوزيع الطبيعي JARQUEBERA، تبين نتائج الجدول أن مستوى المعنوية لمعامل جارك بيرا هي أكبر من 0.05، لكلا المتغيرين حيث قدرت قيمته بالنسبة للمتغير المستقل توزيعات الأرباح النقدية بـ 0.42، وبالنسبة للمتغير متوسط قيمة السهم السوقية بـ 0.33 ومنه السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

4. استقرارية المتغيرات

غالبا ما تتسم السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية بعدم الاستقرار وذلك لكون معظمها يتغير وينمو مع الزمن مما يجعل من متوسطها وتباينها غير مستقرين، ولذلك كان من الضروري إجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية، واختبار استقرار السلاسل الزمنية اعتمدنا على اختبارات ديكي - فولر الموسعة (ADF) واختبار فرضية عدم القائمة على وجود جذر الوحدة فيعتمد ذلك على تقدير النماذج الآتية بطريقة المربعات الصغرى.

$$\text{Modèle [1]} : \Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta X_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle [2]} : \Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta X_{t-j+1} + C + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle [3]} : \Delta X_t = \rho X_{t-1} - \sum_{j=2}^p \varphi \Delta X_{t-j+1} + C + b_t + \varepsilon_t$$

الجدول 3-4: اختبار ADF لإستقرارية المتغيرات

المتغير Y			المتغيرة X			
نموذج (3)	نموذج (2)	نموذج (1)	نموذج (3)	نموذج (2)	نموذج (1) ثابت	
-0,3984 (0,7866)	-4,6432 (0,0095)	0,7968- (0,7926)	-1,1472 (0,2178)	-2,5432 (0,3062)	-2,8371 (0,0740)	عند المستوى
-10,00058 (0,0000)	-9,5712 (0,0000)	-9,8163 (0,0000)	-4,5471 (0,0002)	-4,6921 (0,0096)	-4,4363 (0,0037)	عند الفرق الأول

المصدر: من مخرجات EViews8

من الجدول نلاحظ أن المتغيرتين توزيعات الأرباح النقدية ومتوسط قيمة السهم السوقية ليس مستقرتين عند المستوى، لأن الاحتمال الموضح بين قوسين في الجدول السابق هو أكبر من مستوى المعنوي 5%، بينما هي مستقرة عند الفرق الأول لأن الاحتمال في النموذج الثالث أقل من 5% وعليه

يمكن تحديد نموذج الانحدار الخطي البسيط العام في شكل خط انحدار غير زائف (أنظر للملاحق جداول مخرجات EViews8).

5. النموذج العام: دراسة وتقييم النموذج

الجدول 3-5: النموذج العام

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	384.1910	107.7035	3.567116	0.0026
X	3.744152	3.365278	1.112583	0.2823
R-squared	0.071810	Meandependent var	497.5556	
Adjusted R-squared	0.013798	S.D. dependent var	149.0895	
S.E. of regression	148.0574	Akaike info criterion	12.93752	
Sumsquaredresid	350735.7	Schwarz criterion	13.03645	
Log likelihood	-114.4376	Hannan-Quinn criter.	12.95116	
F-statistic	1.237841	Durbin-Watson stat	1.253949	
Prob(F-statistic)	0.282325			

المصدر: من مخرجات EViews8

6. تقييم النموذج إحصائيا

- المعامل $b = 3.74$ وهو دال اقتصاديا، أي وجود علاقة في اتجاه واحد بين سعر سهم والقيمة السوقية إذا كان دالا إحصائيا بمعنى جودة المعامل ونقاس بـ:
- الاحتمال $p = 0.2823$ وهو أكبر من حد المعنوية 1% أو 5% أو 10% وبالتالي فهو ليس دال إحصائيا، بالنسبة للثابت فهو دال إحصائيا لأنه أقل من 1% أو 5% أو 10%.
- جودة النموذج ككل ونقاس بمعامل الارتباط المصحح الذي تعادل قيمته 0,01 وهي نسبة ضعيفة جدا أقل من 50%.
- خلاصة: النموذج غير دال إقتصاديا وإحصائيا وعليه فإنه لا توجد علاقة بين قرار توزيع الأرباح النقدية والقيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: نتائج الدراسة

من خلال قراءة النتائج المتحصل عليها البرنامج الإحصائي EVIEWS، خلصنا أنه لا توجد علاقة بين التوزيعات وقيمة المؤسسة، وسبب ذلك يرجع إلى أن بورصة الجزائر تعترضها مشاكل كثيرة، ما أدى إلى وجود عراقيل تحد من نشاط البورصة وحالت دون انطلاقتها الفعلية، وأهم هذه العراقيل:

أولاً: عراقيل اقتصادية

- أغلب الشركات ملك للدولة، وكما هو معلوم جلها يعاني من اضطرابات مالية ويعود ذلك لسوء التسيير.
- معدلات النمو هي معدلات مالية، ما عدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات.
- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية كالبناء، الأشغال العمومية والفلاحة... إلخ.
- الضرائب والتي تمثل عبئاً ثقيلاً على المؤسسات المصرحة بنشاطها، ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أن تكون منعدمة.
- انتشار التضخم وعدم ارتفاع عدد الأسهم.
- ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة.
- عدم تدفق رأس المال الأجنبي.
- تدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف التي تعيشها البلاد.
- ضعف المنافسة في السوق المالية.
- ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج والتنوع والمنافسة.

ثانياً: العراقيل السياسية

- يضم الميدان السياسي تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، كعدم استقرار الأوضاع السياسية في البلاد حالت دون زيادة عدد المستثمرين في البورصة.

ثالثا: العراقيل الإدارية

- تتجلى في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية
- تعقد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل، والبطء في إتمام الإجراءات.
- طول الإجراءات مما أدى إلى إحجام المستثمرين عن إقامة مشروعاتهم الاستثمارية.

رابعا: العراقيل الإعلامية

- شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص، الهادف إلى تشجيع الثقافة الادخار والتعريف بالبورصة وآليات الاستثمار فيها.
- الوعي الاستثماري الضيف، وهيمنة ثقافة الاكتناز.
- محدودية السوق الثانوية الخاصة بتداول الأوراق المالية.
- ضآلة الطلب على الأوراق المالية التي قد يعود إلى انعدام الثقة.

خاتمة الفصل

وبعد ما تم تقديم عينة الدراسة والمتمثلة في المجمع الصناعي صيدال ومستوى التوزيع الأرباح فيه، تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المجمع السوقية من خلال استخدام الانحدار الخطي البسيط للكشف عن هذه العلاقة واختبارها على أرض الواقع، وتم التوصل إلى أنه ليس هناك علاقة ذات دلالة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السوقية للمجمع، على الرغم من وجود دراسات كثيرة وخاصة الأجنبية التي تتميز بوجود بورصات نشطة على مستوى تؤكد أنه هناك علاقة ذات دلالة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمجمع، وهذا يرجع أساسا للعراقيل التي توجه بورصة الجزائر والتي تم التطرق إليها بالتفصيل في نتائج الدراسة.

خاتمة عامة

1. تلخيص الدراسة

جاءت هذه الدراسة لتوضيح أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك على اعتبار أن قرار توزيع الأرباح يعد من أهم القرارات الاستراتيجية المالية المؤثرة على المؤسسة والمستثمرين على حد سواء، فإذا كان المستثمر يتوقع عائد مغريا جراء استثمار أمواله في المؤسسة من خلال التوزيعات التي تجريها بشكل دوري، فالمؤسسة تعمل على الاستفادة من الأرباح المحققة التي تكون نتيجة احتجاز الأرباح أو تأجيل التوزيعات من أجل استغلالها وإعادة استثمارها من قبل المؤسسة والعمل على النمو ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية.

وكما تطرقنا في الجانب النظري، هناك العديد من النظريات التي تناولت هاته المسألة، فمنهم من ينظر إلى عملية توزيع الأرباح على أنها مسألة لا بد منها وبيني اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف تؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة، فحين منظرين آخرين يرون أن توزيع الأرباح أو احتجازها ليس له علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية.

2. نتائج اختبار فرضيات الدراسة

ومن خلال دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال خلال الفترة الممتدة من 1999-2016، اتضح أن لسياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، على الرغم أنه لها تأثير واضح في دراسات أجنبية اطلعنا عليها خلال قيامنا بدراستنا، وسبب نتائجنا المعاكسة يرجع أساسا للعراقيل الاستثمارية التي تعتري البورصة الجزائرية.

3. الاستنتاجات النظرية للدراسة

- من خلال التطرق لمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بموضوع الدراسة يمكن عرض النقاط التالية:
- يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم وسندات في حال كونها أوراق مالية متداولة، وفي حالة عدم تداولها فيتم تقييمها لاستخدام مجموعة من الطرق من بينها الاعتماد على ميزانية المؤسسة وكذلك إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها من المؤسسات الأخرى.
- هناك علاقة قوية بين الكفاءة المالية وتوفر المعلومات، فانطلاقا من طبيعة المعلومات المتوفرة على سعر السهم تتحقق الكفاءة في عدة صيغ ضعيفة، متوسطة أو قوية.

- تتمثل سياسة توزيع الأرباح في تحديد نسب الأرباح المحققة المراد توزيعها على المستثمرين وكذا تحديد نسب الأرباح المراد احتجازها بغية إعادة استثمارها، كما تحدد سياسة توزيع الأرباح شكل التوزيعات المقرر إجراؤها إما نقدية أو تجزئة أسهم... إلخ.
- تعمل المؤسسة على ضمان استقرار توزيعاتها من خلال العمل على استقرار الأرباح أو أخذها منحي تصاعدي، لأن المستثمرين لا يجدون حرج في دفع مبالغ كبيرة مقابل أسهم لمؤسسات تحقق أرباح كبيرة.

4. توصيات وآفاق الدراسة

- في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، وانفتاح الأسواق وتربطها، ومن خلال ما تسعى إليه المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها السوقية وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى أن البورصة الجزائرية تنسم بالهشاشة في الوضع الراهن وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني وعدم تحقيقها متطلبات التنمية المستدامة، وبهدف تفعيلها وما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نوصي بما يلي:
- ضرورة تسوية الاقتصاد الوطني.
 - الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد.
 - الانفتاح على الجمهور وتنويع الأدوات المالية.
 - الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة.
 - حصول المدخرين على عوائد معقولة نتيجة استثمار مدخراتهم.
 - وجود جهاز مصرفي متكامل

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

• الكتب

1. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، 2007.
2. أشواق بن قنّور، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار النشر للراية والتوزيع، 2013.
3. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة الأولى، دار الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006.
4. دريد كامل آل شيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2010.
5. سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، القاهرة، 1996.
6. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، دار الجامعة، مصر، 2008.
7. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2010.
8. عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2005.
9. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002.
10. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
11. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
12. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2010.
13. محمّد سامي راضي، محاسبة الأصول، دار التّعليم الجامعي للطباعة والنّشر والتّوزيع، الاسكندرية، 2011.

14. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، مصر، 2003.
15. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
16. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2011.
17. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار المعارف، مصر، 1998.
18. منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995.
19. وليد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
20. يوسف قريشي والياس بن ساسي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

• أطروحات ومذكرات

1. بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010.
2. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة كجزء لنيل متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، 2012.
3. علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة ببورصة الكويت للفترة الممتدة ما بين 2006 و 2008، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

4. مليكة زغيب، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية مع دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 03-07 أكتوبر 2007.

5. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، أطروحة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.

• مقالات والمجلات

1. أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 65.
2. د. فهد بن عبد الله الحويماي، كيف يمكن تحديد قيمة الشركة، مقال نشر بتاريخ 23 ماي 2013 بجريدة العرب الاقتصادية الدولية.
3. زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010.
4. بربحية الشركة وحجمها ودرجة المخاطر اللانظامية، دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، العدد الأول، 2003.
5. عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة، حالة المؤشر (CAC44) خلال الفترة الممتدة ما (2007-2009) مجلة الباحث للعلوم الاقتصادية، العدد العاشر، ورقلة، 2011.
6. عبد الناصر إبراهيم نور، المقارنة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها
7. محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، عدد 1، 2012.
8. هوارى السويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Aswath DAMODARAN, **Finance D'entreprise : théorie et pratique**, Bruxelles, 2eme Edition - 2006.
2. Lee S. Redding, **Firm Size and Dividend Payouts**, Journal of Financial Intermediation 6, 1997.
3. Mauguire. H, **L'Evaluation des entreprises non cotées**, édition Bordas, Paris, 1990.
4. Michael C. EHRHARDT & Eugene F. BRIGHAM, **Corporate Finance: A Focused Approach**, 2nd Edition, 2006.
5. Oliver RAMOND et Autres, **Evaluation financière et normes IFRS**, Economica, 2012.
6. Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, Dalloz, 6e Edition, Paris, 2005.
7. Raymond A, Ezejiofor, et All, **Relevance of Corporate Dividend Policy on the Shareholder's Wealth**, Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria, 2014.
8. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill, USA, 2001.

ثالثا: المواقع الالكترونية

Site : <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf>.

Null Hypothesis: X has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.837160	0.0740
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

Null Hypothesis: X has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.543255	0.3062
Test critical values: 1% level	-4.616209	
5% level	-3.710482	
10% level	-3.297799	

Null Hypothesis: X has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.147264	0.2178
Test critical values: 1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

Null Hypothesis: D(X) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.436314	0.0037
Test critical values: 1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

Null Hypothesis: D(X) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.692102	0.0096
Test critical values: 1% level	-4.667883	
5% level	-3.733200	
10% level	-3.310349	

Null Hypothesis: D(X) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.547174	0.0002
Test critical values: 1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

Null Hypothesis: Y has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.796894	0.7926
Test critical values: 1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

Null Hypothesis: Y has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.643229	0.0095
Test critical values: 1% level	-4.616209	
5% level	-3.710482	
10% level	-3.297799	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: Y has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.398412	0.7866
Test critical values: 1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

Null Hypothesis: D(Y) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.816362	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

Null Hypothesis: D(Y) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.571271	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.667883	
5% level	-3.733200	
10% level	-3.310349	

Null Hypothesis: D(Y) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.00058	0.0000
Test critical values: 1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمجمع صيدال، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم وأصعب القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، والتي تحدد من خلالها نسب الأرباح المحتجزة والموزعة، ورغبة المؤسسة من خلال هذه السياسة هي تعظيم قيمتها في السوق قدر المستطاع مع جلب أكبر عدد من المستثمرين للمؤسسة.

ولتحقيق هدف الدراسة تم تحليل البيانات الخاصة بقيمة السهم وتوزيع الأرباح للمجمع خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1999 إلى 2016 والتي تم الحصول عليها من موقع بورصة الجزائر وذلك باستخدام برنامج eviews8، وقد خلصت الدراسة إلى أنه ليس هناك علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لمجمع صيدال.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة، المجمع الصناعي صيدال، القيمة السوقية للسهم

Abstract

The objective of this study is to determine the impact of the profit distribution policy on the market value of the SAIDAL group, where the profit distribution policy is one of the most important and difficult financial decisions taken by the organization, which determine the rates of retained earnings and distributed. As much as possible while bringing in the largest number of investors to the organization.

In order to achieve the objective of the study, the data on the value of the share and the distribution of profits for the group were analyzed during the period from 1999 to 2016. Which were obtained from the Algiers Stock Exchange, using the program The study concluded that there is no relationship between the dividend distribution policy and the market value of the SAIDAL group.

Keywords: Profit Distribution Policy, Value of the Enterprise, Industrial group of SAIDAL, Market Value of the stock