

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



كلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
- دراسة حالة مجمع صيدال (SAIDAL) -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص : محاسبة و إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

جمال قدام

إعداد الطالبة:

إيمان يونسى

لجنة المناقشة:

رئيسا.

مقررا.

عضوا.

• أمال ينون

• جمال قدام

• سهام عليوط

السنة الجامعية

2015-2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و تقدير

قال الله تعالى:

﴿ أَنه لا إله إلا هو والملائكة وأولوا العلم قائما بالقسط لا إله إلا هو العزيز الحكيم ﴾

الحمد لله الرحمان العليّ القدير الذي يسر لنا دربنا على النهج المنير وفتح لنا آفاق العلم الكبير،
ووفقنا بفضل العظيم لإتمام هذا العمل.

الصلاة والسلام على خاتم المرسلين والهادي من الضلالة إلى النور سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.
أتقدم بأسمى عبارات الشكر وأنبل معاني التقدير إلى الأستاذ المشرف التي تفضل بالإشراف على
هذا العمل منذ أن كان مجرد فكرة حتى اكتماله في صورته النهائية، والذي لم يبخل علي بنصائحه
القيمة وتوجيهاته السديدة ومعاملته الراقية طيلة فترة إعداد البحث

الأستاذ:

- قدام جمال -

كما أتقدم بجزيل شكري وخالص امتناني إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل المتواضع،

وأخص بالذكر:

الأستاذة: عليوة سماح

الأستاذ: بن بجمة سليمان

الأستاذ: بوميمز فيصل

كما أتقدم بشكري المسبق إلى أعضاء لجنة المناقشة

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة.

الإهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواصل إلى من أعطت دون مقابل
إلى من زرعت في نفسي العزيمة والصبر
إلى من ربّنتني وعلمتني الأخلاق الفضية
إلى التي طالما حلمت أن تبصر نجاحي وتفوقتي المتواصل في دراستي، إليك "أمي الحبيبة".

إلى الذي فرش دربي إرادة وصمودا
إلى الذي علمني الصبر والكفاح لأجل العلم ودعمني للوصول إلى ما أنا عليه
إلى قدوتي الدائمة في الحياة، إلى نبيراس العطاء المبذول
إليك "أبي العزيز".

إلى من كان دائما إلى جانبي وساندني
إليك أخي الوحيد: أمير.
إلى من تفاسمت معهم الأيام بجلوها ومرها، وجعلهم الله لي السند المعين
أخواتي:
بشرى، شيما، وإسراء.

إلى صديقاتي اللاتي دعمنني معنويا كل واحدة باسمها.
إلى كل من سكن قلبي ولم يكتبه قلبي، إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه ذاكرتي.

فهرس المحتويات

شكر وتقدير

الإهداء

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

الصفحة	العنوان
أ-خ	المقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة المؤسسة في النظرية المالية

2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية القيمة والتقييم في النظرية المالية
3	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
7	المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة
16	المطلب الثالث: مفهوم تقييم المؤسسة
18	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة
18	المطلب الأول: العوامل الخارجية
22	المطلب الثاني: العوامل الداخلية

25.....	المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة.....
25.....	المطلب الأول: طرق الذمة المالية.....
29.....	المطلب الثاني: طرق المردودية.....
34.....	المطلب الثالث: الطرق المختلطة.....
42.....	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

44	تمهيد.....
45	المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح.....
45	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....
48	المطلب الثاني: أنواع توزيعات الأرباح.....
53	المطلب الثالث: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى.....
54	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.....
54	المطلب الأول: العوامل الاقتصادية.....
60	المطلب الثاني: العوامل القانونية.....
61	المطلب الثالث: العوامل التعاقدية.....
62	المبحث الثالث: نماذج سياسة توزيع الأرباح.....
62.....	المطلب الأول: نموذج (Lintner, 1956).....
64	المطلب الثاني: نموذج (Gordon, 1959) و نموذج (Walter, 1962).....
66	المطلب الثالث: نموذج الإشارة وأرباح السهم (Kalay, 1980).....
69	خلاصة الفصل.....

الفصل الثالث: النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

71	تمهيد.....
	المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق
72.....	الكامل.....
72.....	المطلب الأول: المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام.....

78.....	المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد
83.....	المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل
83.....	المطلب الأول: سياسة التوزيعات ونظرية المعلومة
86.....	المطلب الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي
91.....	المطلب الثالث: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة وأثر الزبون
97.....	المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح
98.....	المطلب الأول: النموذج البياني
100.....	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)
102.....	خلاصة الفصل

الفصل الرابع: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

104.....	تمهيد
105.....	المبحث الأول: تقديم للمجمع الصناعي صيدال (SAIDAL)
105.....	المطلب الأول: التعريف بالمجمع الصناعي صيدال (SAIDAL)
108.....	المطلب الثاني: التنظيم العام لمجمع صيدال (SAIDAL)
114.....	المطلب الثالث: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال (SAIDAL)
115.....	المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)
115.....	المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة
117.....	المطلب الثاني: منهجية الدراسة
123.....	المطلب الثالث: تحليل نموذج الدراسة
129.....	خلاصة الفصل
131.....	الخاتمة
137.....	قائمة المراجع

145	قائمة الملاحق
185	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
15	تقييم مؤشرات خلق القيمة	01
39	أهم مؤشرات القيمة	02
118	الدراسات الميدانية السابقة	03
123	متغيرات الدراسة لمجمع (SAIDAL) في الفترة الممتدة من 2012-2003	04
124	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	05
126	نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة	06

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	تطور مؤشرات خلق القيمة	8
02	العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة	81
03	تطور معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية في USA	88
04	اختبار النظريات الثلاث بالأسلوب البياني	98
05	الهيكل التنظيمي لمجمع (SAIDAL)	109
06	مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)	117

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
145	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2003	01
146	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2003	02
147	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2003	03
148	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2004	04
149	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2004	05
150	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2004	06
151	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2005	07
152	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2005	08
153	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2005	09
154	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2006	10
155	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2006	11
156	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2006	12
157	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2007	13
158	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2007	14
159	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2007	15
160	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2008	16
161	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2008	17
162	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2008	18
163	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2009	19
164	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2009	20
165	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2009	21
166	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2010	22
167	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2010	23
168	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2010	24
169	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2011	25
170	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2011	26

171	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2011	27
172	ميزانية الأصول لمجمع (SAIDAL) لسنة 2012	28
173	ميزانية الخصوم لمجمع (SAIDAL) لسنة 2012	29
174	جدول حسابات النتائج لمجمع (SAIDAL) لسنة 2012	30
175	التقرير السنوي للجنة (COSOB) لسنة 2006	31
176	التقرير السنوي للجنة (COSOB) لسنة 2007	32
177	التقرير السنوي للجنة (COSOB) لسنة 2010	33
178	التقرير السنوي للجنة (COSOB) لسنة 2011	34
179	التقرير السنوي للجنة (COSOB) لسنة 2012	35
180	التقرير السنوي للجنة (COSOB) لسنة 2013	36
181	التقرير السنوي لمجمع (SAIDAL) لسنة 2013	37
182	جدول توزيع (Student)	38
183	جدول توزيع (Fisher)	39
184	جدول توزيع (Durbin Watson)	40

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز/الاختصار	الدلالة	الرموز
β	معامل يقيس المخاطر النظامية	
λ	معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات	
δ	الانحراف المعياري	
A		
AE	الأصل الاقتصادي	
ANC	الأصل المحاسبي الصافي	
ANCC	الأصل المحاسبي الصافي المصحح	
B		
B	الأرباح الرأسمالية	
B_i	صافي الأرباح قبل الضريبة (نتيجة الاستغلال قبل الضريبة)	
BPA	ربحية السهم الواحد	
C		
CB	القدرة الربحية (نتيجة الاستغلال بعد الضريبة)	
CFROI	التدفق النقدي العائد من الاستثمار	
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	
CP	الأموال الخاصة	
CPNE	الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال	
CPPA	الأموال الخاصة للسهم الواحد	
D		
d	معدل توزيع الأرباح	
D	الديون	
Dis	حجم السيولة	
Div	توزيعات الأرباح	

الأرباح غير الموزعة (المحتجزة) DND

نصيب السهم من التوزيعات DPA

فترة الاسترداد D_R

E

نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضرائب EBIT

F

المصاريف المالية FF

التدفق النقدي المتاح F_t

G

معدل نمو التوزيعات g

I

معدل الفائدة i

مبلغ الاستثمار I

K

معدل الخصم (تكلفة التمويل) K

معدل العائد المتوقع K^*

L

اللوغاريتم النبيري لإجمالي الأصول LNAE

اللوغاريتم العشري log

M

عائد المسيرين M

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF

القيمة السوقية المضافة MVA

P

سعر السهم P

مضاعف السعر/العائد PER

الناتج المحلي الخام PIB

بديل المخاطرة PR

R

معدل العائد المتوقع على الاستثمار	r
قيمة الأرباح المتوقعة	R^*
مردودية الأموال الخاصة	R_{CP}
مردودية الأصل الاقتصادي	R_e
نتيجة الاستغلال	R_{exp}
مردودية السوق	R_M
النتيجة الصافية	R_{net}
معدل المردودية بدون خطر	R_{SR}
معدل المردودية المطلوب من طرف الملاك	R_t

T

معدل الرسملة	t
الضريبة على الأرباح الرأسمالية	T_B
الضريبة على التوزيعات	$TDiv$
نسبة احتجاز الأرباح	T_{NDiv}
معدل المردودية	TR
عائد المساهم الكلي	TSR

V

القيمة المحاسبية	V_0
القيمة الحالية الصافية	VAN
قيمة المؤسسة	V_e
القيمة النهائية	V_n
قيمة المردودية	V_r
القيمة الجوهرية	VSB

عرفت الإدارة المالية تطوراً بالغ الأهمية في العقود الأخيرة من القرن السابق، وهذا ما أدى إلى زيادة قدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو مرتفعة، فبعد أن كان دور الإدارة المالية منصب على حدوده الضيقة المرتبطة بالاندماج و الاتحاد ما بين المؤسسات، أصبح اليوم واسع الاهتمام ليتجاوز دوره التقليدي، إلى الاهتمام بالوسائل والإجراءات التي من خلالها تستطيع المؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها المالية بالكميات المطلوبة وبالتكاليف الأقل، سواء من مصادر داخلية أو خارجية .

فبعد أن كان الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم الأرباح، والذي يعتبر هدف قصير الأجل لتجاهله عدة عناصر من بينها توقيت العائد، التدفقات النقدية والمخاطرة، أصبح الهدف الآن و في ظل بروز النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال تطوير و توزيع الموارد المتاحة بكفاءة على المدى الطويل، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال تعظيم أسعار أسهم المؤسسة في السوق المالي، حيث أن هذه الأسعار لا تعكس قيمة المؤسسة في أي لحظة، لانعدام كفاءة الأسواق.

يعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة من الأهداف الحديثة للإدارة المالية، وهو هدف يصعب تحقيقه لارتباطه بمتغيرات كمية أو نوعية، جزئية أو كلية، خارجية أو داخلية...إلخ، ومن بين هذه المتغيرات نجد سياسة توزيع الأرباح.

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث أن توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارات مالية، ترسل إلى السوق المالي، تترجم على أن المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة، وبالتالي يزيد إقبال المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة، وهذا يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة، كما أن القيام بإجراء توزيعات للأرباح يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة، حيث أنها تعد مؤشراً على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، إلا أنها في الجهة المقابلة قد تعني حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية، مثل: إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية، وعليه لابد من المفاضلة بين المنفعة الناشئة من تقليل تكاليف الوكالة وزيادة توزيعات الأرباح. كما أن قرار توزيع الأرباح ليس دائماً في صالح الملاك، حيث أن القيام بالتوزيع يزيد من نسبة التمويل الخارجي، وهذا ما يؤدي إلى زيادة تكاليف الصفقات، والتي يكون لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للمؤسسة.

I. الإشكالية:

بناء على ما سبق، يمكن معالجة الموضوع ضمن الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)؟

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع، عملنا على

تحليلها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف يتم تحديد قيمة المؤسسة في إطار النظرية المالية؟
- كيف يتم بناء سياسة مثلى لسياسة توزيع الأرباح؟
- كيف تفسر مختلف تفضيلات المستثمرين لسياسة توزيع الأرباح تحت مختلف الظروف المفروضة عليهم؟
- هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)؟

II. الفرضيات:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع (SAIDAL).

III. أسباب اختيار الموضوع:

- يمكن إدراج العديد من الأسباب و الدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار الموضوع، نذكر منها:
- قلة البحوث الأكاديمية حول سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة؛
- تعتبر سياسة توزيع الأرباح محل جدل قائم في الإدارة المالية، ومحاولة للإسهام في البحث القائم حول ترشيد هذه السياسة تم دراسة تأثيرها على قيمة المؤسسة؛
- يعد موضوع تعظيم القيمة الهدف الرئيسي للمؤسسة، خاصة فيما يتعلق باتخاذها للقرارات المالية الإستراتيجية، لما لهذه القرارات من تأثير على هذا الهدف؛
- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع الذي يندرج ضمن التخصص؛
- السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية والمالية.

IV. أهمية الدراسة:

- تتجلى أهمية الدراسة من خلال جملة من الاعتبارات التي يمكن حصرها في:
- ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة؛
- أهمية سياسة توزيع الأرباح في حد ذاتها، إذ تعتبر من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة، والتي أصبحت حاليا تلقى اهتماما كبيرا لما يستعمل فيها من أساليب علمية؛
- مساهمة الدراسة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع.

V. أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف والمتمثلة في:
- طرح مختلف وجهات النظر حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة؛
- إمكانية تطبيق النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة على أرض الواقع؛
- معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في بورصة الجزائر؛
- معرفة أي المتغيرات أكثر تفسيراً لقيمة المؤسسة.

VI. المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

من أجل الإحاطة بالجوانب المختلفة للموضوع، والوصول إلى إجابة عن التساؤلات المطروحة، واختبار صحة الفرضيات من عدمها، تم الاعتماد على المنهج الوصفي، من خلال تقديم الإطار النظري لقيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، و المنهج التاريخي من خلال عرض تطورات خلق القيمة، إضافة إلى المنهج التحليلي، من خلال تفسير وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وذلك بتحليل العلاقات الرياضية في الجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي، فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي- التحليلي، من خلال جمع البيانات ومعالجتها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eview8، ثم تقديم تحليل لمخرجات هذا البرنامج.

أما عن أدوات الدراسة، فتتمثل في المراجع المكتبية لعدد من الكتب والمذكرات ذات علاقة صلة بالموضوع، وكذلك المقالات المنشورة على المواقع الإلكترونية، إلى جانب الإطلاع على القوائم المالية

وتقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، والمعلومات المالية الخاصة بمجمع (SAIDAL)، والمنشورة على المواقع الإلكترونية التالية:

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz؛
- الموقع الإلكتروني لمجمع (SAIDAL): www.saidalgroup.dz؛
- الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): www.cosob.org.

وقد تمت معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews8 لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

VII. حدود الدراسة:

للإجابة عن إشكالية البحث والتوصل إلى نتائج دقيقة، حصرنا الدراسة من حيث المكان والزمان كالتالي:

• الحدود المكانية:

شملت الدراسة التطبيقية مجمع صيدال (SAIDAL)، باعتباره أول مؤسسة تم إدراجها في بورصة الجزائر سنة 1999، بالإضافة لتحقيقه نتائج مالية جيدة خلال فترة نشاطه.

• الحدود الزمنية:

تغطي الدراسة الحالية فترة عشر سنوات ممتدة من 2003 إلى 2012.

VIII. هيكل الدراسة:

سعى منا لإنجاز الدراسة والإجابة على إشكالياتها، قمنا بتقسيمها إلى جانبين، جانب نظري ينطوي على ثلاث فصول، و جانب تطبيقي يضم فصل واحد، وعليه يمكن استعراض هيكل الدراسة كما يلي:

الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري لقيمة المؤسسة في النظرية المالية، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تم تخصيصه لماهية القيمة والتقييم في النظرية المالية، والمبحث الثاني للعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، أما المبحث الثالث فخصص لطرق تحديد قيمة المؤسسة.

الفصل الثاني تحت عنوان الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، الأول تم التطرق فيه لماهية سياسة توزيع الأرباح، العوامل المؤثرة على هذه السياسة في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فخصص لنماذج سياسة توزيع الأرباح.

الفصل الثالث بعنوان النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، تم تقسيم هذا الفصل كسابقه إلى ثلاث مباحث، الأول بعنوان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل، أما المبحث الثاني بعنوان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل، أما المبحث الأخير تم فيه عرض النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.

الفصل الرابع والمعنون بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، فقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول خصص لتقديم المجمع الصناعي صيدال (SAIDAL)، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL).

IX. الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة في هذا البحث، وفي حدود إطلاع الطالبة نجد:

- دراسة صباح أسامة علي شراب (2006) بعنوان: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005، توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية السهم الواحد، تاريخ الإعلان عن التوزيعات، توزيعات السهم الواحد، ربحية السهم المحتجزة وسعر السهم، و أن ربحية السهم الواحد تؤثر على سعر السهم وحجم التداول، لكن الأرباح الموزعة في شكل نقدي أكثر تأثيراً، و ربحية السهم تفوق في تأثيرها الأرباح غير العادية للسهم الواحد.
- دراسة محمد رزقي (2008)⁽¹⁾ بعنوان: أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة بـبرج بوعريـريـج خلال الفترة 2004-2006، توصلت هذه الدراسة إلى أن تعظيم قيمة المؤسسة يتم من خلال تعظيم خلق القيمة، في ظل وجود العائد والمخاطرة، كما توصلت إلى أن الهيكل المالي يؤثر على تكلفة التمويل، وأن هذه الأخيرة يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة، إلا أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة.

(1) محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.

- دراسة علي بن الضب (2009): بعنوان دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة خلال الفترة 2006-2008، من نتائج هذه الدراسة أن كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح يؤثران على قيمة المؤسسة المدرجة في سوق الكويت، وأن تأثير سياسة توزيع الأرباح أكثر من تأثير الهيكل المالي، بإضافة إلى متغيرات محاسبية و بورصية أخرى كان لها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهي حجم المؤسسة، المروديات، حجم السيولة والمخاطر النظامية.
- دراسة عبد الوهاب دادن، حورية بديدة (2011)⁽¹⁾ بعنوان: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 خلال الفترة 2007-2009، خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة، إضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى المعلوماتي لهذه السياسة على قيمة المؤسسات المكونة للمؤشر CAC40.
- دراسة Mohammad Beyezid Ali (2010)⁽²⁾ بعنوان: **Effect of dividend on stock price in Emerging Stock Market**، توصلت الدراسة إلى أن إعلان التوزيعات لا ينجم عنه أي تأثير على تحركات سعر السهم، وذلك بسبب المطلعين (Insider Trader)، وبالتالي فإن المعلومات تستخدم لتعديل سعر السهم وذلك قبل الإعلان عن التوزيعات، أي أن هذا الأخير لا يحمل أي معلومات جديدة للسوق، علاوة على ذلك فإن وجود المراقبين يسبب عدم تماثل المعلومات في السوق، لذلك يفضل المستثمرون الآخرون تقليدهم في عمليات البيع والشراء.
- دراسة Dounia Kerzabi (2014)⁽³⁾ بعنوان: **Les déterminants de la valeur actionnariale**، تشير نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح هي أكثر أهمية من الربحية وحجم الشركة في خلق القيمة للمساهمين، كما تظهر النتائج كذلك أن للسياسة المالية تأثير إيجابي

⁽¹⁾ عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40، تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011.

⁽²⁾ Mohammad Beyezid Ali, **Effect of dividend on stock price in Emerging Stock Market : A study on the listed private commercial banks in DES**, International Journal of Economic and Finance, the Canada Center of Science and Education, Vol 2, No.4, November, 2010.

⁽³⁾ Dounia Kerzabi, **Les déterminants de la valeur actionnariale : cas des entreprises maghrébines cotée en bourse**, Thèse en vue de l'obtention du Doctorat, Option Économie Monétaire et Financière, Faculté des science économique, commerciale et des science de gestion, Université Abou Baker Belkaid, Tlemcen, 2014.

على قيمة المساهمين في المؤسسات الجزائرية، ولكن ليس لها أي تأثير على خلق القيمة في المؤسسات المغربية والتونسية.

X. صعوبات الدراسة:

- لقيت عملية إنجاز هذه الدراسة جملة من الصعوبات أهمها:
- الفترة الضيقة الممنوحة لإعداد الدراسة؛
- صعوبة التنقل إلى بورصة الجزائر لإجراء زيارة ميدانية؛
- نقص المراجع المرتبطة بالدراسة في مكتبة الجامعة وخاصة المراجع باللغة العربية؛
- نقص الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات والمنشورة في البورصة، خاصة ما يتعلق بالقرارات المالية المتبعة من قبلها.

XI. التعريفات الإجرائية:

- **سياسة توزيع الأرباح:** يقصد بها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك من خلال المفاضلة بين توزيع هذه الأرباح على المساهمين، أو احتجازها من أجل إعادة استثمارها في مشاريع مجدية؛
- **قيمة المؤسسة:** عبارة عن المبلغ التقديري الذي يخلص إليه خبير متخصص، يتم من خلاله تقدير قيمة الأموال الخاصة للمساهمين.

تمهيد:

ترتكز النظرية المالية على جانبين مهمين هما: مالية المؤسسة ومالية الأسواق، حيث تتصرف في دراستها للقيمة إلى القيمة المرتبطة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بقيمة المؤسسة.

يعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة أي تعظيم ثروة الملاك ناتج عن الانتقادات التي وجهت إلى هدف الربح. لكون هذا الأخير لا يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ولا مخاطر الاستثمار ولا التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار في أي مشروع. وبالنظر إلى هذا الهدف في ظل استمرارية المؤسسة (هدف إنشاءها) لابد من تحقيق تراكم الثروة والذي يقاس بمدى خلق القيمة.

إن المؤسسات الهادفة إلى تعظيم قيمتها، تجعل هذه الأخيرة المحرك الأساسي لعملية التسيير، مما يحتم عليها ضرورة إجراء تقييم دوري سواء للمؤسسة ككل أو لأحد فروعها، مما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، ومن ثم اتخاذ التدابير والقرارات المناسبة.

وفي إطار هذه الدراسة تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: ماهية القيمة والتقييم في النظرية المالية؛

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة؛

المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: ماهية القيمة والتقييم في النظرية المالية

لا يزال مفهوم القيمة محل اهتمام العديد من الباحثين والأكاديميين والخبراء المحاسبين، كون أغلب القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير تبنى على أساس قيمة المؤسسة لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بالشؤون المالية للمؤسسة، حيث تختلف قيمة المؤسسة باختلاف طريقة التقييم المعتمدة، وقبل التطرق لموضوع التقييم ارتأينا التطرق لمفهوم قيمة المؤسسة في المطلب الأول، ومؤشرات خلق القيمة في المطلب الثاني أما المطلب الثالث فخصص لمفهوم التقييم.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

تعد القيمة مفهوما ليس واضحا ومباشرا كما يعتقد الكثير، فقيمة أي أصل تتوقف على عدة عوامل. كالجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لحسابها، ونوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة، والغرض من عملية تقدير القيمة.

الفرع الأول: تعريف القيمة

تعرف القيمة على أنها: "مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل".⁽¹⁾

وتعرف أيضا على أنها: "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها ويعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".⁽²⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن:

القيمة عبارة عن المبلغ النقدي المتفاوض عليه والمقدر من طرف خبير متخصص، وذلك مقابل الحصول على أصل أو الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل في ظل استمرارية نشاط المؤسسة.

الفرع الثاني: أنواع القيم المختلفة

للقيمة مفاهيم متعددة، نذكر العشرة الأهم منها:

● القيمة السوقية:

(1) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص11.
(2) هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص37.

هي تعبير عن قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل، فالقيمة السوقية للسهم مثلا، تتحدد على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، ومعنى هذا أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للمؤسسة، ويطلق عليها أيضا القيمة النقدية، وهي الجانب النقدي للأصول عند تحويلها إلى مالك آخر أو بيعها، وقيمة الأصل في السوق تعكس أهمية المؤسسة وإجماع المشتريين المحتملين للأصل.⁽¹⁾

• القيمة الاستثمارية:

عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين⁽²⁾، أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته، مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما:⁽³⁾

✓ القيمة الإضافية التي يمكن أن تتحقق خلال السنوات اللاحقة؛

✓ حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم والظروف العامة.

• القيمة الاستعمالية والتبادلية:

القيمة الاستعمالية هي قيمة الأصل كجزء من المؤسسة العاملة، كما يقصد بها منفعة الشيء، أما القيمة التبادلية فهي قيمة الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته منفصلا عن وجود كيان تشغيلي ما.⁽⁴⁾

القيمة الاستعمالية لأصل ما غير مرتبطة بملكيتها وإنما بكيانه التشغيلي، أما القيمة التبادلية فهي مرتبطة بالشيء المملوك، والقيمة التبادلية أقل من القيمة الاستعمالية ومثال ذلك وسائل العمل في المؤسسة، فقيمتها الاستعمالية أعلى بكثير من التبادلية.⁽⁵⁾

(1) سعيد بريكة، سعيد مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009، ص4.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص14.

(3) سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص4.

(4) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص15.

(5) سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره ص4.

• **قيمة شهرة المحل:**

هي مجموع الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة، والتي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.⁽¹⁾

• **قيمة المؤسسة المستمرة:**

هي قيمة المؤسسة باعتبارها مستمرة النشاط، وتعني شهرة المحل، أو قيمة معنوية بالإضافة إلى قيمة العناصر المادية.

• **القيمة الدفترية:**

هي مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي، تعبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية للأصل المعني ناقص جميع الإهلاكات.

بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية هي بمثابة تحديد التكلفة الأصلية للأصول مع طرح الاحتياطات مثل: الإهلاكات، الديون المعدومة، أما بالنسبة للشركات المساهمة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل أساساً في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية، وذلك بعد خصم جميع الالتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة، وبعبارة أخرى فهي تتمثل في قسمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة إن وجدت على عدد الأسهم العادية.⁽²⁾

• **قيمة التصفية:**

هي المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة إنهاء أعمال المؤسسة، وبيع كل أصولها والوفاء بالتزاماتها.

وقد تفرض الظروف التي تتم فيها التصفية نوعان هما:

✓ **التصفية الإجبارية:**

هي المبلغ الصافي الذي يجلبه أصل ما إذا عرض للبيع الفوري في السوق المفتوحة مع اضطرار البائع للبيع؛

⁽¹⁾ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص15.

⁽²⁾ سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص5.

✓ التصفية المنظمة:

هي المبلغ الصافي الذي يجلبه الأصل إذا عرض للبيع في السوق المفتوحة مع إتاحة وقت معقول لإيجاد المشتري.

• القيمة القابلة للتأمين:

هي قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما، التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة، وهذا النوع من القيمة له علاقة ضعيفة بعمليات التملك و الاندماج، باستثناء عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات بعد إتمام عملية التملك.

• قيمة الإحلال:

القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة امتلاك أصل جديد ذو منفعة مساوية وتقدير التكلفة الإحلالية، بالأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة. والقيمة الإحلالية ليست هي قيمة إعادة الإنتاج، فالأخيرة هي تكلفة الأصل المكرر بناء على الأسعار الجارية، وتستخدم قيمة الإحلال وتكلفة إعادة الإنتاج غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا ينتج عنها دخل مباشرة مثل: الأثاث والمعدات والتجهيزات.⁽¹⁾

• القيمة المتبقية:

القيمة المتبقية عبارة عن المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها، بعد خصم تكاليف الخروج المنتظرة.⁽²⁾

كما تعرف على أنها المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى، بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي، ويتقرر إخراجها من الخدمة.

وتختلف هذه القيمة عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم النفع لأي شخص ولأي غرض، وأثناء عملية الاندماج أو تملك البنوك قد تنشأ قيمة متبقية إذا توفر للبنوك الموحدة معدات زائدة مثل: أجهزة الكمبيوتر، وقد يكون مفيدا بالنسبة للمشتري أن يعرف القيمة المتبقية لتلك المعدات.⁽³⁾

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص20.

(2) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 19 المؤرخة في 25 مارس 2009، ص91.

(3) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص20.

المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة

يرتكز مفهوم خلق القيمة على مدخل تعاقدى، فقد تم توكيل المسيرين من طرف المساهمين تسيير أموالهم بالاستثمار والاحتفاظ بجزء منها في المؤسسة الاقتصادية، إذ أن الهدف الأساسي الذي يسعى إليه المسيرون في المؤسسة هو خلق قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل، وبالتالي تحقيق تراكم في الثروة الذي يقاس بمؤشرات خلق القيمة.

الفرع الأول: تطور مؤشرات خلق القيمة

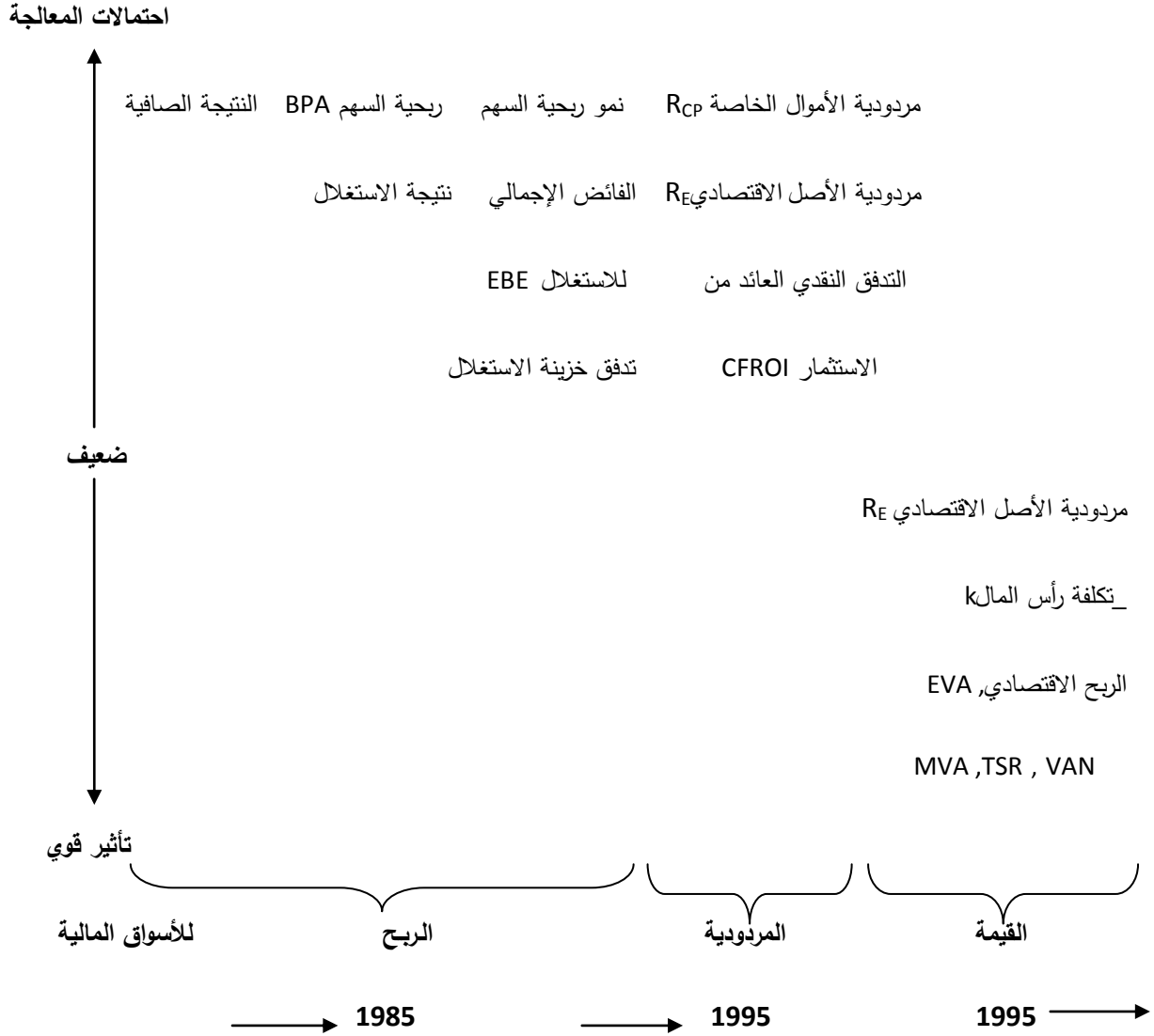
عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985، اتسمت نوعية المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي فهي ذات صلة مباشرة بقياس العوائد والأرباح، واستمرت هذه النظرة إلى غاية سنة 1995 أين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي صورة واضحة حول إمكانات المؤسسة ومدى قدرتها في تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية، فضلا عن عدم نفعية المؤشرات المحاسبية (الأرباح، مدة الإهلاك) في فترات التضخم. لكن سرعان ما تفتنت النظرية المالية في سنة 1995 للمؤشرات المحاسبية ذات صلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو بالأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.

وفي نفس السياق تداركت النظرية المالية أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية، بالموازاة مع المؤشرات السوقية (البورصية) لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية و الضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة، الأمر الذي يفسر أن المؤشرات الاقتصادية أخذت بعين الاعتبار الضوابط والوسائط الخارجية التي تواجهها المؤسسة في محيطها الخارجي، وذات تأثير على مركزها الداخلي بالإضافة إلى الوسائط الداخلية ذات صلة مباشرة بسوق البورصة، ألا وهي قيمة المؤسسة الناتجة عن الثروة الداخلية المتراكمة.⁽¹⁾

⁽¹⁾ عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006، ص ص42-43.

ويمكن تلخيص التطورات السابقة لمؤشرات خلق القيمة في الشكل التالي:

الشكل رقم(01): تطور مؤشرات خلق القيمة



Source : Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 9^e Edition, Dalloz, Paris, 2011, P:668.

الفرع الثاني: أنواع مؤشرات خلق القيمة

يمكن تصنيف مؤشرات القيمة إلى أربعة أنواع من المؤشرات حسب طبيعتها: (1)

أولاً: المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية

حتى منتصف الثمانينات ظلت المؤسسة تهتم بالدرجة الأولى بالنتيجة الصافية، ربحية السهم (BPA)، نتيجة الاستغلال والفائض الإجمالي للاستغلال.

(1) Pierre Vernimmen, Op.cit, P:668.

أما في الجيل الثاني ارتبطت هذه المؤشرات المحاسبية بمفهوم المردودية، بمعنى الكفاءة في تحقيق النتائج المتأتية من حركة رؤوس الأموال، والتي سميت بمردودية الأموال الخاصة (R_{CP})، بالإضافة إلى أثر الرافعة ومردودية الأصل الاقتصادي (R_E).⁽¹⁾ وتتمثل هذه المؤشرات في:

1. ربحية السهم الواحد (BPA):

بقي مفهوم مؤشر ربحية السهم الواحد المفضل بكثرة في مالية المؤسسة، بالرغم من محدوديته وهو المؤشر الأكثر استعمالاً اليوم، وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم بمضاعف النتيجة الصافية (PER). واستعمال مؤشر ربحية السهم مبني على ثلاث أخطاء:

- الاعتقاد بأن ربحية السهم تأخذ في الحسبان تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي الخطر؛
- الاعتقاد بأن المعطيات المحاسبية لها تأثير على قيمة المؤسسة. فتغيير الطريقة المحاسبية (المخزونات، الاهتلاكات) يستطيع تعديل قيمة المؤسسة، وبالتالي تعديل ربحية السهم؛
- الاعتقاد بأن كل القرارات المالية التي تأخذ بنمو ربحية السهم تؤدي إلى زيادة القيمة، وهذا لكون مضاعف النتيجة الصافية (PER) يبقى ثابتاً قبل وبعد القرارات المالية. لكن في معظم الحالات هذا الافتراض خاطئ. فالقيمة ليست مضاعف مباشر لربحية السهم لأن القرار يؤثر على تقدير المستثمرين للخطر والنمو المحتمل للمؤسسة.⁽²⁾
- مؤشر ربحية السهم لا يعتبر مؤشراً لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط الثلاثة التالية:⁽³⁾
- خطر الأصل الاقتصادي نفسه من دورة إلى أخرى، قبل وبعد عملية (الاندماج، الزيادة والتخفيض في رأس المال، الاستثمار...)
- معدل نمو النتائج نفسه قبل وبعد الصفقة؛
- الهيكل المالي للمؤسسة نفسه من دورة إلى أخرى، وقبل وبعد الصفقة.

(1) Idem.

(2) Pierre Vernimmen, Op.cit, P:675.

(3) Ibid, P:676.

2. معدلات المردودية (R_{CP}, R_E) :⁽¹⁾

تمثل المردوديات النوع الثاني من المؤشرات المحاسبية، حيث أنها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية، وذلك بقسمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة. فالمردودية الاقتصادية هي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال قبل الضريبة على الأصل الاقتصادي، وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$R_E = \frac{\text{نتيجة الاستغلال قبل الضريبة}}{\text{الأصل الاقتصادي}} \dots\dots (1-1)$$

أما مردودية الأموال الخاصة فهي حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، وتسمى أيضا بالمردودية المالية، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$R_{CP} = \frac{\text{النتيجة الخاطفة}}{\text{الأموال}} \dots\dots (1-2)$$

وعلى العموم فقيمة المؤسسة تزداد بقيمة أعلى من الأموال المستعملة إذا كانت مردودية الاستثمار أكبر من معدل المردودية المطلوب.⁽²⁾

3. التدفق النقدي العائد على الاستثمار $(CFROI)$:

مؤشر التدفق النقدي العائد على الاستثمار عبارة عن معدل العائد المحقق من استثمارات المؤسسة، عند مقارنته مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WACC) نستطيع معرفة ما إذا هدمت أو خلقت القيمة. فالفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار والتكلفة مضروبا في مبلغ الاستثمار يعطينا إجمالي المردودية التي استطاعت المؤسسة تحقيقها. ويحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$CFROI = \frac{\text{الفائض الملائم للاستغلال}}{\text{الأصول الثابتة الاجمالية + الاحتياج في رأس}} \dots\dots (1-3)$$

(1) Ibid, P-P: 296-297.

(2) Ibid, P :677.

(3) Idem.

يستخدم هذا المؤشر بالخصوص في القطاعات التي تكون فيها مخصصات الاهتلاكات لا تظهر بالضرورة تلف أو تدني في الأصول مثل: قطاع الفنادق.

4. الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA):

يعطي هذا المؤشر صورة حول الذمة المالية للمساهم، وبالتالي يمكن القول بأنه يوجد معدل يربط قيمة السهم بالأموال الخاصة للسهم، ويسمى بالإنجليزية (PBR)، وهو يشبه في استخدامه مضاعف السعر على العائد (PER)، ونميز له حالتان:

- $CPPA > 1$: يعني أن المرادوية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المرادوية المطلوبة من طرف المساهمين؛
- $CPPA < 1$: هذا يعني أن المرادوية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المرادوية المطلوبة.⁽¹⁾

ثانياً: المؤشرات ذات الطبيعة المالية

يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية يتمثل في القيمة الحالية الصافية.

1. القيمة الحالية الصافية:

يعتبر من أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حيث تعبر القيمة الحالية عن مدى خلق أو تدمير القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك سعي دائم لتحديد التدفقات المالية ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المرادوية المطلوب من قبل المساهمين.

إذن خلق القيمة يساوي الفرق بين الأصل الاقتصادي والقيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي، هذه الأخيرة تمثل قيمة الأموال المستثمرة في المؤسسة.

خلق/تدمير القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي - القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي⁽²⁾.. (1-4)

هذا المؤشر يتطور وفقاً لتوقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيرادات الأموال المستثمرة لمدة معينة، وتحسب القيمة الحالية الصافية بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+K)^t} - V_0 \dots (5-1)$$

(1) Idem.

(2) Ibid, P : 670.

(3) Ibid, P : 396.

حيث:

F_t : التدفقات النقدية للأصل المالي؛

k : معدل الخصم؛

t : الفترة؛

V_0 : القيمة المحاسبية.

ثالثاً: المؤشرات ذات الطبيعة المهجنة (المحاسبية/ المالية)

بعد أن تطرقنا سابقاً إلى المؤشرات المحاسبية والمالية، سنقوم بتناول بعض المؤشرات التي جمعت بين النوعين السابقين.

1. القيمة الاقتصادية المضافة أو الربح الاقتصادي EVA

الربح الاقتصادي يقيس الثروة التي شكلتها المؤسسة خلال دورة معينة، مع الأخذ بتكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.⁽¹⁾ كما يسمح بالوقوف على مدى مساهمة كل عنصر في المؤسسة، وذلك حسب التصنيف المتبع، المنتج، سوق أو نشاط في القيمة البورصية للمؤسسة بالدرجة الأولى، كما يفيد ذلك في معرفة قيمة المؤسسة ككل حتى وإن لم تكن مسعرة في البورصة.⁽²⁾ يحسب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية:⁽³⁾

$$EVA = AE \times (R_e - K) \dots \dots (6-1)$$

حيث:

AE : الأصل الاقتصادي؛

R_e : المرودية الاقتصادية؛

K : تكلفة التمويل.

الربح الاقتصادي يرتبط بالقيمة الحالية الصافية لأن هذه الأخيرة تمثل مجموع الأرباح الاقتصادية المحينة إلى التكاليف الوسيطة المرجحة. ويمكن حساب القيمة الحالية الصافية بالعلاقة التالية:

⁽¹⁾ Ibid, P :671.

⁽²⁾ هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص7.

⁽³⁾ Pierre Vernimmen, Op.cit, P :671.

$$VAN = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \dots (7-1)$$

عند حساب EVA لابد من إجراء مجموعة من التعديلات على بعض الحسابات، وذلك من أجل إعطاء قراءة اقتصادية لعناصر الميزانية، وتتمثل أساساً في:

- الخسائر الاستثنائية للسنوات السابقة يعاد معالجتها وتضاف إلى الأصل الاقتصادي؛
- فائض القيمة (Good Will) يتم إعادته إلى شكله الخام، وتصحيح الإهلاك المتراكم وكذا نواقص القيمة (Bad Will)؛
- معالجة المؤنات الخاصة بالضريبة المؤجلة، الاهتلاكات مع التدهور في الاستثمارات وتكلفة الأموال المجمدة في المخزونات مع تكلفة الفرصة البديلة في توظيف الأموال.⁽¹⁾

رابعاً: المؤشرات ذات الطبيعة البورصية

تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة (MVA) وعائد المساهم الكلي (TSR) وهما مؤشران يتأثران بشدة بالظروف البورصية.

1. القيمة السوقية المضافة (MVA):

يطبق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة في البورصة، ويتمثل في الفرق بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية للأموال الملتزم بها (الأموال الخاصة والديون المالية) للمؤسسة، فالقيمة السوقية المضافة تشير إلى القيمة التي خلقتها المؤسسة للمساهمين، غير أنها لا تسمح بمعرفة متى تتحقق هذه القيمة.⁽²⁾

خلق القيمة البورصية = الرسملة البورصية + قيمة الاستدانة الصافية – المبلغ المحاسبي للأصل

الاقتصادي.....(1-8)

في معظم الحالات، وعند عدم توفر المعلومات نفترض أن قيمة الديون الصافية مساوية لمبلغها المحاسبي، وعليه تصبح المعادلة بالشكل التالي:

خلق القيمة = الرسملة البورصية + المبلغ المحاسبي للديون – (المبلغ المحاسبي للأموال

الخاصة + المبلغ المحاسبي للديون).....(1-9)

⁽¹⁾ Ibid, P :672.

⁽²⁾ Arnaud Thauvron, *Evaluation d'entreprise*, 3^e édition, Economica, Paris, 2000, P :237.

=الرسملة البورصية – المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة⁽¹⁾.....(1-10)

وتحسب القيمة السوقية المضافة وفقا للعلاقة التالية:⁽²⁾

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+k)^t} \dots\dots (11-1)$$

2. عائد المساهم الكلي TSR:

يحسب عائد المساهم الكلي مثل معدل مردودية المساهم، حيث يشتري السهم في بداية المدة ثم يلمس توزيعات، والتي تفترض أن يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم جديدة، بالإضافة إلى أن المساهم يقدر محفظته للأوراق المالية في نهاية المدة على أساس آخر سعر للسهم.⁽³⁾

كما يقيس ويوضح ما تستطيع المؤسسة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها في فترة معينة، وبالتالي فإن القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم مضافا إليها المتوقع من التوزيعات الخاصة أو الأرباح والقيمة المضافة خارج المبيعات، ويسمح عائد المساهم الكلي كمعدل داخلي بمعرفة معدل المردودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة، ومن سلبياته أنه:

- لا يهتم بتقسيم الوقت وتجزئته؛
- هذه الطريقة تركز على توفر معلومات دقيقة في السوق، والسوق دائما محفوف بالمخاطر سواء العامة أو الخاصة بالأصل المعني.⁽⁴⁾

ولإعطاء هذا المؤشر معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة تمتد من 5 إلى 15 سنة كمتوسط حسابي، ويحسب بالعلاقة التالية:⁽⁵⁾

$$TSR = \frac{P_0 + Div + P_1}{Div_0} \dots\dots(12-1)$$

حيث:

P_0 : سعر السهم السوقي في بداية المدة؛

⁽¹⁾ Pierre Vernimmen, Op.cit, P:673.

⁽²⁾ سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص20.

⁽³⁾ Pierre Vernimmen, Op.cit, P :674.

⁽⁴⁾ السعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص19.

⁽⁵⁾ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة مذكرة ماجيستر، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009، ص11.

Div: التوزيعات؛

P₁: سعر السهم السوقي في نهاية المدة.

و مما سبق نلخص أهم نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من المؤشرات في الجدول التالي:

جدول رقم(01): تقييم مؤشرات خلق القيمة

المؤشرات	نقاط القوة	نقاط الضعف
المؤشرات البورصية	<ul style="list-style-type: none"> • يقيس خلق القيمة المتراكمة وليس السنوية؛ • يتميز بالسهولة والبساطة في الحساب. 	<ul style="list-style-type: none"> • تعاني من مشكل كفاءة السوق المالي؛ • لا يمكن تطبيقه بالمؤسسات غير المسعرة.
	<ul style="list-style-type: none"> • الاعتماد على المدى الطويل وقياس الأداء التاريخي؛ • التعبير عن مردودية المساهمين. 	<ul style="list-style-type: none"> • يتأثر بالتغيرات السعرية؛ • الاعتماد على أسعار خلال فترة قصيرة.
المؤشرات المهجنة	<ul style="list-style-type: none"> • لا يتأثر بتذبذبات الأسعار؛ • يمكن استعماله من طرف المؤسسات غير المسعرة؛ • التركيز على دورة الاستغلال واستبعاد الدورات الأخرى . 	<ul style="list-style-type: none"> • يصعب تحديد K عند استخدام الأوراق المالية المهجنة؛ • لا يأخذ في الحسبان المصاريف المالية الاهتلاكات؛ • ساكن كونه يخص دورة واحدة.
	<ul style="list-style-type: none"> • الأخذ في الحسبان التوقعات المستقبلية وتكلفة الأموال؛ • اعتماده على التحيين واعتباره للقيمة الزمنية للنقود. 	<ul style="list-style-type: none"> • صعوبة الاستخدام من طرف المحلل الخارجي.
المؤشرات المحاسبية	<ul style="list-style-type: none"> • بساطة وسهولة الحساب؛ • يسمح بحساب المضاعف PER. 	<ul style="list-style-type: none"> • إهمال جانب المخاطرة؛ • عدم مراعاة الأموال المستثمرة وتكلفتها؛ • يشمل كل الدورات خاصة الاستثنائية.
	<ul style="list-style-type: none"> • سهولة الحساب؛ • حساب أثر الرفع المالي. 	<ul style="list-style-type: none"> • محاسبي ولا يراعي البعد المالي ولا السوقي؛ • ساكن.

المصدر: المرجع السابق، ص11.

المطلب الثالث: مفهوم تقييم المؤسسة

يعتبر التقييم أحد المواضيع المهمة بمالية المؤسسة، فلم يعد تحديد الأرباح الصافية مؤشرا كافيا لمعرفة قيمتها، لأن النتائج المحاسبية المعطاة لا تعكس الواقع السوقي، وفي هذا الصدد خصصنا هذا المطلب للتعريف بالتقييم، دوافعه والمراحل التي تبين مسار عمله.

الفرع الأول: تعريف تقييم المؤسسة

يعرف التقييم على أنه: "عملية تحليلية من طرف شخص متخصص، يهدف من ورائها إلى تحديد قيمة معينة لشيء معين خلال فترة معينة".⁽¹⁾

كما يعرف التقييم على أنه: "إعطاء قيمة للعناصر المراد تقييمها، بحيث تعبر هذه القيمة عن سعر التوازن الذي يقبل على أساسه المشتري بالشراء والبائع بالبيع".

و يعرف التقييم أيضا بأنه: "عملية تقنية تستعمل منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال تكمن ضمنه القيمة المراد الوصول إليها".⁽²⁾

أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، والتي تساوي إلى الفرق بين الأصل الاقتصادي وقيمة المديونية الصافية، وتحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين".⁽³⁾

مما سبق يمكن القول بأن تقييم المؤسسة عبارة عن عملية تقدير قيمة ممتلكات المؤسسة باستعمال أدوات وتقنيات خلال فترة معينة.

الفرع الثاني: دوافع تقييم المؤسسة

تعد عملية التقييم وسيلة ليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة نذكر منها:⁽⁴⁾

أولاً: على المستوى الاستراتيجي

(1) المرجع السابق، ص20.

(2) مليكة زغيب، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، 2004، ص2.

(3) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر03، 2010، ص14.

(4) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص20.

- الدخول إلى البورصة؛
- التنازل على شهرة المحل؛
- السيطرة على الشركة عن طريق امتلاك جزء من رأسمالها؛
- إعادة تقييم الميزانية؛
- الاندماج بين الشركات أو تقييم جزئي للأموال؛
- الرفع من رأس المال من أجل تحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة؛
- إقامة الشراكة بين المؤسسات؛
- فتح رأس مالها أو جزء منه للاكتتاب العام.

ثانياً: على المستوى التشغيلي

- قياس خلق القيمة وتقييم الأداء المالي؛
- شراء وبيع السندات وإطار تسيير المحفظة؛
- تطور الذمة المالية المتراكمة؛
- مردودية الأموال المستثمرة؛
- وضع نظام المكافأة العمال.

الفرع الثالث: مراحل عملية تقييم المؤسسة

لمساعدة المقيم في أداء مهمته على أكمل وجه والوصول إلى هدفه المنشود، والمتمثل في تحديد قيمة المؤسسة لابد من وضع مخطط عمل يسمح له بتتبع مسار عملية التقييم.

وتتمثل مراحل عملية التقييم في: (1)

أولاً: تحديد المهمة

ذلك أن تحديد المهمة يوضح السبيل الذي يجب أن نتبعه، كما يوفر لنا الجهد والوقت ومن ثم التكلفة، لذا تعد أول وأهم مرحلة من مراحل عملية التقييم.

ثانياً: جمع المعلومات

(1) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص17.

يعتبر جمع المعلومات مرحلة مهمة وأساسية من مراحل عملية التقييم، ذلك أن جمع المعلومات يساعد كل من المشخص ومن ثم المقيم على تنفيذ عملية التقييم للمؤسسة المعنية، فهي تمثل القاعدة الأساسية التي تبنى عليها القرارات المختلفة التي تتخذها المؤسسة.

ثالثاً: تشخيص وضعية المؤسسة

إن عملية التشخيص تسمح لنا بمعرفة ما كانت عليه المؤسسة وما آلت إليه، وهذا يقودنا إلى التطلع على المستقبل من خلال نقاط القوة والضعف، وبالتالي الحكم على وضعية المؤسسة. (1)

فالتشخيص يمثل مرحلة منطقية ضرورية لتقييم المؤسسات، إذ يتوجب القيام بتحليل كلي لنقاط القوة والضعف للمؤسسة التي تسبق دوماً عملية التقييم لها، لغرض إيجاد قيمة المؤسسة التي لا يمكن معرفتها قبل القيام بعملية التشخيص، وتكمن أهميته أيضاً في أنه أساسي للقيام باتخاذ القرارات الاستراتيجية المالية للمؤسسة في إطار خلق الثروة.

رابعاً: اختيار طريقة التقييم

وذلك وفقاً للظروف والمحددات التي تحيط بعملية التقييم.

خامساً: إجراء عملية التقييم

ومنه إيجاد قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مرادفاً لهدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم أي تعظيم ثروة الملاك، حيث أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات تتباين حسب البيئة الخارجية والداخلية لها. فمتغيرات البيئة الخارجية تتمثل أساساً في المتغيرات الاقتصادية منها والمالية والنقدية، أما متغيرات البيئة الداخلية فتتمثل في ميكانيزمات الحوكمة، تكلفة التمويل، تكلفة الاستدانة.

المطلب الأول: العوامل الخارجية

تتمثل العوامل الخارجية للمؤسسة العوامل ذات التأثير العام على المؤسسات وتتمثل في متغيرات كلية، تتمثل في المتغيرات الاقتصادية، السياسة المالية، السياسة النقدية وكفاءة السوق المالي.

(1) مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص4.

الفرع الأول: المتغيرات الاقتصادية وقيمة المؤسسة

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وتتمثل في:

أولاً: الناتج المحلي الخام *PIB*

يقصد به مجموع الناتج الاقتصادي الداخلي الجاري من السلع والخدمات النهائية مقيمة بسعر السوق خلال فترة زمنية معينة. ويعتبر الناتج المحلي الخام أحسن معيار للأداء الاقتصادي لبلد ما لأنه يعبر عن مقياس النمو الاقتصادي.⁽¹⁾ فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يؤدي إلى زيادة في حركة التعامل بالأسهم، ويؤدي بالتالي إلى زيادة أسعارها وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الناتج المحلي الخام يؤدي إلى الزيادة في عرض النقود بشكل قد يحدث التضخم، والذي يؤدي إلى انخفاض في قيمة الأسهم.⁽²⁾

ثانياً: معدل التضخم

يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار، فارتفاع معدل التضخم غير المتوقع يترك أثراً سلبياً على أسعار الأسهم، وذلك لسببين إحداهما مباشر و الآخر غير مباشر، فالأول يبرز من خلال الزيادة في معدل المردودية المطلوب لتغطية مخاطر التضخم، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم، أما السبب غير المباشر مرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية لأصول بدلاً من تكلفتها إجلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها.⁽³⁾

الفرع الثاني: السياسة النقدية وقيمة المؤسسة

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تمارسها الدولة علة المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.⁽⁴⁾ فلا يمكن للمؤسسة تمويل أصولها كلياً من أموال المساهمين، لذلك فهي تعتمد على مصادر أخرى للتمويل، ومن ثم فإن التغيير في السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل، فمثلاً عند

(1) السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 61-62.

(2) منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 296.

(3) المرجع السابق، ص 296.

(4) المرجع السابق، ص 291.

التشديد في منح الائتمان، فإن ذلك سوف يزيد من تكلفة التمويل الذي يحمل إلى سعر الوحدة المباعة وبالتالي انخفاض الطلب، وهو ما يؤدي إلى انخفاض المبيعات ومنه الأرباح، كما أن إتباع سياسة نقدية صارمة على الائتمان من خلال رفع معدل الفائدة يؤدي إلى طلب معدل مرد ودية مرتفع من طرف المستثمرين، حيث أنه يمكن الحصول على مرد ودية أكبر من خلال أدوات الدين، وهذا ما قد ينعكس سلبيًا على القيمة السوقية للسهم.⁽¹⁾

الفرع الثالث: السياسة المالية وقيمة المؤسسة

بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي، فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والإنفاق الحكومي بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن تستخدم في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الأسعار والتوظيف الكامل و النمو الاقتصادي.

أولاً: الضرائب

فضرائب الدخل المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباح المؤسسات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، كذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضا على الطلب على أوراق مالية معينة، فهناك سندات معفاة من الضريبة، وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة لكونها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه أو تستخدم تكنولوجيا وغير ذلك. وعليه فإن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية، ولكن أيضا على الأسعار النسبية للأصول.⁽²⁾

كما أن لجوء الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم، غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثارها السلبية التي تتمثل في تقليص موارد ميزانية الدولة، مما يضطرها إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز، وهو ما يتسبب في حدوث التضخم. وتأمل الدولة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح

(1) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص93.

(2) المرجع السابق، ص99.

المؤسسات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح. وإذا حدث العكس يتوقع أن تتخفص القيمة السوقية للأسهم.⁽¹⁾

ثانياً: الإنفاق الحكومي

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الإجمالي أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين أو لمنطقة معينة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع، ومنه زيادة الطلب على أسهم المؤسسات الناشطة في ذلك القطاع، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

ثالثاً: سعر الصرف

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث ازدادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية. فسر الصرف خطر لجميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة خاصة، والمسير لا بد أن يسير هذا الخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الخطر الذي يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية إذا كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.⁽²⁾

الفرع الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية وقيمة المؤسسة

يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس

(1) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص161.

(2) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص46.

تماما قيمته الحقيقية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.⁽¹⁾

وتتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وفق الخطوات التالية:⁽²⁾

أولاً: يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، فكلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق؛ **ثانياً:** يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية تنعكس مباشرة على سعر الورقة المالية قيد التداول، ويميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم؛

ثالثاً: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرون على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، حيث أنه لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها؛

رابعاً: وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

وخلاصة القول أنه لا يكون السوق كفاء إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء، فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

المطلب الثاني: العوامل الداخلية

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية، والتي يمكن القول عموما بأنه يمكن التحكم فيها، وتتمثل أساسا في: الحوكمة، تكلفة التمويل، تكلفة الاستدانة وسياسة توزيع الأرباح.

⁽¹⁾ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص 181-182.

⁽²⁾ المرجع السابق، ص 185.

الفرع الأول: ميكانيزمات الحوكمة وقيمة المؤسسة

جاء مفهوم حوكمة الشركات بعد ظهور نظرية الوكالة وما تضمنته من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين وأصحاب المصالح بصفة عامة، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين الأطراف في المؤسسات.

تتمثل حوكمة الشركات في مجموعة الآليات التي تساعد المؤسسة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمة أسهم المؤسسة واستمرارها في الأجل الطويل.

ويمكن تعريفها بأنها مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة المؤسسة من جهة والمساهمين وأصحاب المصالح من جهة أخرى. والتي يؤدي تطبيقها إلى التقليل من حالات الغش وتجنب الصراع، والتصرف غير المقبول في المؤسسات.⁽¹⁾

فحوكمة الشركات تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وميل المستثمرين إلى دفع أسعار أعلى لأسهم المؤسسات التي تمتاز فيها الحوكمة بالفاعلية. كما أن انخفاض تكلفة رأس المال يترجم بانخفاض التكلفة الاقتصادية في البلد، بحيث تجعل منه بلداً أكثر جذباً للاستثمار.⁽²⁾

الفرع الثاني: تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة

ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه إذا أن قبوله يترك أثراً سلبياً على ثروة الملاك، أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، وتتوقف تكلفة التمويل على نوعية المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما كان لذلك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، أي القيمة السوقية لأسهمها العادية، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.⁽³⁾

⁽¹⁾ يحيى سعدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة الوادي، 2012، ص 184-185.

⁽²⁾ نعيمة يحيوي، حكيمة بوسلمة، دور الحوكمة المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، يومي 06-07 ماي 2012، ص 13.

⁽³⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 427.

الفرع الثالث: تكلفة الاستدانة وقيمة المؤسسة

أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثرا ايجابيا من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر الذي تحققه من الوفرات الضريبية، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين ثم يبدأ ظهور مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكلفة الإفلاس مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة قبل إشهار إفلاسها، إضافة إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الدفترية.

وحرصا من الدائنين والمقترضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس فإنهم يلجئون من الوهلة الأولى إلى نقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما ينذر بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال. ويتجلى مما سبق وجود علاقة تأثيرية بين نسبة الاستدانة، حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه المساهمون.⁽¹⁾

الفرع الرابع: سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

تعد سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي، ويعطيها أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح لغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية، ولمعرفة وجود تأثير لهذا القرار على قيمة المؤسسة من عدمه قمنا بتخصيص الفصل الثالث لدراسة هذا التأثير.

⁽¹⁾ عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008، ص18.

المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة

توجد عدة طرق لتحديد قيمة المؤسسة تختلف باختلاف المبادئ المرتكزة عليها، فنجد منها ما يهتم بتقييم أصول المؤسسة والتزاماتها، وهي ما تعرف بطرق الذمة المالية، ومنها ما يهتم بتقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح والتدفقات النقدية وهي ما تعرف بطرق المردودية، بالإضافة إلى الطرق المختلطة التي تجمع بين الطريقتين السابقتين.

وعلى هذا الأساس يمكن تصنيف طرق تحديد قيمة المؤسسة إلى ثلاث طرق أساسية هي:

- طرق الذمة المالية؛
- طرق المردودية؛
- الطرق المختلطة.

المطلب الأول: طرق الذمة المالية

تعتمد طرق الذمة المالية أو ما يسمى بالطريقة المحاسبية على المعلومات الموجودة في الميزانية⁽¹⁾، ويتم من خلالها حساب قيمة المؤسسة بطرح مجموع الخصوم المستحقة من إجمالي الأصول.

تقوم طرق الذمة المالية على تقييم كل عنصر من عناصر الميزانية بانفصال، وذلك من خلال المجموع الجبري. فهي طرق سهلة وبسيطة تعتمد على معطيات وقيم حقيقية.⁽²⁾ فعناصر الميزانية تكون مسجلة بتكلفتها التاريخية، الأمر الذي ينعكس مع مرور الزمن على حقيقة قيمة العناصر التي تدوم طويلا في الميزانية، خاصة منها الاستثمارات والديون متوسطة وطويلة الأجل، حيث يجعلها أقل تعبيراً عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة (التنافي مع مبدأ الصورة الوافية)، وذلك في ظل:⁽³⁾

- تدني قيمة النقود؛
- طبيعة نماذج الإهلاك المطبقة؛
- الارتفاع المستمر لأسعار بعض العناصر (الأراضي بالأخص) في السوق؛

⁽¹⁾ Patrick Della Faille , **Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises**, Editions larcier, Bruxelles, 2001, P :36.

⁽²⁾ Hubert de la Bruslerie, **Analyse financière**, 4^e édition, Dunod, Paris, 2010, P :328.

⁽³⁾ هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص78.

- طبيعة طرق التسجيل المحاسبي المعتمدة، التي من شأنها إحداث فروقات بين الميزانية المحاسبية والميزانية الاقتصادية (الحقيقية).
- سنتناول ضمن هذا المطلب مختلف طرق التقييم وفق الذمة المالية، والتي تشمل كل من: (1)
- طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛
- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛
- القيمة الجوهرية؛
- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

الفرع الأول: طريقة الأصل المحاسبي الصافي (ANC)

تعتمد هذه الطريقة في التقييم على القيم الدفترية لكل من الأصول والخصوم المستحقة (الديون)، حيث تسمح الميزانية المحاسبية بتقدير قيمة المؤسسة من خلال حساب أصلها الصافي، علما أن هذا الأخير يعبر ببساطة عن الذمة والتي هي عبارة عن الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة، ويحسب الأصل المحاسبي الصافي بالعلاقات التالية: (2)

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون} \dots\dots (1-13)$$

ويحسب أيضا بالعلاقة التالية:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{رأس المال الاجتماعي} + \text{الاحتياطات} + \text{النتيجة بعد التوزيع} \dots\dots (1-14)$$

وأيضا:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأموال الخاصة} - \text{التوزيعات المدفوعة} \dots\dots (1-15)$$

تعتبر هذه الطريقة مناسبة في تحديد قيمة المؤسسات حديثة النشأة (من 3 سنوات إلى 5 سنوات)، وكذلك المؤسسات التي لا تمتلك الكثير من الأصول الثابتة، إلا أنها تعرضت إلى مجموعة من الانتقادات أهمها:

- أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية مثل: التضخم والتقاعد؛
- أهمية بعض عناصر الأصول في نشاط المؤسسة التي تم اهتلاكها بالكامل والتي لا تزال تستغلها بشكل عادي.

(1) Mondher Bellalah , *Gestion financière*, 2^e édition, Economica, Paris, 2004, P :87.

(2) Ibid, P-P :87, 88.

الفرع الثاني: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح ANCC

تتبع طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح من تقييم عناصر الميزانية في ظل مبدأ الاستمرارية، حيث يتم تقدير الأصول بناء على قيمتها الاستعمالية في إطار الاستمرار في الاستغلال أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فيتم تقديرها بواسطة القيمة السوقية.⁽¹⁾

وكما ذكرنا سابقا ولا اعتبارات محاسبية، ضريبية وتاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية تكون بعيدة عن القيم الحقيقية مما يستوجب إعادة تقييمها، وهو ما يسمى بالأصل المحاسبي الصافي المعاد تقييمه، فهي طريقة مماثلة لسابقتها إلا أن الاختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها.

إذن هناك ضرورة لإعادة التقييم والتي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الإهلاك، تغير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية المحاسبية و الاقتصادية.

فالهدف من إعادة التقييم هو الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة، وذلك من خلال محاولة تصحيح أثر التضخم.

تقوم طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقا للحقيقة الاقتصادية للميزانية، حيث يتم حساب الأصل المحاسبي الصافي المصحح بالعلاقة التالية:⁽²⁾

الأصل الصافي المصحح = الأصل المصحح - الخصوم المستحقة المصححة.....(1-16)

الفرع الثالث: القيمة الجوهرية (VSB)

القيمة الجوهرية عبارة عن مفهوم جديد أدخل من طرف الخبراء الألمان في حوالي سنة 1960، تم استدركه الخبراء المحاسبين الأمريكيين، وتعرف على أنها قيمة الاستمرار المقدر على أساس قيمة الاستبدال الحقيقية للأصول المكونة للذمة المالية للمؤسسة.⁽³⁾

⁽¹⁾ Hubert de la Bruslerie, Op.cit, P :329.

⁽²⁾ بلخير بكاري، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، ص03، متاح على الموقع الإلكتروني:

www.kantakji.com%2Fmedia%2F2679%2F159632.pdf&ei=8S8DVaIC5LiaNPGgrAG&usg=AFQjCNFnY4rFhcul-cPS057-NjvYaG1YFA&sig2=DFIUTswfiBBMx1T0agiDg&bvm=bv.88198703.d.bGQ,

Consulté le 13/02/2015 à 19:51H.

⁽³⁾ Jean Brilman & Claude Marie, **Manuel d'évaluation des entreprise**, les Editions d'organization, Paris, 1990, P :105.

فحساب القيمة الجوهرية يختلف باختلاف وجهة نظر المقيم المعتمدة، فنجد من لا يأخذ فقط الأصول المملوكة للمؤسسة، بل أيضا تلك المستأجرة وتكاليف الصيانة، حيث تحسب القيمة الجوهرية الإجمالية بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

القيمة الجوهرية الإجمالية = قيمة الأصول المصححة + الأصول المستأجرة بقرض إيجار - تكاليف

الصيانة وإعادة التكوين.....(1-17)

وعليه تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$V_e = ANCC + (CB - K \times VSB) \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \dots\dots(18-1)$$

حيث أن:

V_e : قيمة المؤسسة؛

CB: القدرة الربحية؛

K: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال؛

VSB: القيمة الجوهرية؛

i: معدل الفائدة؛

n: عدد السنوات.

الفرع الرابع: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)

تقوم هذه الطريقة على إعطاء قيمة إجمالية للمؤسسة بمعنى قيمة الأموال الخاصة والديون المالية، لأن الهدف هو تحديد الموارد المستقرة الضرورية للاستغلال. فإذا رغبتنا في إيجاد قيمة الأموال الخاصة يجب فصل الأصول الضرورية للاستغلال الممولة عند الشراء عن تلك الممولة للأصل الاقتصادي.⁽³⁾ تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال، فهي بذلك تمثل مبلغ الأموال طويلة الأجل الضرورية للتوظيف العادي للمؤسسة.

وتعطى قيمة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال بالعلاقة التالية:⁽⁴⁾

⁽¹⁾ Mondher Bellalah, Op.cit, P :90.

⁽²⁾ Jean Michel Palou, **Les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revenu Fiduciaire, Paris, 2003, P :97.

⁽³⁾ Jacques Teulie & Patrick Topsaclian, **Finance**, 4^e édition, Edition Vuibert, Paris, 2005, P :636.

⁽⁴⁾ Georges Depallens & Jean Pierre Jobard, **Gestion financière**, 10^e édition, Sirey, Paris, 1990, P :494.

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = الأصول الضرورية للاستغلال + الاحتياج في رأس المال

العامل.....(1-19)

وتحسب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية: (1)

$$V_e = ANCC + (CB - k \times CPNE) \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots\dots(20-1)$$

حيث:

CPNE: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

المطلب الثاني: طرق المردودية

تعتمد طرق الذمة المالية في تحديدها لقيمة المؤسسة أساسا على الميزانية، فهي عبارة عن مخزون مؤرخ، وبذلك فهي تتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة، وعليه فسيكون هناك تقدير أدنى للمؤسسة. في حين أن طرق المردودية تعتبر أكثر ديناميكية حيث تعتمد على جدول حسابات النتائج لإيجاد قيمة المؤسسة انطلاقا من الأرباح التي تهم خصوصا المستثمرين(الملاك). ذلك أن الحائز لا يشتري التدفقات السابقة للمؤسسة بل التدفقات المستقبلية. فالمبدأ الذي تعتمده هذه الطرق هو أن الأصول عبارة عن مجموعة من خدمات مخزنة ينتظر تحققها مستقبلا. فبقدر ما يتوقع أن تحققه هذه الأصول من خدمات تتحدد قيمتها حاليا.

الفرع الأول: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح (DCF)

يتم تطبيق نفس المبدأ المتبع في تقييم المشاريع الاستثمارية، حيث أن قيمة المؤسسة تكون مساوية للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والقيمة النهائية المتوقعة. (2)

وخلال عشرين سنة أصبحت هذه الطريقة أساسية لتقييم الأصل الاقتصادي، حيث أن قيمة هذا

الأخير تساوي القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الصافية المتاحة، والتي تحسب بالعلاقة التالية: (3)

$$V_e = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+k)^t} \dots\dots(21-1)$$

حيث:

F_t : تدفقات الخزينة المتاحة خلال الفترة t؛

(1) Jean Michel Palou, Op.cit, P :97.

(2) Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, **Gestion financière**, 15^e édition, Dunod, Paris, 2006, P:136.

(3) Hubert de la Bruslerie, Op.cit, P :336.

k: التكلفة المتوسطة لرأس مال المؤسسة؛

فالتدفق النقدي المتاح يعبر عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)، وبالتالي يضيف للإيرادات والتكاليف المستقاة من جدول حسابات النتائج الممثلة للتدفق النقدي الكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي)، عناصر أخرى مستخرجة من الميزانية والمتمثلة في تغير الاحتياج في رأس المال العامل، بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بهدف الوصول إلى تدفقات السيولة المتاحة للمؤسسة، يحسب التدفق المتاح مستقلا عن طرق التمويل لذا تستبعد المصاريف المالية من حسابه، كما لا تأخذ في حسابه إلا تدفقات السيولة الناتجة عن دورة الاستغلال.⁽¹⁾

ويحسب التدفق النقدي المتاح بالعلاقة التالية:⁽²⁾

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال الصافية (خارج المصاريف المالية والضريبة على أرباح الشركات) + مخصصات الاهتلاكات - التغير في الاحتياج رأس المال العامل + التنازل عن الأصول (صافي من الضريبة) - الاستثمارات.....(1-22)

بعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح يمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$V_e = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n} \dots \dots (23-1)$$

حيث:

F_t : التدفق النقدي المتاح خلال الفترة t؛

k: معدل الاستحداث؛

V_n : القيمة النهائية؛

n: عدد السنوات.

تبين القيمة النهائية الجزء المتبقي من المؤسسة عند نهاية الفترة المأخوذة لحساب التدفقات المستقبلية الناتجة عنها، حيث تمثل وزنا معتبرا لا يستهان به في عملية التقييم وفق هذه الطريقة، خاصة إذا كانت فترة التوقعات لاستحداث التدفقات قصيرة.

⁽¹⁾ هواري سويسي، عبد القادر دبون، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08-09 مارس 2005، ص405.

⁽²⁾ Jean Barreau & Jacquelline Delahaye, Op.cit, P :316.

⁽³⁾ Nguéna Jokung Octave, **Mathématique et gestion financière**, 1^éédition, Edition de Boeck, Paris, 2004, P :236 .

الفرع الثاني: الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح

تمثل قيمة المؤسسة وفق هذه الطرق مجموع قيم الأسهم الممثلة بالقيمة الحالية لمجموعي التوزيعات المستقبلية وسعر التنازل عن السهم، ومن بين أهم هذه الطرق نجد:

أولاً: نموذج جوردين شابيرو (Gordon Shapiro) (1)

يسمح هذا النموذج بتحديد قيمة المؤسسة من خلال التوزيعات المستقبلية المحينة إلى ما لانهاية، ويمكن صياغة قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$V_e = \frac{Div_1}{k} \dots\dots(24-1)$$

حيث:

V_e : قيمة المؤسسة؛

Div_1 : التوزيعات الجارية؛

k : معدل الاستحداث (الخصم).

وبما أن نشاط المؤسسة ينمو بمعدل ثابت، فإن التوزيعات على المساهمين لا تساوي مجموع أرباح المؤسسة وإنما الجزء الموزع منها فقط، حيث تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_e = \frac{Div_1}{k-g} \dots\dots(25-1)$$

حيث:

g : معدل نمو التوزيعات.

ثانياً: نموذج بات (Bâte)

يطرح هذا النموذج السؤال حول العلاقة التي تربط بين PER المستقبلي والحالي خلال فترة نمو التوزيعات بمعدل ثابت. (2) فهو يسمح بتحديد قيمة المؤسسة على أساس التوزيعات المستقبلية المحينة من خلال تقسيم الفترة إلى فترات جزئية، كل فترة تكون محددة بمعدل توزيع للأرباح ومعدل نمو سنوي متوسط لربح السهم. (3)

(1) Patrick della Faille, Op.cit, P:74.

(2) Nguéna Jokung Octave, Op.cit, P:251.

(3) Patrick della Faille, Op.cit, P:76.

ويستعمل في حساب هذا النموذج المعايير التالية: (1)

- العائد المطلوب؛
- معدلات النمو المتوقعة للأرباح؛
- PER المتوقع في نهاية فترة حياة السهم؛
- معدل ضريبة المستثمر المطبق على الأرباح.

ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقا لهذا النموذج كالتالي: (2)

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{Div_1}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n} \dots (26-1)$$

ثالثا: نموذج هولت (Holt)

يرتكز هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج Bâte، حيث يسمح بتوضيح العلاقة بين نسبة السعر على العائد ومعدل نمو الأرباح والفترة اللازمة لتحقيق هذا النمو.

ويمكن حساب النسبة بين Per للمؤسسة و Per للسوق بالعلاقة التالية: (3)

$$\frac{Per_0}{Per_{OM}} = \left(\frac{1+g+\frac{Div}{C_0}}{1+g_M+\frac{Div_M}{C_{0M}}} \right)^n \dots (27-1)$$

حيث:

$\frac{Div}{C_0}$: عائد السهم؛

$\frac{Div_M}{C_{0M}}$: عائد السهم في السوق؛

g: معدل نمو السهم؛

g_M : معدل نمو السهم في السوق؛

n: عدد السنوات.

الفرع الثالث: الطرق المرتكزة على الأرباح

على عكس الطرق السابقة المعتمدة على توزيع الأرباح فإن هذه الطرق تركز أساسا على الأرباح المحققة، حيث يتم الحصول على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المستقبلية المتوقعة.

(1) Jacques Teulie & Patrick Topsaclian, Op.cit, P:641.

(2) Patrick della Faille, Op.cit, P:76.

(3) Nguéna Jokung Octave, Op.cit, P:251.

وللحصول على قيمة المؤسسة بالاعتماد على الأرباح، تم تصنيف طرق التقييم إلى ثلاثة طرق هي:

أولاً: رسمة الأرباح

يتم تحديد قيمة المؤسسة وفقاً لهذه الطريقة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع الحصول عليها في المستقبل إلى ما لانهاية، كما يأخذ بعين الاعتبار في حسابه لقيمة المؤسسة نسبة السعر إلى العائد. ويمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$V_e = \text{PER} \times \text{BPA} \dots (28-1)$$

حيث:

V_e : قيمة المؤسسة؛

PER: نسبة السعر على العائد؛

BPA: الربح المقدر للسهم الواحد.

ثانياً: خصم الأرباح

وفق هذه الطريقة يتم تحديد قيمة المؤسسة بناءً على خصم الأرباح المتوقع الحصول عليها في المستقبل. وعليه تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{R^*}{(1+k)^i} \dots (29-1)$$

حيث:

R^* : الأرباح المتوقعة؛

k: معدل الخصم؛

n: عدد السنوات.

ثالثاً: فترة الاسترداد

تقوم طريقة فترة الاسترداد على تقييم سعر السهم، حيث تمثل فترة حياة السهم مضافاً إليها القيمة

الحالية للأرباح المستقبلية المتوقعة.

هذه الطريقة مشتقة من طريقة فترة الاسترداد المستخدمة في اختيار المشاريع الاستثمارية، وتحسب فترة

الاسترداد بالعلاقة التالية:⁽³⁾

⁽¹⁾ هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، 2007، ص116.

⁽²⁾ Jean Bateau & Jacquelline Delahaye, Op.cit, P:319.

⁽³⁾ Jean Michel Palou, Op.cit, P:130 .

$$D_R = \frac{\log \left[\text{PER} \frac{(g-k)}{(1+k)} + 1 \right]}{\log \left(\frac{1+g}{1+k} \right)} \dots\dots(30-1)$$

حيث:

D_R : فترة الاسترداد؛

PER: مضاعف السعر على العائد؛

g: معدل النمو؛

k: معدل الخصم.

المطلب الثالث: الطرق المختلطة

تقوم هذه الطرق على الجمع بين طرق الذمة المالية (الطرق الساكنة) والطرق الديناميكية المرتكزة على المردودية، وتعتبر هذه الطرق أن المؤسسة لديها قيمة قاعدية تسمح بالحصول على مردودية عادية (قيمة الذمة المالية)، والتي يمكن علاوة على ذلك الاستفادة من ريع اقتصادي (قيمة ديناميكية)، هذه الأخيرة يتم حسابها من خلال فائض القيمة (Good Will). إضافة إلى الطرق البورصية التي تسمح بإجراء المقارنة بين المؤسسات من خلال المضاعفات.

الفرع الأول: الطرق المرتكزة على فائض القيمة (Good Will)

يمثل فائض القيمة الفرق بين قيمة الذمة المالية وقيمة المردودية، ويمكن تعريفه بأنه القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال عناصر مختلفة (بشرية، منتجات معدات، أسواق وزبائن)، وبالتالي فهو يمثل جميع العناصر المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة والتي لا يمكن تقييمها بشكل مباشر. (1) يمكن حساب فائض القيمة بطريقتين هما:

أولاً: الطرق غير المباشرة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المدخل والتي تسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، فوفق هذه الطريقة يتم حساب قيمة المؤسسة من خلال إضافة الأصل المحاسبي الصافي المصحح إلى فائض القيمة، وتعطى حسب العلاقة التالية: (2)

$$V_e = ANCC + GW \dots\dots(31-1)$$

(1) Jean Brilman & Claude Marie, Op.cit, P:112.

(2) Jean Michel Palou, Op.cit, P80.

حيث:

V_e : قيمة المؤسسة؛

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح،

GW: فائض القيمة.

ويحسب فائض القيمة بالعلاقة التالية: (1)

$$GW = \frac{1}{2i} (B - i ANCC) \dots \dots (32-1)$$

حيث :

B: نتيجة الاستغلال قبل الضريبة؛

i: معدل الفائدة المستعمل في الدولة.

وبما أن قيمة المردودية للمؤسسة يمكن حسابها بالعلاقة التالية: (2)

$$V_r = \frac{CB}{t} \dots \dots (33-1)$$

حيث:

CB: القدرة الربحية (نتيجة الاستغلال بعد الضريبة)؛

t: معدل الرسملة.

فإن قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة تعطى من خلال المتوسط الحسابي لقيمة مردودية المؤسسة

والأصل المحاسبي المصحح. وتحسب بالعلاقة التالية: (3)

$$V_e = \frac{ANCC + V_r}{2} \dots \dots (34 - 1)$$

ثانيا: الطرق المباشرة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة عكس سابقتها، والتي يمكن التطرق إلى أهمها:

1. الطريقة الأنجلوسكسونية:

(1) Idem.

(2) Ibid, P:95.

(3) Idem.

تعتمد هذه الطريقة على رسمة الربح الإضافي (Super-profit) الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية في السوق المالي. ويحسب فائض القيمة بالعلاقة التالية: (1)

$$GW = \frac{CB - k \times ANCC}{i} \dots\dots (35-1)$$

حيث:

CB: القدرة الربحية المتوقعة؛

k: معدل الاستحداث؛

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛

i: معدل الفائدة.

وعليه تعطى قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية: (2)

$$V_e = ANCC + \frac{CB - k \times ANCC}{i} \dots\dots(36-1)$$

2. طريقة الخبراء المحاسبين الأوربيين:

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطرق السابقة، حيث أن قيمة المؤسسة عبارة عن مجموع الأصل

المحاسبي الصافي المصحح وفائض القيمة، هذا الأخير يحسب بالعلاقة التالية: (3)

$$GW = [CB - (k \times VSB)] \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \dots\dots(36-1)$$

وعليه تكون قيمة المؤسسة كالتالي: (4)

$$V_e = ANCC + [CB - (k \times VSB)] \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \dots\dots(37-1)$$

الفرع الثاني: الطرق المقارنة

(1) Ibid, P:96.

(2) Idem.

(3) Idem.

(4) Idem.

الطرق المقارنة أو كما تسمى طرق المضاعفات، تسمح بتقييم المؤسسة بالمقارنة مع مؤسسات أخرى. هذه الطرق أصبحت اليوم أكثر استعمالاً من طرف المحللين الماليين، فهي تقدم العديد من الفوائد، حيث تسمح بتقييم المؤسسة بطريقة مباشرة، بسيطة، سريعة وعملية.⁽¹⁾

ترتكز هذه الطرق على السعر الذي تقوم المؤسسات المقارنة على أساسه بالتفاوض في السوق المالي، وتعتبره كمرجع مباشر لكون السوق المالي كفاء، والأسعار الممارسة مقدمة لقيمة المؤسسة المسعرة (نظرية الكفاءة).⁽²⁾

يتم تطبيق الطرق المقارنة على المؤسسات المسعرة أو غير المسعرة المماثلة للمؤسسات المسعرة والهادفة للدخول للبورصة، ويتم تقييم المؤسسات المسعرة بناءً على عينة من المؤسسات المماثلة لها، حيث أن لكل مؤسسة من العينة مضاعف يتم تقديره، هذا المضاعف يمثل العلاقة بين الرسملة البورصية أو القيمة الكلية للمؤسسة ومؤشر القيمة.⁽³⁾

وتحدد العينة بناءً على مجموعة من المؤشرات و المعايير أهمها:⁽⁴⁾

- حجم المؤسسة؛
- درجة المردودية الاقتصادية؛
- النمو المتوقع؛
- الهيكل المالي؛
- المنطقة الجغرافية؛
- الحالة في السوق؛
- الخطر.

تعطى الصيغة العامة للمضاعف بالعلاقة التالية:⁽⁵⁾

$$\text{المضاعف} = \frac{\text{القيمة الـ فيموقية للأموال الخاصة أو القيمة الكلية للمؤسسة}}{\text{مؤشر}} \dots (1-38)$$

(1) Arnaud Thauvron, Op.cit, P:155.

(2) Mondher Cherif, **Techniques modernes d'évaluation des entreprises**, ellipses, Paris, 2007, P:40.

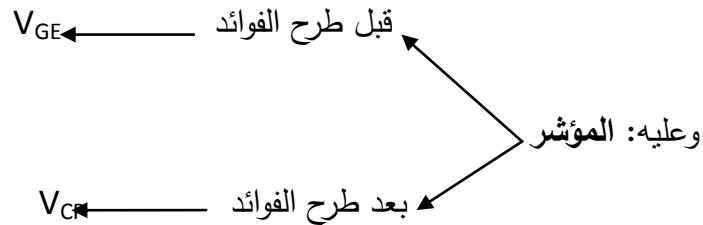
(3) Arnaud Thauvron, Op.cit, P:156.

(4) Jean Michel Palou, Op.cit, P:138.

(5) Arnaud Thauvron, Op.cit, P:156.

نلاحظ أن البسط يتألف من قيمة الأموال الخاصة والقيمة الكلية للمؤسسة والتي تساوي مجموع الأموال الخاصة والديون المالية، أما المقام فهو عبارة عن مؤشر القيمة، حيث أن هذا الأخير إذا كان يمثل التدفق الذي سيحصل عليه المساهمون والدائنون الماليون، فهذا يعني أنه يحدد قبل أخذ تكاليف الفوائد، وعليه فالبسط هو القيمة الكلية للمؤسسة (V_{GE})، وعليه سيكون المؤشر عبارة عن رقم الأعمال، نتيجة الاستغلال وتدفقات الخزينة للاستغلال.

للحصول على قيمة السهم يجب خصم ديون السهم، على العكس إذا كان المؤشر يعبر عن تدفق لا يحصل عليه المساهمون، فالبسط يكون عبارة عن الأموال الخاصة (V_{CP}). وأهم المؤشرات في هذه الحالة هي النتيجة الجارية والنتيجة الصافية.⁽¹⁾



في الحالة العملية أهم المؤشرات المستعملة هي:

- النتيجة الصافية أي مضاعف نسبة السعر على العائد (PER)؛
- نتيجة الاستغلال (R_{exp})؛
- الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE)؛
- رقم الأعمال (CA).

و يمكن تصنيف هذه المؤشرات حسب نوع القيمة، وذلك من خلال الجدول التالي:

⁽¹⁾ Ibid, P-P :156, 157 .

جدول رقم (02): أهم مؤشرات القيمة.

V_{GE}	V_{CP}
<ul style="list-style-type: none"> • رقم الأعمال CA؛ • المعطيات الحقيقية؛ • الفائض الإجمالي للاستغلال EBE؛ • تدفق الخزينة المتاح F_t؛ • نتيجة الاستغلال R_{exp}. 	<ul style="list-style-type: none"> • النتيجة الجارية؛ • النتيجة الصافية R_{net}.

Source :Arnaud Thauvron, Op.cit, P :158.

أولاً: مضاعف رقم الأعمال (VE/CA)

يسمح هذا المضاعف بتقييم المؤسسة بناء على حصتها السوقية ومقبوضاتها من المبيعات وهذا بمعزل عن هيكلها المالي ومرد وديتها، ويحظى بأهمية كبيرة في القطاعات التي تكون الحصة السوقية هي الأساس لتأمين درجة النشاط الكافية لتحدي المنافسة. هذا المضاعف يسمح بتحديد عدد مرات إدماج رقم الأعمال في القيمة الاقتصادية للمؤسسة.

يحسب مضاعف رقم الأعمال بالعلاقات التالية:⁽¹⁾

$$\text{مضاعف رقم الأعمال} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{رقم الأعمال}} \dots\dots (1-39)$$

أو:

$$\text{مضاعف رقم الأعمال} = \frac{\text{الرسملة الأوطلية + الاستدانة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}} \dots\dots (1-40)$$

ثانياً: مضاعف نتيجة الاستغلال (VE/R_{exp})

مضاعف نتيجة الاستغلال يتبع نفس منطق الفائض الإجمالي للاستغلال، حيث يسمح بتقدير ممتاز لقدرة الربحية العملياتية.⁽²⁾

(1) Mondher Cherif, Op.cit, P:43.

(2) Jean Michel Palou, Op.cit, P:141.

يأخذ مضاعف نتيجة الاستغلال بعين الاعتبار المردودية وذلك بعد طرح مجموع الاهتلاكات والاستثمارات للمؤسسة.⁽¹⁾ ويكون هذا المضاعف مستقل عن:

- هيكل تمويل الأصول (القائم على قيمة المؤسسة المعبر عن القيمة السوقية للأصول بغض النظر عن طبيعتها التمويلية) R_{exp} يكون قبل التكاليف المالية؛
 - معدلات الضريبة المحلية؛
 - مؤونات العناصر الاستثنائية R_{exp} قبل العناصر الاستثنائية).
- يعتبر EBIT مؤشر غير جيد للأداء المالي للمؤسسة، حيث يعبر عن نقاط الضعف نتيجة تأثير سياسة الإهلاك للمؤسسة المعنية، على عكس سياسة الاهتلاكات المماثلة التي تسمح بالأخذ في الحسبان قوى الاستثمارات للمؤسسة مقارنة مع المؤسسات الأخرى.⁽²⁾
- يحسب مضاعف نتيجة الاستغلال بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$\text{مضاعف نتيجة الاستغلال} = \frac{\text{القيمة الاستثنائية للمؤسسة}}{\text{نتيجة}} \dots\dots (1-41)$$

ثالثاً: مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال VE/EBE

يعتبر هذا المضاعف الأكثر استعمالاً من طرف المحللين الماليين، بالخصوص في القطاعات شديدة الرسمة، حيث تسمح بتقدير الربحية العملية (مردودية الاستغلال) للمؤسسة.⁽⁴⁾

ويمكن الحصول على هذا المضاعف بالعلاقة التالية:⁽⁵⁾

$$\text{مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{الفائض الاجمالي للاستغلال}} \dots\dots (1-42)$$

⁽¹⁾ Mondher Cherif, Op.cit, P:44.

⁽²⁾ Sébastien Dossogne, **Valorisation et cession d'entreprise**, edipro, Bruxelles, 2003, P :244.

⁽³⁾ Mondher Cherif, Op.cit, P:44.

⁽⁴⁾ Jean Michel Palou, Op.cit, P:140.

⁽⁵⁾ Mondher Cherif, Op.cit, P:43.

رابعاً: مضاعف السعر/العائد (PER)

مضاعف السعر على العائد عبارة عن العلاقة بين سعر المؤسسة المسعرة وأرباح السهم، فهو يسمح بالحصول على قيمة المؤسسة خلال عدد من سنوات تحقيق الأرباح، بشرط أن هذه الأخيرة تبقى بنفس الدرجة الحالية.⁽¹⁾

ويعطى هذا المضاعف بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$\text{مضاعف السعر على العائد} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{الربح}} \dots\dots\dots (1-43)$$

⁽¹⁾ Ngunéna Octave Jokung, Op.cit, P:248.

⁽²⁾ Arnaud Thauvron, Op.cit, P:160.

خلاصة:

تهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في البورصة إلى تعظيم قيمتها، أي تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، غير أن تحقيق هذا الهدف لا يتم إلا من خلال تراكم الثروة والتي يتم قياسها بمجموعة من مؤشرات خلق القيمة.

فوجود المؤسسة في اقتصاد نشط، وسوق مالي كفاء وتطبيقها لنظام داخلي دقيق مبني على الحوكمة يؤثر إيجابيا على قيمتها السوقية، إلا أن زيادة معدل التضخم وإتباع الدولة لسياسة نقدية ومالية معينة تقوم على رفع معدلات الفائدة ورفع الضرائب المفروضة على الأفراد والشركات يؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للمؤسسة.

إلا إيجاد قيمة حقيقية للمؤسسة أمر صعب، وذلك لتعدد واختلاف طرق ومداخل التقييم التي تجعلنا لا نصل إلى قيمة واحدة، بل مجموعة من القيم، وهو ما يحتم على المقيم المالي إيجاد طريقة مثلى لتقييم المؤسسة والخروج بقيمة حقيقية لها.

تمهيد:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة، ومن بين القضايا الهامة التي لازالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية، ذلك الجدل ينبع من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات والتي تتمحور حول كيفية التصرف في نتيجة السنة المالية، بمعنى التوزيع على المساهمين أو الاحتجاز لاستخدام هذه الأموال كمصدر تمويل داخلي.

والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع أكبر جزء من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، وهنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والاحتجاز، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة توزيع مثلى من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

سنحاول في هذا الفصل معرفة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وهذا من خلال المباحث

التالية:

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثالث: نماذج سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

تحقق المؤسسة من نشاطها الاقتصادي وفي نهاية كل سنة مالية نتيجة محاسبية، فإذا كانت عبارة عن أرباح تستوجب على المسير المالي المفاضلة بين توزيعها على المساهمين، وبين احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشاريع ذات جدوى اقتصادية.

لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال تعريفها ودوافعها في المطلب الأول، أنواع التوزيعات في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فقد خصص لعلاقة قرار توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسة، إضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي. وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر في حجم الاستثمارات التي تقوم المؤسسة بتنفيذها والتكلفة الحدية للأموال، وكذلك تؤثر على حجم المؤسسة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم السوقي وعائده أيضا.⁽¹⁾

الفرع الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق لتعريف سياسة توزيع الأرباح نقوم أولاً بتقديم تعاريف لتوزيعات الأرباح.

أولاً: تعريف توزيع الأرباح

تعرف توزيعات الأرباح بأنها: "النقد أو الأسهم أو أي نوع من ملكية المؤسسة يتم توزيعه على حملة أسهمها، ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عنه في أي وقت، إلا أن التوزيعات لا تمثل التزاماً قانونياً للمؤسسة، أي أنها خيار للمجلس."⁽²⁾

كما تعرف التوزيعات بأنها: "تلك الدفعات التي يتم دفعها لحملة الأسهم من الأرباح التي تحققت المؤسسة من أنشطتها المختلفة إما على شكل نقد أو أسهم."⁽³⁾

(1) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية متقدمة (الشركات المتقدمة)، دار البيزوري، عمان، 2010، ص 205.

(2) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البيزوري، عمان، 2009، ص 455.

(3) المرجع السابق، ص 455-456.

وتعرف التوزيعات أيضا بأنها: "توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحلية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، حيث أن قرار توزيعها يخضع إلى الجمعية العامة للمساهمين".⁽¹⁾ من خلال التعريف السابقة نستنتج أن التوزيعات عبارة عن ذلك الجزء من أرباح المؤسسة الذي يوزع على مساهميها، ويعتبر كمكافأة لهم مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة.

ثانياً: تعريف سياسة توزيع الأرباح

أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح فتعرف بأنها: "مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة الإدارية المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتقوم المؤسسات عموماً بوضع سياساتها بما يتلاءم مع أهداف تلك المؤسسات".⁽²⁾

كما يمكن تعريفها بأنها: "الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في نفس الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين".⁽³⁾

ويقصد كذلك بسياسة توزيع الأرباح: "معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم".⁽⁴⁾

وتعرف أيضاً السياسة المثلى لتوزيع الأرباح بأنها: "تلك السياسة التي تقوم بالموازنة بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق".⁽⁵⁾

(1) هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد السابع عشر، جامعة بغداد، 2008، ص 213.

(2) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2012، ص 373.

(3) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 230.

(4) محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010، ص 85.

(5) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 458.

من خلال هذه التعاريف، يمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح عبارة عن الطريقة التي تتبعها الإدارة في المفاضلة بين توزيع الأرباح الناتجة عن السنوات السابقة أو الحالية على المساهمين، من جراء استثمارهم في أسهم المؤسسة، واحتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها داخل المؤسسة.

الفرع الثاني: دوافع سياسة توزيع الأرباح⁽¹⁾

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكنها الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة لتوزيع جزء من هذه الأرباح وذلك نظرا للأسباب التالية:

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة بزيادة رأس المال؛
- توزيع الأرباح يعكس الصحة المالية للمؤسسة، خاصة إذا قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت؛
- تلجأ المؤسسة إلى توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

- في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛
- إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية والاستغلال؛
- إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة؛
- إذا ما حققت المؤسسة نموا معتبرا، مما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة، ومن ثم عدم تسديد التزاماتها.

بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:

- منع إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛

(1) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 85-86.

• إذا عازمت المؤسسة زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.

المطلب الثاني: أنواع توزيعات الأرباح

تأخذ التوزيعات العديد من الأشكال تتحدد بناء على سياسة التوزيع المتبعة، وذلك في إطار تحقيق هدفين أساسيين هما: توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة. هذه الأشكال تأخذ بصفة عامة نوعين من التوزيعات، إما توزيعات في شكل نقدي أو في شكل عيني (أسهم).

الفرع الأول: التوزيعات النقدية

تعتبر التوزيعات النقدية النوع الأكثر شيوعا في توزيعات الأرباح، حيث تأخذ الأشكال التالية:⁽¹⁾

أولاً: سياسة توزيع إجمالي الأرباح

اقترح (Rubner, 1966) توزيع إجمالي الأرباح، حيث أن هذا الاقتراح ارتكز على فكرة تفضيل المساهمين الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح، وعمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية لأنها لا تشجع جبائيا و لا من طرف المساهمين. والسبب يكمن في أن التوزيعات تؤثر بشكل كبير في التمويل الذاتي للمؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية غالبا ما تكون أعلى من تلك التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون.

ثانياً: سياسة التوزيعات الباقية (سياسة توزيع الفائض)

وفقا لهذه السياسة فالمؤسسة تعطي الأولوية للمشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، أي المشاريع المربحة، وما يتبقى من الأرباح تقوم بتوزيعه.⁽²⁾ تشير سياسة توزيع الفائض إلى أن قرار التوزيع لا يخرج عن كونه توزيع الأرباح التي حققتها المؤسسة بين حملة الأسهم وبين الاستثمارات المتاحة للمؤسسة. فإذا كان العائد المتوقع من تلك الاستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم، فإن حملة الأسهم لن يعترضوا على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات، وبعد استيفاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات.

⁽¹⁾ Mondher Bellalah, **Réflexions sur la politique optimale de dividende en présence de coûts d'information**, Cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX Dauphine, P:4.

⁽²⁾ Ibid, P:5.

يتضح من سياسة توزيع الفائض أن حجم التوزيعات الذي تجريه المؤسسة يختلف من سنة مالية إلى أخرى، ويتوقف ذلك على حجم الأرباح المحققة والفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، أي أن المؤسسة تحتجز من الأرباح القدر الذي تحتاجه لتمويل استثماراتها وما يتبقى يتم توزيعه، إذن يمكن النظر لسياسة التوزيعات على أنها قرار تمويلي، ومن ثم تعد التوزيعات النقدية قرارا تابعا للاحتياجات التمويلية للمؤسسة.⁽¹⁾

ثالثا: سياسة غياب التوزيعات

يرى كل من (Elliot & Clarkson, 1966) أن التوزيعات تعتبر ترف (Luxe) بالنسبة للمؤسسات والمساهمين، وبالتالي لا داعي لإجراء التوزيعات. عمليا مهما كانت مزايا هذه السياسة فإنه نادرا ما نجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون القيام بإجراء توزيعات.⁽²⁾

رابعا: سياسة التوزيعات المستقرة

ترفض هذه السياسة توزيع إجمالي الأرباح أو احتجازها، حيث لاحظ الباحثون أن المؤسسات تميل إلى إتباع توزيع نسبة مستقرة نسبيا على المدى الطويل. كما لاحظ (Lintner, 1956) أن التوزيعات مرتبطة بالأرباح على المدى الطويل وأن المؤسسات تضع نسبة توزيعات مستهدفة، وأن مسيري المؤسسات يعطون أهمية بالغة لتغيرات التوزيعات مقارنة بالسنوات السابقة، كما لاحظ أيضا أن المسيرين يستعملون التوزيعات كإشارة أمل لنمو المؤسسة، والذي جاء بنظرية المعلومة.⁽³⁾

تتمثل هذه السياسة في أن تقوم المؤسسة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة، وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعا لتغير أرباح المؤسسة، وسياسة توزيع الأرباح المستقرة تعني أن المؤسسة لا تعتمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباحها، لأن هذا يعني التزاما

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص406.

⁽²⁾ Mondher Bellalah, **Réflexions sur la politique optimale de dividende en présence de coûts d'information**, Op.cit, P:5.

⁽³⁾ Ibid, P:6.

ضمنيا من إدارة المؤسسة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح المؤسسة مستقبلا.⁽¹⁾

وعموما تفضل كل من الإدارة وحملة الأسهم الاستقرار في التوزيعات للعديد من الأسباب أهمها:⁽²⁾

أهمها:⁽²⁾

- في ظل المعلومات المعطاة، يستدل منها أن النقلب في سياسة التوزيعات تعني حالة عدم تأكد عالية، ومن ثم تنعكس على معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ومن ثم انخفاض سعر السهم، وهي حالة تختلف عن سياسة التوزيعات المستقرة؛
- أن الكثير من حملة الأسهم يستخدمون التوزيعات لمواجهة الإنفاق الاستهلاكي الحالي، الأمر الذي يؤدي إلى مشاكل وتكاليف تضطر المستثمر إلى بيع جزء من أسهمه لمواجهة هذه الأعباء، إذا توقفت المؤسسة عن إجراء التوزيعات.

إلا أن عدم الاستقرار في التوزيعات يعد مؤشرا غير جيد عن أداء المؤسسة، حيث يرتبط لدى المساهمين بربحية المؤسسة، فانخفاض التوزيعات يشير إلى انخفاض في الأرباح المتوقعة للمؤسسة، أما ارتفاع التوزيعات فقد يفسر على أن الإدارة تتوقع زيادة الأرباح مستقبلا. بالإضافة إلى ذلك فإن عدم الاستقرار في التوزيعات يرفع درجة عدم التأكد لدى المستثمرين وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، مما يترك أثرا سلبيا على القيمة السوقية للسهم.

⁽¹⁾ فيصل محمود الشواربة آخرون، أثر الإعلان عن الأرباح المحاسبية وتوزيعاتها النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة المقيدة في بورصة عمان، ص 12، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://blog.postjordan.com/karak/wpcontent/uploads/2012/11/%D8%A3%D8%AB%D8%B1%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B9%D9%84%D8%A7%D9%86%D8%B9%D9%86%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%A8%D8%A7%D8%AD%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AD%D8%A7%D8%B3%D8%A8%D9%8A%D8%A9%D9%88%D8%AA%D9%88%D8%B2%D9%8A%D8%B9%D8%A7%D8%AA%D9%87%D8%A7%D8%A7%D9%84%D9%86%D9%82%D8%AF%D9%8A%D8%A9%D8%B9%D9%84%D9%89%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82%D9%8A%D8%A9%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85%D8%A7%D9%84%D8%B4%D8%B1%D9%83%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%A7%D9%87%D9%85%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86.pdf>, Consulté le

20/02/2015 à 14:11H.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 240.

يمكن للمؤسسة تحقيق الاستقرار في التوزيعات عن طريق تحديد مقدار معين للتوزيعات تحافظ عليه المؤسسة ولا تحاول تخفيضه، أما زيادته من فترة إلى أخرى فيتوقف على ما إذا توفرت لدى الإدارة مبررات قوية عن زيادة الأرباح المستقبلية، بحيث تمكن المؤسسة من زيادة مقدار توزيعاتها.⁽¹⁾ ومفهوم استقرار التوزيعات يأخذ ثلاث صور تتمثل في:⁽²⁾

1. استقرار نسبة الأرباح الموزعة:

يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنة إلى أخرى، غير أن هذا لا يعني أن لا يتذبذب نصيب السهم من التوزيعات نتيجة للتذبذب الذي قد يطرأ على الأرباح المتولدة.

2. استقرار نصيب السهم من التوزيعات DPA:

يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى. وقد يعني ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات، كما قد يعني زيادة أو نقص طردي ومنتظم من سنة إلى أخرى.

3. استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية:

يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عال من الأرباح.

الفرع الثاني: التوزيعات في شكل أسهم

يقصد بالتوزيعات في شكل أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، على أن يتم سداد قيمة ما حصل عليه من نصيبه من الأرباح المحتجزة.⁽³⁾ والسؤال الذي يطرح هنا: هل يترتب على التوزيعات في صورة أسهم أي تأثير على وضع المساهمين.

وللإجابة على ذلك، نفترض أن إحدى المؤسسات قررت إجراء توزيعات في صورة أسهم بنسبة 10%، فمعنى ذلك أن المساهم الذي يمتلك 1000 سهم سوف يحصل على 100 سهم إضافي، أي أن عدد أسهم المؤسسة سوف يزداد. يترتب على ارتفاع عدد الأسهم انخفاض في أرباح السهم

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 408.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص 332.

(3) المرجع السابق، ص 369.

وتوزيعاته المستقبلية وهو ما يدفع بسعر السهم نحو الانخفاض. وتلجأ المؤسسات إلى هذه السياسة إذا ما توقعت نموا كبيرا في الأرباح يؤدي إلى ارتفاع في سعر السهم، وبالتالي يخرج السهم من التعامل به في سوق رأس المال، ومن ثم تعد التوزيعات في صورة أسهم وسيلة للحفاظ على السهم في حدود مقبولة تمكن من التعامل به في سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾

تعتبر الأسهم المجانية أو كما تسمى أسهم المنحة نوع من أنواع التوزيعات في شكل أسهم، تتبناه إدارة المؤسسة ضمن سياسة توزيع الأرباح، وبموجبها يحصل المساهم على نصيبه في صورة أسهم أسهم مجانية وحسب نسبة مساهمته في رأس المال، مما يترتب على ذلك زيادة في عدد الأسهم القائمة بالمؤسسة. ووفقا لهذا المفهوم فإن هذا يشار إليها في النظرية المالية برسمة الأرباح أو بفرضية الاحتجاز. وبموجب ذلك يتم تحويل الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال وبقيمة مساوية للقيمة السوقية للأسهم.⁽²⁾ وفي حقيقة الأمر فإن المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات من قبل المؤسسة هي توزيعات في شكل أسهم وليست توزيعات نقدية، فمن الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات في شكل أسهم لن تثري المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات، وهذا يعني أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية، وعلى العكس فقد يزداد عدد الأسهم عند إصدار المؤسسة لهذه الأسهم الجديدة، وهذا يعني أن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كان عليه قبل التوزيع لهذه الأسهم.⁽³⁾ تلجأ المؤسسات عادة إلى توزيع أسهم مجانية في عدة حالات أهمها:⁽⁴⁾

- نقص السيولة لدى المؤسسة والرغبة في توزيع أرباح على المساهمين، ولتجنب الأثر السيئ لعدم توزيع أرباح نقدية أو انخفاض الأرباح النقدية الموزعة فإن المؤسسة تلجأ إلى توزيع الأسهم المجانية، خاصة وأن السوق المالي يستقبل ذلك كمعلومات إيجابية؛

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 412.

(2) أرشد فؤاد مجيد التميمي، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة، جامعة الإسراء الخاصة، عمان، ص 5، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=50940>, Consulté le 20/02/2015 à 22:02H

(3) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 242.

(4) صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص 75.

- رغبة المؤسسة في زيادة رأس المال دون مطالبة المساهمين بمقابل لهذه الزيادة، وعادة ما يستقبل سوق المال هذه المعلومات بكفاءة فتتخفص القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار الزيادة الناتجة عن توزيع الأسهم المجانية.

المطلب الثالث: علاقة قرار توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى

كثيرا ما نتساءل عن كون قرار توزيع الأرباح في المؤسسة، يعد قرارا استثماريا أم قرارا تمويليا، فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن يتم على ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه، وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.

الفرع الأول: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقرار الاستثمار⁽¹⁾

يعد القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة المالية، إذ أن هذا القرار يهدف لتحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار، ويعني التضحية بالسيولة الحالية من أجل الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأس مال المشروع الاستثماري

وتشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات إلى فرص الاستثمار المتاحة عن عمليات التشغيل، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا يعكس مشكلة استثمارية تحتم اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمسكلة 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.

ولكن ما الذي يجب على المؤسسة أن تقرره إذا كانت تريد من البداية أن تتفادى مثل هذه المشكلة لقرار توزيع الأرباح؟ وهل عليها أن تلجأ إلى الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة لتجنب مثل هذا الموقف؟

(1) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 85.

الفرع الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقرار التمويل

يبحث قرار التمويل في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال لتنفيذ قرار الاستثمار، وقرار التمويل مرتبط بقرار الاستثمار من خلال المقارنة بين المردودية والتكلفة. كما يرتبط بقرار توزيع الأرباح من خلال لجوء المؤسسة للاعتماد على مصدر تمويل خارجي في توزيع 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 كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لابد أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل التمويلي الأمثل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك).⁽¹⁾

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تعكس سياسة توزيع الأرباح الخطة العامة للمؤسسة، والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة أسهمها، إذ تتحكم مجموعة من العوامل على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للمؤسسة. بعض تلك العوامل تتعلق بحملة الأسهم، والبعض الآخر يتعلق بالإدارة، كما أن بعضها يرجع إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون.

المطلب الأول: العوامل الاقتصادية

تشمل العوامل الاقتصادية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح كل من الاحتياجات التمويلية، النمو، توفر السيولة النقدية، حجم الأرباح، تكاليف الإصدار والمعاملات وغيرها من العوامل الاقتصادية الأخرى.

الفرع الأول: الاحتياجات التمويلية وتمويل النمو

(1) المرجع السابق، ص 85.

يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيع، ومن ثم تعد الميزانية المالية، وكذلك الميزانية النقدية التقديرية والتنبؤ بالاحتياجات المالية أدوات هامة لتحديد المركز المالي والنقدي للمؤسسة. كما يتوقف توزيع الأرباح أو احتجازها على سياسة الإدارة بشأن التوسع والنمو.⁽¹⁾

ترتبط الاحتياجات المالية للمؤسسة بشكل مباشر بمقدار ما تتوقعه من نمو في نشاطها وبحجم الأصول المطلوب اقتناءها لتنفيذ النمو المطلوب.

كما أن على المؤسسة تقييم ربحيتها ومخاطرها من أجل تكوين صورة واضحة عن قدرتها في تمويل من المصادر الخارجية. كما يتوجب كذلك على المؤسسة تحديد تكلفة ومدة الحصول على التمويل المطلوب من المصادر المختلفة. وبشكل عام فإن عدد كبير من المؤسسات قد تمتلك فوائض نقدية كافية لتغطية احتياجاتها من رأس المال، وبالمقابل قد تكون هناك مؤسسات أخرى، خصوصاً التي هي في طور النمو، وليس لها هذه الفوائض لتنفيذ المشروعات الاستثمارية المقبولة، وهذه المؤسسات قد تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي عن طريق احتجاز الأرباح الأمر الذي قد يجعلها تدفع نسب متدنية من توزيعات الأرباح.⁽²⁾

الفرع الثاني: توافر السيولة النقدية وحجم الأرباح

أولاً: توافر السيولة النقدية

على الرغم من شيوع مقولة أن الأرباح توزع على المساهمين، إلا أن إجراءات التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين، فتوافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا الربح الناتج عن عمليات المؤسسة والتي قد تكون ناتجة عن عمليات بيع آجلة لم يتم تحصيلها بعد، وهو ما يعني أن رصيد النقدية المتوافر لدى المؤسسة لا يساوي رصيد الربح المحقق. يضاف إلى ذلك أن المؤسسات الآخذة في النمو والتوسع توجه جزء من النقدية إلى شراء خامات (مواد أولية) وأصول ثابتة، وهذا يعني نقص النقدية المتوافرة لدى تلك المؤسسات، أي دفع توزيعات نقدية على المساهمين لا يتوقف فقط على الأرباح المحققة، بل كذلك على المركز النقدي للمؤسسة.⁽³⁾

(1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 415.

(2) عدنان تابه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 480.

(3) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 416.

ثانياً: حجم الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأرباح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية، وذلك عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها، ويرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي المعلومات التي تعكسها سياسة التوزيعات، وذلك عندما تلجأ الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في الموزعة في حالة انخفاض أرباحها، ومن بين السبل لتحقيق ذلك أن تقرر المؤسسة من البداية سياسة تجري سياسة تجري بمقتضاها التوزيع لنسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، يمكن أن تحافظ عليها حتى لو حدث انخفاض في الأرباح المحققة مستقبلاً. يضاف إلى ذلك أن مثل هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر عرضة لمخاطر التوقف عن السداد، ومن ثم تميل إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي، وهنا تظهر ميزة سياسة توزيع نسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، والتي في ظلها تتاح فرصة توفير موارد مالية يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الاستثمارية دون الحاجة للحصول على المزيد من القروض.⁽¹⁾

الفرع الثالث: المركز الائتماني والقدرة الإقتراضية

تمت الإشارة في السابق إلى أن درجة توافر السيولة يعد عنصراً هاماً في قرار إجراء التوزيعات النقدية، إلا أنه يمكن للمؤسسة التغلب على عدم توافر السيولة عن طريق الحصول على قروض قصيرة الأجل لتمويل قرارات التوزيع، وتتوقف قدرة المؤسسة في حصولها على القروض في أنها تتمتع بمركز مالي قوي، وكذلك مدى توافر طاقة اقتراضية غير مستغلة لدى المؤسسة.

بالإضافة إلى ذلك فإن اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة في تمويل الفرص الاستثمارية، يعني أن الإدارة تسعى إلى زيادة نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال. فإذا كانت نسبة الرفع المالي لدى المؤسسة منخفضة ويمكن الحصول على قروض بتكلفة أقل من تكلفة استخدام الأرباح المحتجزة، في هذه الحالة يمكن للمؤسسة أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين حتى لو كانت تعاني نقص في السيولة.⁽²⁾

الفرع الرابع: تكلفتي الإصدار والمعاملات

أولاً: تكلفة الإصدار (تكلفة التمويل الخارجي)

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 334.

(2) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 416.

يمكن للمؤسسة المحافظة على معدل توزيعات منخفض بحيث يمكنها تجنب اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات. فكلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد الاتجاه إلى استخدام التمويل الداخلي من الأرباح.

تشمل تكلفة التمويل الخارجي تكلفة إصدار الأسهم والسندات، العمولات التي تحصل عليها الفوائد على القروض المصرفية، الأتعاب الرأسمالية.⁽¹⁾ والخصومات التي تمنح للمستثمرين لتشجيعهم على شراء الورقة المالية وما شابه ذلك، هذا إلى جانب احتمال انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية بسبب الإصدار الجديد.

كما يتوقع أن يرتفع نصيب الورقة المالية من تلك التكاليف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، أو حتى بالنسبة للمؤسسات الكبيرة عندما يكون حجم الإصدار صغير. إضافة إلى أن احتجاز الأرباح سوف يحقق للمؤسسة بعض الوفورات المتمثلة في مصروفات البريد وإمساك الدفاتر. والتي تشجع المؤسسات على احتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل مقترحاتها الاستثمارية.⁽²⁾

ثانياً: تكلفة المعاملات

يتحمل المستثمر تكلفة عندما يشتري أصل جديد مثل شراء سهم جديد أو بيع أصل يمتلكه، ففي حالة شراء أو بيع سهم. فتمثل التكلفة في السمسرة أو تكلفة الوقت المنقضي أو المستغرق بواسطة المساهم لإتمام الصفقة أو العملية المالية.

فالمستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأس المال، يفضل أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح، بدلاً من حصوله على توزيعات ثم استخدام حصيلتها في شراء المزيد من الأسهم والسبب في ذلك هو رغبته في تجنب تكلفة المعاملات التي من أهم عناصرها عمولة السمسرة، والتي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعاً عندما يتضمن أمر الشراء عدداً صغيراً من الأوراق.⁽³⁾

الفرع الخامس: عوامل اقتصادية أخرى

أولاً: الضرائب⁽⁴⁾

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 251.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 336.

(3) المرجع السابق، ص 337.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 403-404.

تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح، حيث نميز بين ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي:

1. الضرائب الشخصية على دخل المساهم:

يخضع دخل المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح والمكاسب الرأسمالية، التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات، ووفقا للميزة الضريبية فإن الملاك يفضلون أن تقوم المؤسسة بتمويل الاستثمارات من التمويل الداخلي أي من الأرباح وتدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن، حتى وإن كانت الأرباح أو المكاسب الرأسمالية ليست لها أي ميزة ضريبية. فالإيراد الناتج عن المكاسب الرأسمالية يخضع لمعدل ضريبة منخفض، وعليه فأى مساهم يفضل الحصول على التوزيعات في شكل أرباح رأسمالية وتخضع لمعدل ضريبة منخفض عن الحصول على دخل في شكل توزيعات نقدية (حيث أن معدل الضريبة على التوزيعات أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية).

فإذا تم استبعاد الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وتم إخضاع كل الأرباح الرأسمالية والتوزيعات لنفس معدل الضريبة في نفس وقت التحقق، فإن التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة يفقده ميزته الضريبية لدى الملاك، والنتيجة المحتملة هي زيادة التوزيعات والاتجاه المتزايد نحو استخدام التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات التي تنفذها المؤسسة.

2. الضريبة على المبالغة في احتجاز الأرباح:

إذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة احتجاز الأرباح وتجاوز هذا الاحتجاز المستوى القبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكبات من الأصول، ورغم أن هذا الجزاء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون اللجوء لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح.

3. الضرائب على أرباح الشركات:

يلاحظ أن الميزة الضريبية للقروض الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي تشجع استخدام القروض في التمويل، مما يعني أن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي، وذلك بتمويل بعض استثماراتها عن طريق القروض طويلة الأجل، حيث أنه يمكن التوسع في استخدام التمويل بالقروض في مثل هذه الظروف نتيجة الميزة الضريبية للتمويل بالمديونية.

وبذلك نجد أن الميزة الضريبية للفوائد ترجح استخدام هذا النوع من التمويل والذي يكون بنسبة كبيرة في هيكل رأس المال مقارنة بالتمويل بالأموال الخاصة (الأسهم الجديدة، احتجاز الأرباح)، فتطبيق هذا الأسلوب يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد بينما يبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية.

ثانياً: الإشارات المالية والمحتوى المعلوماتي

ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات عن الربحية المستقبلية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى النجاح المتوقع. فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن نسبة الأرباح الموزعة، ثم تجري عليها تعديل فسيفهمها المتعاملون في السوق على أنها إشارات للتوقعات بشأن الربحية المستقبلية، مما يترك أثراً كذلك على القيمة السوقية للسهم. وعليه فإن التغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم هو نتيجة للمعلومات الضمنية التي يمكن استنتاجها من سياسة التوزيعات، دون الحاجة إلى أن يفصح عنها صراحة في التقارير حتى لا تستفيد منها المؤسسات المنافسة.

ينبغي على المؤسسات ذات المركز المالي القوي أن تمتنع عن إجراء تخفيض في الأرباح الموزعة، كما ينبغي عليها ألا تعتمد إلى إجراء زيادة فيها إلا إذا كانت تتوقع زيادة في الأرباح المستقبلية واستقرارها على الأقل. فالزيادة في التوزيعات هي إشارة لمستقبل مبشر، في حين أن التخفيض هو مؤشر عن مستقبل غير مشجع. وبناءً عليه فإن التغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم مرده التوقعات المستقبلية لربحية المؤسسة، أو ما يسمى بالمحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات.⁽¹⁾

ثالثاً: السياسات التي تتبعها المؤسسات المماثلة

تميل معظم المؤسسات إلى التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع، أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل النمو. لأن إتباع سياسة مماثلة يحمل في طياته مبرراً لتلك السياسة.⁽²⁾

(1) المرجع السابق، ص 347.

(2) المرجع السابق، ص 348.

رابعاً: الرغبة في السيطرة

إذا كانت سياسة التوزيع سخية، في الوقت الذي توجد فيه احتياجات لتمويل الخطط الاستثمارية فإن الاستثمارية فإن إصدار الأسهم العادية هو البديل للأرباح المحتجزة، هذا البديل قد لا يكون ملائماً خاصة خاصة للمؤسسات الصغيرة، إذ من شأنه أن يضعف سيطرة الملاك الحاليين، يحدث هذا إذا لم يحصل يحصل الملاك الحاليين على حصة مناسبة من الإصدار الجديد، وهو ما يبرر سياسة التوزيع التي تتخفف فيها نسبة الأرباح الموزعة، بما يتيح فرصة لتوفير المزيد من الموارد لأغراض الاستثمار. دون حاجة إلى إصدار أسهم عادية جديدة. ومن ناحية أخرى فإنه في حالة انخفاض نسبة الأرباح الموزعة، قد تحاول مؤسسة أخرى أو مستثمر ما يرغب في السيطرة على المؤسسة المعنية إقناع الملاك الحاليين بأن إدارة المؤسسة قد فشلت في تعظيم ثروتهم، وأن من صالحهم التخلص مما يملكونه من أسهم، واستثمار حصيلتها في مجال آخر، وهذا من شأنه أن يمثل عنصر ضغط على الإدارة من أجل توزيع نسبة أكبر من الأرباح المحققة.⁽¹⁾

المطلب الثاني: العوامل القانونية

عادة ما تضع التشريعات قيوداً على سياسة التوزيع، من أبرز تلك القيود مايلي:⁽²⁾

الفرع الأول: قيد إضعاف رأس المال

يتوقف هذا القيد على المقصود برأس المال، فإذا كان المقصود به القيمة الاسمية للأسهم المصدرة أو ما يطلق عليه رأس المال القانوني، حينئذ يمكن أن تجرى التوزيعات من الزيادة المتمثلة في الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية للسهم، وهو ما يطلق عليه رأس المال الإضافي، إلى جانب ما يمكن احتجازه من أرباح السنة التي تجرى عليها توزيعات. أما إذا كان المقصود برأس المال القيمة المدفوعة في شراء الأسهم أي رأس المال القانوني إضافة إلى رأس المال الإضافي حينئذ سيقصر التوزيع على ما يمكن احتجازه من الأرباح.

الفرع الثاني: قيد صافي الربح

(1) المرجع السابق، ص 348.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص 337-339.

يرتبط بالقيود السابق ويكون بديلا ل، حيث يقضي بأنه لا ينبغي أن تجرى التوزيعات ما لم تكن هناك أرباح سبق أن تحققت، والهدف هو منع الملاك من سحب استثماراتهم في رأس مال المؤسسة.

الفرع الثالث: قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم⁽¹⁾

يقصد به عدم توافر نقد يمكن المؤسسة من دفع التزاماتها في مواعيدها، وبالتالي تمتنع المؤسسة عن إجراء التوزيعات وذلك لعدم المساس برأس المال والذي يعتبر كضمان للدائنين

الفرع الرابع: مقلهم العقوبة الضريبية⁽²⁾

يفرض هذا القيد إذا ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب، أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية، بما يعطي للمستثمرين فرصة لتأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم، وحينئذ يمكنها فرض ضريبة خاصة إضافية، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات حملة الأسهم الأغنياء من التأثير على سياسة التوزيعات، وذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح.

المطلب الثالث: العوامل التعاقدية

يقصد بها مجموعة الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين، أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة، والتي قد تتضمن بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف المؤسسة لحماية الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة.⁽³⁾

فمثلا عادة ما تضع عقود القروض قيودا يقضي بأنه لا تجرى التوزيعات من أرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتولدة بعد ذلك التاريخ. كما قد ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد في مستوى معين، وذلك بهدف ضمان توفير موارد يسهل تحويلها إلى نقدية لخدمة الدين. كذلك قد يتضمن عقد إصدار أسهم ممتازة قيد يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المتجمعة لهم عن سنوات سابقة. وهو ما يطلق عليه تقييد الأسهم الممتازة.⁽⁴⁾

(1) هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 218.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 339.

(3) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 405.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 339-340.

المبحث الثالث: نماذج سياسة توزيع الأرباح

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نتائج أكثر واقعية. ومن بين هذه النماذج نجد نموذج (Lintner, 1956)، نموذج (Gordon, 1959)، نموذج (Walter, 1962) ونموذج (Kalay, 1980).

المطلب الأول: نموذج (Lintner, 1956) ⁽¹⁾

توصل (Lintner, 1956) من خلال ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، وأن المسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيًا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة التالية:

$$DPA_t - DPA_{t-1} = a + c (dR_{net} - DPA_{t-1}) \dots\dots(1-2)$$

حيث:

DPA_t, DPA_{t-1} : قيمة أرباح السهم للسنة t ، والسنة السابقة $t-1$ ؛

d : معدل توزيع الأرباح؛

R_{net} : النتيجة الصافية للسنة t ؛

a, c : ثوابت موجبة.

إذا كانت قيمة هذا النموذج موجبة، هذا يعني تردد المسير في تغيير توزيع الأرباح، أما إذا كانت القيمة صغيرة، فهذا يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغير.

ولقد تم اختبار نموذج (Lintner) في العديد من الدراسات، وكلها خلصت إلى واقعية النموذج، وعلى سبيل المثال (Fama & Babiak, 1968) اللذان قاما بدراسة على عينة من المؤسسات (392 مؤسسة) بين سنة 1946 و 1964، وكانت النتيجة موافقة لنموذج (Lintner, 1956).

⁽¹⁾ عبد القادر بريس، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013، ص 17.

إن محاولة فهم اللغز الخاص بتوزيع أرباح السهم هو فهم قرارات التسيير التي من شأنها أن تؤثر في محددات تغير سياسة توزيع الأرباح، فحسب (Lintner) الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة أمريكية وتتبع توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات بين سنة 1947 و 1953، وتوصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعاً لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقاً لهذه النسبة، وأن هذه النسب المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى. بناءً على هذه النتائج قام (Lintner) بتطوير نموذج التعديل الجزئي للتغير في مستوى التوزيعات (ΔDiv) عبر الزمن (t) وباختلاف المؤسسات (i)، وهذا النموذج يعكس ثقة المسيرين في أن المستثمرين يكرهون المستويات الشاذة لأشكال توزيع أرباح السهم، ومن تم التركيز على التغير في مستويات الأرباح الموزعة ($\Delta Div_{i,t}$)، ويعطى هذا النموذج بعد التعديل بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$\Delta Div_{i,t} = a_i + c_i [Div^*_{i,t} - Div_{i(t-1)}] + U_{i,t} \dots \dots (2-2)$$

حيث:

$\Delta Div_{i,t}$: التغير في مستويات توزيع الأرباح بين سنتين متتاليتين؛
ويحسب كما يلي:⁽²⁾

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i(t-1)} \dots \dots (3-2)$$

$Div^*_{i,t}$: مبلغ الأرباح الموزعة فعلاً؛

ويحسب بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$Div^*_{i,t} = R_i (CB_{i,t}) \dots \dots (4-2)$$

حيث:

$R_{i,t}$: نسبة التوزيع المستهدفة للمؤسسة i ؛

$CB_{i,t}$: ربح السنة الجارية بعد الضريبة؛

c_i : يمثل معامل التعديل الخاص بالمؤسسة i ، وهو يتعلق بالفرق بين توزيعات السنة الماضية

والتوزيعات الحالية.

(1) John Lintner, **Distribution of income of corporation among dividends, retained earnings, and taxes**, the american economic review, Vol.46, papers and proceedings of the sixty-eight annual meeting the american economic association, 2007, P:107.

(2) Idem.

(3) Idem.

a_i : قيمة ثابتة وتكون في الغالب موجبة لتعكس رغبات المسيرين في عدم تخفيض قيمة التوزيعات؛
 $U_{i,t}$: خطأ التقدير.

المطلب الثاني: نموذج (Gordon, 1959) ونموذج (Walter, 1962)

يعتبر نموذج (Gordon) و (Walter) من النماذج التي قدمت تفسيراً لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث بني هذان النموذجان على افتراض الاعتماد على تمويل داخلي من الأرباح المحتجزة لتمويل استثمارات المؤسسة.

الفرع الأول: نموذج (Gordon, 1959)

يعتبر نموذج (Gordon, 1959) من النماذج المهمة التي ناقشت سياسة توزيع الأرباح وأكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية. وقد اعتمد (Gordon) في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح⁽¹⁾، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية المتوقعة لتوزيعات الأرباح، والتي تحسب من خلال العلاقة التالية:⁽²⁾

$$P_t = E_t \left[\sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{1+k} \right)^i \text{Div}_{t+i} \right] + E_t \left[\left(\frac{1}{1+k} \right)^n P_{t+n} \right] \dots \dots (5-2)$$

حيث:

P_t : سعر السهم المتوقع خلال الفترة t ؛

E_t : توقع الفترة t ؛

Div_{t+n} : أرباح السهم المتوقع توزيعها؛

P_{t+n} : سعر السهم المتوقع خلال نهاية السنة n ؛

k : معدل الخصم؛

n : عدد السنوات.

(1) عبد القادر بريس، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

(2) Christophe Boucher, **La convention nouvelle économie**, Université Paris-Nord, CEPN, Mars 2000, P :16, Disponible sur le site : <http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/convne.pdf>, consulté le 25/03/2015 à 12 :16H.

وإذا افترضنا أن التوزيعات تنمو نمواً ثابتاً بمعدل أقل من معدل الخصم، أو تكلفة الأموال الخاصة، بصفة مستمرة، وعليه نحصل على هذا النموذج كما يلي:⁽¹⁾

$$P_t = \frac{Div_t}{k-g} \dots (6-2)$$

حيث:

P_t : سعر السهم المتوقع خلال الفترة t ؛

Div_t : أرباح السهم المتوقع توزيعها خلال الفترة t ؛

k : معدل الخصم؛

g : معدل نمو توزيعات أرباح المؤسسة.

ووفقاً لنموذج (Gordon) فإنه إذا قيم سهم معين، فإن سعره يمثل القيمة العادلة للسهم من وجهة نظر المستثمر للسهم الذي يملكه، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته العادلة (الحقيقية)، فهذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.⁽²⁾

وحسب (Gordon) فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة؛ وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.⁽³⁾

الفرع الثاني: نموذج (Walter, 1962)

سعى (Walter, 1962) في هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس افتراض أن سياسة توزيع الأرباح تتوجه من خلال الغاية أو الهدف لتعظيم ثروة حملة الأسهم

(1) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

(2) هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، 2010، ص 60.

(3) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

العادية، من خلال اعتمادها على المفاضلة بين احتجاز الأرباح أو إعادة الاستثمار في مشاريع مستقبلية مجدية، وبين درجة المخاطرة و معدل العائد المطلوب وبهذا يكون (Walter) قد ركز على الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة، وذلك لاعتبارهما عاملين مهمين في تحديد القيمة العادلة للأسهم.⁽¹⁾

ويمكن توضيح هذا النموذج من خلال العلاقة التالية:⁽²⁾

$$P = \frac{Div + \frac{r(DPA - Div)}{k}}{k} \dots\dots(7-2)$$

حيث:

P: السعر السوقي للسهم؛

Div: التوزيع السنوي لأرباح السهم؛

r: معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

DPA: نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة.

يتضح من العلاقة السابقة أنه إذا كان:⁽³⁾

- **r > k**: فإن زيادة احتجاز الأرباح له أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم؛
- **r < k**: فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم، ومنه القيمة السوقية للمؤسسة؛
- **r = k**: كلا السياستين لا يكون لهما أثر على القيمة السوقية (حيادية سياسة توزيع الأرباح).

المطلب الثالث: نموذج الإشارة أرباح السهم (Kalay, 1980)

يسمح نموذج الإشارة للمسير باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بالوضع المالية للمؤسسة، وفي كل إشارة يتحمل المسير تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات الوضعية الجيدة.

⁽¹⁾ سليم كرار عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد التاسع والعشرين، المجلد التاسع، جامع الكوفة، 2013، ص 201.

⁽²⁾ عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

⁽³⁾ المرجع السابق، ص 18.

ويمكن تفسير الإشارة المراد إيصالها من خلال توزيع أرباح السهم بمشكلة الخطر المعنوي (Aléa moral)، بدون هذه الإشارة فالمستثمرون يعجزون عن تقييم نوعية المؤسسة، حيث يصبح تقييمهم مبني على حد السهم للقيمة المتوسطة للمؤسسة.⁽¹⁾

يعتبر (Kalay, 1980) في نمودجه وجود فئتين من المؤسسات:⁽²⁾

- الفئة A: المؤسسات ذات الوضعية المالية الجيدة؛
- الفئة B: المؤسسات ذات الوضعية المالية السيئة.

من أجل هذا، فلعلز قيمة مؤسسة من الفئة A عن قيمة مؤسسة من الفئة B، على المسير أن طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية و تجنب الخطر المعنوي، فالنظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين يكون كما يلي:⁽³⁾

$$M = (1+r) \delta_0 V_0 + \delta_1 \begin{cases} V_1, \text{ Si } V_1 \geq \text{Div}_0 \\ V_1 - \frac{L}{\delta_1}, \text{ Si } V_1 < \text{Div}_0 \dots \dots (8-2) \end{cases}$$

حيث:

M: عائد المسيرين؛

V_1, V_0 : قيمتي المؤسسة في اللحظتين 0 و 1 على الترتيب؛

L: الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (Div_0) أكبر

من النتيجة المحققة ($V_1 < \text{Div}_0$)

Div_0 : التوزيعات المدفوعة في الفترة 0؛

δ_1, δ_0 : نسب العائد في الفترة 0 و 1 على التوالي.

فحسب هذا النموذج لا يقوم المسيرون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية

المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس فإن المسيرون سوف

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص 18.

⁽²⁾ Reda Fahmi, **Dividendes et théorie d'agence**, P:21, Disponible sur le site :

[fr.slideshare.net /dividende-et-theorie-d-agence](http://fr.slideshare.net/dividende-et-theorie-d-agence), Consulté le :25/03/2015 à 15 :56H.

⁽³⁾ عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

يتحملون الجزاء الذي لا يكون في صالحهم. وبذلك فإن المسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا تتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة لابد للمسيرين من الحفاظ عليها حتى إن كانت التدفقات النقدية مرتفعة، وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة يدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالي.⁽¹⁾

تعرض هذا النموذج لانتقادات من أبرزها:⁽²⁾

- أنه يصف فقط فرضية المحتوى المعلوماتي؛
- لا يسمح بالحصول على استقرار التوازن، لأن الإشارات يتم تقييمها بعد وقوعها.

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص18.

⁽²⁾ Marc- André Lapointe, **Risque, Réputation et signalisation par le dividende**, thèse de doctorat, Université Catholique de Luvain, Faculté des sciences économiques, sociales et politiques, Canada, 1995, P :21.

خلاصة:

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع أرباح المؤسسة على المساهمين أو احتجازها، مع مراعاة أن تتم هذه السياسة في ضوء أهداف المؤسسة، وبما يساهم في تعظيم ثروة الملاك، حيث أنه في ظل هذه السياسة يقوم المسكرون بتوزيع جزء من الأرباح على المساهمين بعد موافقة الجمعية العامة للمساهمين، وذلك في شكل نقدي أو عيني.

فقيام المؤسسة بإجراء توزيع للأرباح يعتبر كإشارات مالية ترسل إلى السوق المالي، تترجم على أن المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة، غير أن اتخاذ هذا القرار لا يتم إلا بعد استيفاء المتطلبات الاستثمارية وتوفير السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات، إلا أن توزيع المؤسسة نسبة أقل من الأرباح يجعلها تقلل من اللجوء إلى التمويل الخارجي، وبالتالي تخفيض تكلفة الإصدار والمعاملات وزيادة نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي.

وقد تم وضع العديد من النماذج التي تفسر كيفية توزيع الأرباح، حيث أن هذه الأخيرة تتم تبعاً للأرباح الجارية، معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين والوضعية المستقبلية للمؤسسة حتى وإن كانت التدفقات النقدية مرتفعة.

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصلين السابقين إلى أهم المفاهيم المرتبطة بقيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، سنحاول في هذا الفصل عرض مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وهذا في ظل فروض السوق الكامل وفي ظل إسقاط هذه الفروض، كما سيتم تقديم تقييم لهذه النظريات، وهذا لاختبار مصداقيتها وذلك باستعمال مجموعة من النماذج الرياضية.

وعلى هذا الأساس سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل؛

المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق

الكامل؛

المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.

المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل

تقوم سياسة توزيع الأرباح على مفاضلة المؤسسة بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا القرار ذا أهمية وهذا في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم، إضافة إلى حصة الأرباح التي يتم تحويلها إلى حملة الأسهم، حيث تناولت العديد من النظريات هذا الجانب.

سنعالج في هذا المبحث النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل، حيث قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، الأول بعنوان المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام، والثاني في ظل عدم التأكد.

المطلب الأول: المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام

تقوم المقاربات النظرية التي تعمل في ظروف التأكد التام على مجموعة من الأسس والتمثلة في توفر كل المعلومات للمؤسسة، إلى جانب المعرفة المستبقة لأرباح واستثمارات المؤسسة دون وجود أي أخطار. وتتمثل أهم هذه المقاربات في:

- مقارنة (Miller & Midigliani, 1961)؛
- مقارنة (Gordon, 1962)؛
- مقارنة (Van Horne, 1980).

الفرع الأول: مقارنة (Miller & Midigliani, 1961)

يرى كل من (Miller & Midigliani) أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة، وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملائمة التوزيعات. فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على تحقيق الأرباح. أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة. وقد بنيت أفكار هذه المقاربة على مجموعة من الافتراضات تتمثل في:⁽¹⁾

- الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين؛
- المؤسسة تعمل في ظروف السوق الكامل؛
- الاستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مسبقاً؛

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص 308-309.

- لا توجد تكلفة للإصدار، أي لا تتحمل المؤسسة أي تكاليف عند إصدارها للأسهم والسندات؛
 - سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة لا تتغير (سياسة الاستثمار مستقلة عن سياسة التوزيعات).
- من الواضح أن هذه الافتراضات غير واقعية وغير دقيقة، وذلك لأنه لا يعفى الأفراد أو الضرائب على الدخل بصفة عامة، كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم بالإضافة إلى أن المدراء في مركز أفضل من حيث المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج المؤسسة، كما أن لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأس مالية من خلال التدفق النقدي المتاح لأغراض الاستثمار.⁽¹⁾
- يقوم فكر (Miller & Midigliani) على أن ثروة الملاك قبل إجراء التوزيعات تتمثل في القيمة السوقية للأسهم العادية، والتي تعكس الأرباح التي تحققت خلال الفترة. فإذا ما قررت المؤسسة توزيع جزء من تلك الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم بعد الإعلان عن إجراء التوزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم، وإذا ما تم الاحتجاز فسوف تزيد القيمة بنفس المقدار المحتجز، وبالتالي لا تأثير للتوزيعات على ثروة المساهمين. وإذا كانت سياسات التوزيع لا تم حملة الأسهم العادية، فعلى المؤسسة أن تختار سياسة التوزيع التي تناسبها دون الانشغال بمدى جاذبية السياسة المتبعة لحملة الأسهم.
- ولإثبات وجهة نظر (Miller & Midigliani) رياضياً، وتحت افتراض أن المؤسسة تمويل بالأموال الخاصة فقط، وقد قررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها بإصدار أسهم عادية جديدة، وذلك

كالتالي⁽²⁾ :

$$N^*.DPA = \Delta N.P \dots\dots(1-3)$$

حيث:

N^* : عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA : توزيعات السهم الواحد؛

P_1 : سعر السهم بعد دفع التوزيعات.

وبما أننا في حالة التأكد التام والأرباح ثابتة وبنفس درجة المخاطرة، فإن قيمة الأموال الخاصة

تساوي ما يلي:

$$N^*.P_0 = (N^* + \Delta N)P_1 \dots\dots\dots(2-3)$$

(1) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 309-310 .

نلاحظ أن سعر السهم السوقي يتغير دون أن تتغير قيمة المؤسسة، كون الأرباح ثابتة وعدد الأسهم هو الذي يتغير.

$$N^*.P_0 = N^*.P_1 + \Delta N^*.P_1 \implies N^*.P_0 = N^*.P_1 + N^*.DPA$$

$$\implies N^*(P_0 - P_1) = N^*.DPA \implies P_0 - P_1 = DPA \dots\dots(3-3)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأي زيادة أو تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض أو زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة بنفس المقدار. (1)

الفرع الثاني: مقارنة (Gordon, 1962)

يختلف فكر (Gordon, 1962) اختلافا جوهريا عن فكر (Miller & Midigliani)، إذ يعتقد أن سياسات التوزيع تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بناء على جملة من الافتراضات: (2)

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها؛
- معدل المردودية المتوقع على الاستثمارات ثابت؛
- معدل المردودية المطلوب ثابت؛
- المؤسسة مستديمة، أي مستمرة في نشاطها؛
- نسبة احتجاز الأرباح ثابتة، لذلك فإن معدل النمو يساوي معدل المردودية المتوقع مضروبا في معدل احتجاز الأرباح؛
- معدل المردودية المطلوب أكبر من معدل النمو؛
- جميع المستثمرين لا يحبذون المخاطرة لأنهم يتمتعون بالرشادة والعقلانية؛
- لا وجود للضرائب. (3)

انطلق (Gordon) لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو كالتالي:

$$V_e = \frac{Div}{k-g} \dots\dots(4-3)$$

وبما أن التوزيعات التي يحصل عليها المساهم تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروبة في نسبة الأرباح المحتجزة $(1 - T_{NDiv})$ ، وعليه فالقيمة تساوي:

(1) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 141.

(2) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 911.

(3) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 314.

$$V_e = \frac{R^*(1-T_{NDiv})}{K-g} \dots\dots(5-3)$$

حيث:

V_e : قيمة المؤسسة؛

R^* : قيمة الأرباح المتوقعة؛

T_{NDiv} : نسبة احتجاز الأرباح؛

k : معدل المردودية المطلوب؛

g : معدل نمو التوزيعات.

وبتطبيق الافتراض الخامس، بمعنى: $g = T_{NDiv}.k^*$ في العلاقة السابقة نجد:

$$V_e = \frac{R^*(1-T_{NDiv})}{(k-k^*.T_{NDiv})} \dots\dots(6-3)$$

حيث:

k^* : معدل المردودية المتوقع.

عندما يكون: $k=k^*$ ، تصبح العلاقة (6-3) بالشكل التالي:

$$V_e = \frac{R^*}{K} \dots\dots(7-3)$$

نلاحظ من العلاقة الأخيرة أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن سياسة توزيع الأرباح، حيث لم يظهر أي متغير من متغيرات سياسة توزيع الأرباح في دالة القيمة، بل نلاحظ أنها دالة تابعة للأرباح ومعدل المردودية المتوقع الذي يعكس درجة المخاطرة التي تتعرض لها الأرباح.

وهنا تتلاقى وجهة نظر (Gordon) مع (Miller & Midigliani)، فالقيمة السوقية للسهم محصلة لقرارات الاستثمار وليس التمويل، وهذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل المردودية المطلوب مع المتوقع ($k=k^*$)⁽¹⁾.

أما في حالة اختلاف معدل المردودية المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل المردودية المتوقع

فتميز الحالات التالية:⁽¹⁾

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص 316.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 372-

- $k > k^*$: هي حالة تتميز بها المؤسسات الضعيفة، إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماما من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصا استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فيحتم على المؤسسة توزيع كافة الأرباح؛
- $k < k^*$: هي حالة تتميز بها المؤسسات ذات المستويات العالية من النمو، إذ تزيد الأرباح المحتجزة فيكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في احتجاز الأرباح قد يؤثر سلبا على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي على قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث: مقارنة (Van Horne, 1989)

قام (Van Horne, 1989) بإثبات عدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، اعتمادا على التدفقات النقدية المستحدثة، وتستند هذه الفكرة على أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، والتي هي عبارة عن التوزيعات المحصل عليها في نهاية الفترة وكذا القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة، وعليه فالقيمة السوقية للسهم يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$P_0 = \frac{DPA + P_1}{1 + k} \dots\dots(8-3)$$

حيث:

P_0 : سعر السهم في بداية الفترة؛

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة؛

DPA : نصيب السهم من التوزيعات؛

k : معدل المردودية المطلوب (تكلفة التمويل).

في حالة ما إذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة، فإن القيمة السوقية للأسهم القديمة (قيمة

المؤسسة قبل الإصدار) يمكن التعبير عنها كما يلي:

$$N \cdot P_0 = \frac{N \cdot DPA + (N + N^*) P_1 - N \cdot P_1}{1 + k} \dots\dots(9-3)$$

حيث:

N : عدد الأسهم القديمة (في بداية الفترة)؛

⁽²⁾ Michel Albouy, *Décisions financières et création de valeur*, Economica, Paris, 2000, P :202.

N^* : عدد الأسهم الجديدة (في نهاية الفترة)؛

وعليه يمكن القول أن القيمة السوقية للأسهم في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للتوزيعات لحملة الأسهم القديمة مضافا إليها القيمة الحالية لجميع الأسهم (القديمة + الجديدة) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة.

إذا اعتبرنا أن الموارد المالية تقتصر على الأرباح المحققة خلال الفترة إضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة، وأن الاستخدامات تقتصر على التوزيعات والاستثمارات في بداية الفترة فإن قيمة الأسهم المصدرة الجديدة تعطى بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$N^* \cdot P_1 = I - (R_{net} - N \cdot DPA) \dots \dots (10-3)$$

حيث:

N^* : عدد الأسهم الجديدة؛

N : عدد الأسهم القديمة؛

I : مبلغ الاستثمار؛

R_{net} : النتيجة الصافية؛

DPA : نصيب السهم من التوزيعات؛

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

وبتعويض قيمة $N^* \cdot P_1$ في العلاقة (9-3) نجد:

$$N \cdot P_0 = \frac{(N + N^*)P_1 + R_{net} - I}{1 + k} \dots \dots (11-3)$$

نلاحظ من العلاقة الأخيرة أنه لا وجود للتوزيعات، ومنه قيمة الأموال الخاصة مستقلة عن

التوزيعات، وهي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة والاستثمارات وسعر السهم في نهاية الفترة.

مما سبق نجد أن كل من مقارنة (Miller & Midigliani) و (Van Horne) نفت وجود أثر

للتوزيعات على القيمة، في حين أثبتت مقارنة (Gordon) وجود أثر في حالة معينة.

لكن السؤال الذي يبقى مطروحا: هل يوجد تأثير من عدمه في ظل إسقاط فرض عدم التأكد؟

المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد

بعدما تمت دراسة المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام، سيتم من خلال هذا المطلب

دراسة المقاربات النظرية في بيئة عدم التأكد، وذلك في ظل الكفاءة التامة للسوق المالي.

⁽¹⁾ Jacques Teulié & Patrick Topsaclian, Op.cit, P :491.

وتتمثل هذه المقاربات في:

- مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية؛
- مقارنة عصفور في اليد.

يصر (Miller & Midigliani) على وجهة نظريهما السابقة بشأن سياسات التوزيع، فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملائمة التوزيعات، ففي غياب تكلفة المعاملات والضرائب يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم فلن يقبل سياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة. فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالسيولة التي يحتاجها، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات. ومن جهة أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة.⁽¹⁾

لإثبات هذه المقاربة رياضياً نتبع الخطوات التالية:⁽²⁾

نفترض أن نتيجة السنة السابقة هي R_0 ، والنتيجة التي سوف تتحقق في نهاية السنة الحالية هي R_1 ، ومبلغ الاستثمار في الزمن 0 هو I . مع الافتراض كذلك أن مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة تتمثل إما في الأرباح المحتجزة أو في إصدار أسهم عادية أو سندات جديدة. إذا قررت المؤسسة إجراء توزيعات من أرباح السنة الماضية، فسوف يترتب على ذلك حرمانها من زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات المقرر إجراؤها. وقد يترتب على ذلك ضرورة قيام المؤسسة بالحصول على أموال من مصادر خارجية قدرها D ، وعليه نحصل على المعادلة التالية:

$$R+D = I+Div.....(12-3)$$

حيث:

R : نتيجة السنة المالية؛

D : الديون.

I : مبلغ الاستثمار؛

Div : توزيعات الأرباح.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 318.

(2) المرجع السابق، ص 320-323.

يمثل الجانب الأيمن مصادر الأموال المتمثلة في الأرباح المتولدة، إضافة إلى الأموال التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية. أما الجانب الأيسر فيتمثل في استخدامات هذه الأموال وهي الاستثمارات الجديدة، إضافة إلى التوزيعات المقرر إجراؤها، ويمكن صياغة المعادلة السابقة كالتالي:

$$\text{Div} = R + D - I \dots (13-3)$$

حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية يترتب عليه أعباء مالية دورية FF محتملة التسديد تبعاً للوضع المالي للمؤسسة، مع احتمال إفلاس المؤسسة في نهاية السنة الحالية، ومنه تصبح المعادلة السابقة بالشكل التالي:

$$\text{Div}_1 = R_1 - FF_1 \dots (14-3)$$

وبافتراض أن التمويل يكون بالأموال الخاصة فقط، فإن قيمة المؤسسة/ السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضافاً إليها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات. ونكتب:

$$P_0 = D_0 + P_1 = \frac{D_1}{(1+k)} \dots (15-3)$$

حيث:

D_1, D_0 : الاستدانة في الزمن 0 و 1 على التوالي؛

P_1, P_0 : سعر السهم في الزمن 0 و 1 على التوالي؛

k : تكلفة التمويل.

وبإعادة صياغة المعادلة (15-3) بأسلوب المعادل المؤكد نحصل على المعادلة التالية:

$$P_1 = \frac{(\text{Div}_1 - \text{PR} \cdot \text{cov}(\text{Div}_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} \dots (16-3)$$

حيث:

PR : بديل المخاطرة، والمتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق و مردودية الأصل بدون

خطر إلى تباين السوق؛

$\text{cov}(\text{Div}_1, R_M)$: التباين المشترك بين عائد التوزيعات Div_1 و مردودية السوق R_M ؛

R_{SR} : معدل المردودية بدون خطر.

بتعويض المعادلة رقم (14-3) في المعادلة رقم (16-3) نجد:

$$P_1 = \frac{((R_1 - FF_1) - \text{PR} \cdot \text{cov}((R_1 - FF_1), R_M))}{(1 + R_{SR})} \dots (18-3)$$

وبما أن:

$$\text{cov}((R_1 - FF_1), R_M) = \text{cov}(R_1, R_M) - \text{cov}(FF_1, R_M) \dots (19-3)$$

وبتعويض العلاقة السابقة في المعادلة (3-18) نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M)) - (FF_1 - PR \cdot \text{cov}(FF_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} \dots\dots(20-3)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم في القيمة الحالية للمصاريف المالية، والتي لا تخرج عن كونها قيمة للديون

الحالية D ، وتعويضها نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} - D \dots\dots(21-3)$$

بتعويض المعادلة (3-21) في المعادلة (3-15) نجد:

$$P_0 = D_0 + \frac{(R_1 - PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} - D \dots\dots(22-3)$$

بتعويض المعادلة (3-13) في المعادلة (3-22) نجد:

$$P_0 = R_0 - I + D + \frac{(R_1 - PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} - D \dots\dots(23-3)$$

ومنه:

$$P_0 = \frac{R_0 - I + (R_1 - PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} \dots\dots(24-3)$$

نلاحظ من خلال المعادلة الأخيرة أن ثروة الملاك تتأثر أساساً بقرارات الاستثمار I وما يترتب عليها من عائد حالي ومستقبلي (R_1, R_0) وما يتعرض له هذا العائد من مخاطر $PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M)$ ، أما مقدار التوزيعات الحالية Div_1 فلم تظهر مما يعني أنها لا تهم المستثمر، وعلى المؤسسة ألا تشغل بالها برد فعل الملاك بشأن السياسة التي تتبعها، لأنهم أنفسهم لا يهتمهم ذلك.

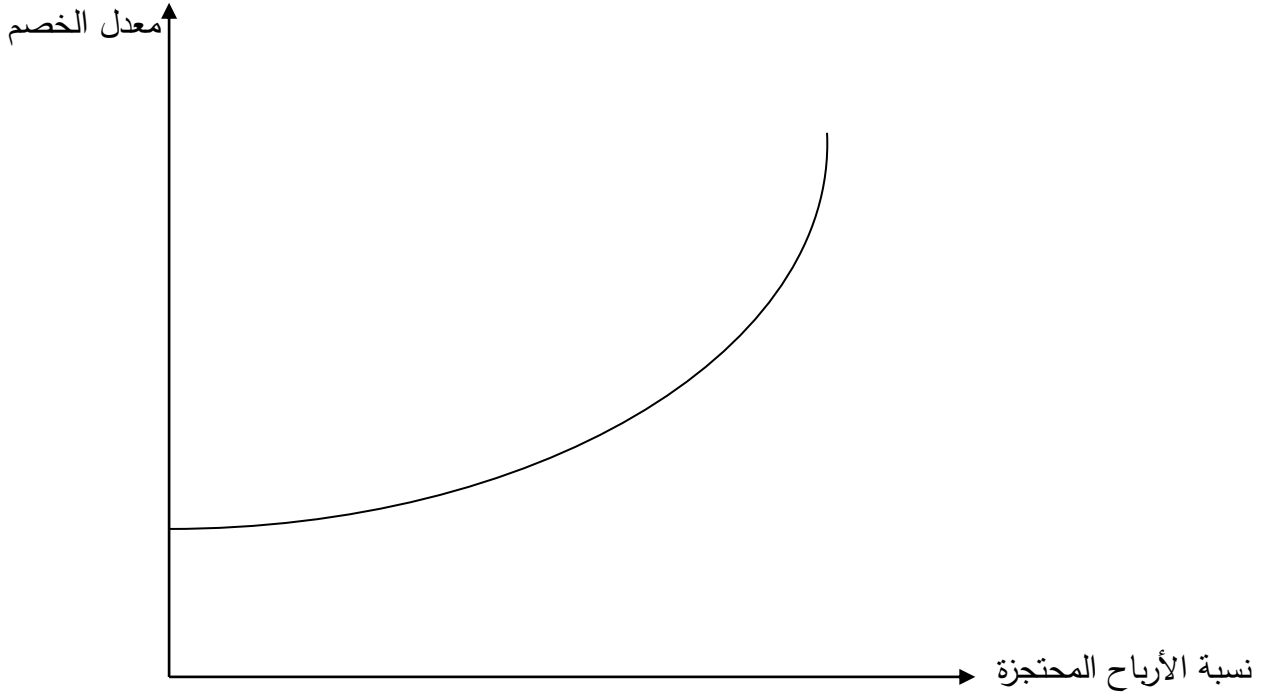
الفرع الثاني: مقارنة عصفور في اليد (Bird in The Hand Theory)

حسب (Gordon) وفي ظل الافتراضات السابقة، وفي حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، لكن عاد (Gordon) وأثبت أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظراً لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة في المستقبل.

وقد أطلق (Gordon) على هذا النموذج اسم "عصفور في اليد"، فوفقاً لهذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات معدل الخصم (تكلفة التمويل)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد، ونتيجة

لكون المستثمر يتجنب المخاطر سوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى آخر أن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة. وهذا كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم(02): العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص402.

أما النتيجة التي توصل إليها (Gordon & Lintner) هي أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم⁽¹⁾. ليس هذا فحسب، بل إن المستثمرين يفضلون الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر أقل بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية، وهذا يعني أن عائد التوزيعات أكثر تأكيدا من العوائد الرأسمالية المتأتية من احتجاز الأرباح، حيث يقول (Gordon & Lintner) أن: "التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل"، باعتبار أن المستقبل غير مؤكد، كما يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في أسهم المؤسسة

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، مرجع سبق ذكره، ص ص 402-404.

أو أسهم مؤسسات أخرى مماثلة، وبالتالي فالخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال المؤسسة، وليس سياسة توزيع الأرباح، فنجد أنهما يفضلان أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن.⁽¹⁾

المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل

في هذا المبحث سيتم إسقاط افتراضات السوق الكامل الواحدة تلو الأخرى عدا فرضية الرشادة والتي تبقى كشرط ضروري للتحليل، ولاعتبار فرض السوق الكامل غير واقعي في عالم الأعمال، وذلك لكون المؤسسة تعمل في ظل محيط تتفاعل فيه العديد من الأطراف، حيث يكون تأثيرها على المؤسسة واضحا.

(1) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

من خلال هذا المبحث سنقوم بدراسة النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل والتمثلة في:

- نظرية المعلومة؛
- نظرية التمييز الضريبي؛
- نظرية المنظمة وأثر الزبون.

المطلب الأول: سياسة التوزيعات ونظرية المعلومة

تؤدي المعلومة دورا هاما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية، المستثمرين، العملاء، الموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية. وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية. ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى.⁽¹⁾

ويعود الفضل في ظهور نظرية المعلومة (الإشارة) إلى الكاتب (Ross, 1977)، تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل/التناظر المعلوماتي الذي تتصف به الأسواق. والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداءا إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء. وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية المعلومة على فكرتين هما:⁽¹⁾

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

(1) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص16.

(1) عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص319.

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي.

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها. والواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون سذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك، وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه:

- يتساءل أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛
- يحاول فهم صورة الفريق المدير وسياسته في الاتصال؛
- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.⁽²⁾

فنظرية المعلومة تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يبحثون عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي، مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل أصحاب الفائض يبحثون عن أحسن استثمار لفوائضهم المالية.

وأكدت مجموعة من الدراسات أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع الأرباح لمؤسسة، تفسر في السوق المالي بأن هناك تغيرا في كفاءة المؤسسة لتوليد الثروة في المستقبل. فإذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة فعلا، فإن سعر السهم لن يتغير بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأن المعلومة (الزيادة في توزيعات الأرباح) كانت متوقعة من قبل وقد تم استخدامها في تقييم الأسهم، لكن إذا توقع المساهم زيادة بنسبة 25% فإن هذه الزيادة سترافقها زيادة في قيمة السهم، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت.⁽¹⁾ ومنه فإذا كان الإعلان عن التغير في سياسة توزيع الأرباح يؤثر على السوق ككل، إذن كيف تؤثر هذه التغيرات على قيمة المؤسسة؟

وبعبارة أخرى، ما هي طبيعة المعلومات التي تنقل إلى السوق عند تغير سياسة توزيع الأرباح؟

(2) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي (الإسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2004، ص 112.

(1) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 458.

وللإجابة على ذلك قدما تفسيران للدور المعلوماتي هما:

- **التفسير الأول:** هو فرضية الإشارة للتدفقات النقدية، والتي اقترحها (Battacharya, 1989) ، (John & William, 1985)،(Miller & Rock, 1985) و (Kalay, 1980). هذه النماذج تظهر أن سياسة توزيع الأرباح تنبأ السوق بالتدفقات النقدية الحاضرة و المستقبلية؛
- **التفسير الثاني:** يركز على فرضية التدفق النقدي المتاح (الحر) لـ (Jensen, 1986)، حيث ترى هذه الفرضية أن المسيرين الذين يملكون خزينة مهمة يترددون في الاستثمار بتكلفة أقل من تكلفة رأس المال، ويفضلون الاحتفاظ بهذه الخزينة بدلا من توزيعها على المساهمين.⁽²⁾

كما بينت دراسة قام بها (Starks & Yoon) أن درجة الاستجابة لانخفاض أرباح السهم أقوى من تأثير زيادة أرباح السهم، وهذا ما يؤكد (Lintner)، وأن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات عن المؤسسة، والتي تؤخذ بعين الاعتبار في السوق المالي. وتم تأكيد هذه النتيجة على المؤسسات النشطة (NYSE/AMEX) حسب (Howe & Shen)، كما تم التوصل إلى أن إعلان المؤسسة عن توزيع أرباح السهم يعطي معلومات خاصة بها ولا يشمل أي نوع من التأثير أو التنافس الموجود بين مؤسسات من نفس القطاع.⁽³⁾

ويؤكد (Miller & Midigliani) أن زيادة توزيعات الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة المؤسسة على أنها تتوقع نموا كبيرا في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضا، أي أن هذه المعلومات (عن التوزيع أو الاحتجاز) لتحقيق النمو لا تؤثر في سعر السهم.

وقد توصل (Healy & Paleph) في دراستهما لهذه النظرية إلى أن الإعلان عن نتائج توزيعات الأرباح سيؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم بنسبة 4%، في حين ستخفض أسعار الأسهم بنسبة 9.5% في المؤسسات التي تمتنع أو تتوقف عن توزيع الأرباح. وعليه فإن الإعلان عن توزيعات الأرباح يعد مؤشرا لزيادة الإيرادات المستقبلية التي تعكس معلومات عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق النقدي والقيمة الحالية لفرص الاستثمار الرأسمالية بالنسبة للمستثمرين. وبالتالي تعبر عن كفاءة السوق المالي.

⁽²⁾ Mondher Bellalah, *Réflexion sur la politique optimale de dividende en présence de coût d'information*, Op.cit, P :9.

⁽³⁾ عبد القادر بربيش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 16-17.

ويشير (Mc Menamin) إلى أن التغيير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة لحملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وعلى وجه العموم فإن ارتفاع دفع توزيعات الأرباح ينظر إليها كإشارة موجبة، ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية والتي تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للسهم.⁽¹⁾

المطلب الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي

لقد قام تحليل كل من (Miller & Midigliani) على افتراض عدم تواجد الضرائب، والذي يعتبر في واقع الأمر افتراضاً بعيداً عن الواقع العملي، فالضريبة على أرباح الشركات ليس لها تأثير على سياسة التوزيعات، وإنما صافي الربح المتولد هو الذي يخضع لتلك الضريبة، سواء قررت المؤسسة توزيعه أو احتجازه.

أما بالنسبة للضريبة على دخل المستثمر، أي الضريبة على ما يحصل عليه من توزيعات أو ما يحققه من أرباح رأسمالية فالأمر يختلف، وهنا نميز بين نظامين ضريبيين، أحدهما تكون فيه الضريبة على التوزيعات أكبر من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، والآخر يساوي فيه معدل الضريبة في الحالتين.

الفرع الأول: وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

تقضي هذه النظرية بأنه إذا كان معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فإن من صالح المستثمر أن يحصل على نصيبه من أرباح المؤسسة في صورة أرباح رأسمالية. فإذا كان (Miller & Midigliani) يعتقدان عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة، وإذا كان (Gordon & Lintner) يعتقدان أن توزيع الأرباح من شأنه أن يسهم في تعظيم ثروة الملاك، فإن نظرية التمييز الضريبي ترى أن احتجاز الأرباح هو الذي يسهم في تعظيم ثروة الملاك.

ووفقاً لهذه النظرية يترتب على تباين معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية ظاهرة يطلق عليها ظلة التوزيعات (Dividend Tilt)، والتي تعني أن سهم المؤسسة التي تجري توزيعات يجب أن يحقق عائداً قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يحققه سهم مؤسسة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح. هذه الزيادة يجب أن تكون كافية للتعويض عن الفرق بين المعدل الفعلي للضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية.⁽¹⁾

(1) صباح أسامة علي شراب، مرجع سبق ذكره، ص 67-68.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 342-343.

كما أن رغبات المستثمرين تميل إلى تفضيل التوزيعات القاضية باحتجاز أكبر نسبة من الأرباح، وقد يرجع هذا التفضيل إلى جملة من الأسباب:⁽²⁾

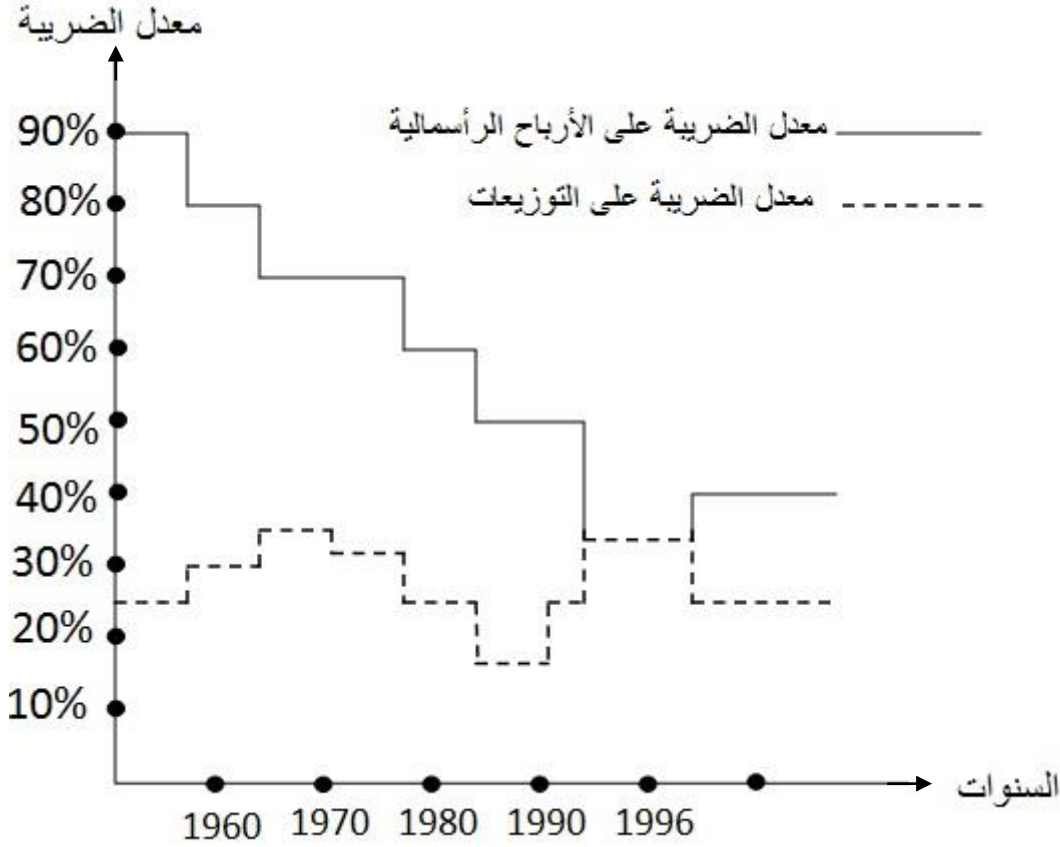
- خضوع الأرباح الرأسمالية عادة إلى معدلات ضريبية أقل من الضريبة المفروضة على التوزيعات، مما يؤدي إلى تفضيل المستثمرين لاحتجاز الأرباح من قبل المؤسسة لإعادة استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة النمو وبالتالي زيادة قيمة أسهمها مع الخضوع لمعدلات ضريبية أقل؛
- تأجيل فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى غاية بيع السهم مستقبلاً، مما يعني أن القيمة الحالية لها ستكون منخفضة عن معدلها الفعلي؛
- كما أن قوانين بعض الدول تعفي الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع أسهم لمالكها المتوفى من الضرائب.

يمكن توضيح الفرق بين معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية من خلال الشكل

التالي:

الشكل رقم(03): تطور معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية في USA

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص393.



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 216.

من الشكل أعلاه يتضح أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية على العموم يكون أقل نسبة إلى التوزيعات، وهذا الأمر يعطي تفضيلاً لدى المستثمرين للأرباح الرأسمالية على التوزيعات النقدية، وبالتالي يكون ميولهم للمؤسسات التي تحتجز نسب عالية من الأرباح، وهذا في ظل السبب الملزم للضريبة على الأرباح الرأسمالية وهو بيع الأسهم، كون هذه العملية خاضعة لرغبة المستثمر يكون بإمكانه تعظيم الوفرة الضريبية المحققة من خلال تأجيل بيع الأسهم والتي تكون أقل من معدلها الفعلي في حال تحققها. ولإظهار تأثير سياسة التوزيعات في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية نقوم بعرض المقاربات التالية:⁽¹⁾

أولاً: مقارنة (Farrar & Selwyn, 1967)

تقوم وجهة نظرهما على أساس افتراض أن المساهم يسعى لتعظيم الدخل المتولد بعد الضريبة وبالنظر إلى المنافع التي يحققها المساهمون من احتجاز الأرباح لدى المؤسسات من خلال الوفرة التي يحققونها

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 344-354.

تصبح لسياسة توزيع الأرباح الأثر الكبير على قيمة المؤسسة وثروة الملاك، عكس نموذج (Miller & Midigliani) في الحالة السابقة. ويصبح المساهمون يفضلون المؤسسات التي تنتهج سياسة احتجاز الأرباح.

ثانياً: مقارنة (Brennan, 1970)

تعتبر هذه المقاربة امتداداً لمقاربة (Farrar & Selwyn)، حيث حاول (Brennan) عرض الكيفية التي تؤثر بها سياسة التوزيع على القيمة السوقية للسهم في ظل اختلاف معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية والضريبة على التوزيعات، ويرى أنه إذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين في نفس درجة المخاطرة ومختلفتين في سياسة التوزيعات فقط، فإن معدل المرودية لابد أن يكون مساوياً. إذا كانت السياسة المتبعة تقضي بتوزيع نسبة كبيرة من الأرباح المتولدة (متماثلة لكل من المؤسستين)، هذا يترتب على المستثمر دفع ضرائب أكبر مقارنة بما كان سيدفعه في حالة تملكه لسهم مؤسسة مماثلة ولكنها تجري توزيعات أقل. وبالتالي فالقيمة السوقية للسهم سوف تنخفض، نظراً لانخفاض التدفقات النقدية المتوقعة، والمتمثلة في نصيب السهم من التوزيعات بعد خصم الضريبة الشخصية من دخله.

خلصت هذه المقاربة إلى أنه في ظل تباين المعدلين لسياسة التوزيعات أثرها على قيمة المؤسسة، وهذا الأثر يتمثل في الفرق بين القيمة الحالية للضريبة على التوزيعات، والقيمة الحالية للضريبة على فائض القيمة (الأرباح الرأسمالية).

ثالثاً: مقارنة (Miller & Sholes, 1978)

يعترف (Miller & Sholes) بأنه يمكن أن يكون لاحتجاز الأرباح جاذبيته، في ظل النظام الضريبي الذي يميز الأرباح الرأسمالية والتوزيعات. غير أنهما يؤكدان على وجود حيل ضريبية (Tax Dodge) يمكن للمستثمر -إذا استخدمها- أن يحقق ميزة ضريبية على العائد المتمثل في التوزيعات إذا كان معدل الضريبة على التوزيعات لا يساوي معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فمن المزايا التي يمكن أن تتحقق من وراء الأرباح المحتجزة هو تأجيل سداد الضريبة عن نصيب المستثمر من الأرباح.

فاحتجاز الأرباح يتولد عنه زيادة في القيمة السوقية للسهم، وإذا لم يتم بيع السهم فإنه لن يتم دفع ضريبة على تلك الزيادة طالما لم تتحول إلى أرباح رأسمالية.

يمكن للمستثمر أن يفضل الحصول على توزيعات أن يقوم باقتراض مبلغ كاف من المال، بحيث تكون الفوائد التي تتبغى دفعها على الأموال المقترضة تعادل تماما قيمة التوزيعات المتوقعة، على أن يقوم بتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمار ينتج عنه عائد خالي من المخاطر.

اعترفت مجمل المقاربات النظرية المقدمة بوجود أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، في حالة ما إذا كان هناك تباين في معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، لكن السؤال المطروح إذا تساوى المعدلان، هل هناك أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة؟

الفرع الثاني: تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية

إن تفضيل احتجاز الأرباح قد يعود أساسا إلى الميزة الضريبية الناتجة عن دفع الضرائب، فحتى في ظل تساوي معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات فإن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح، وذلك راجع للأثر الإيجابي الذي تحدثه في القيمة السوقية للسهم، هذا من جهة إضافة إلى كون تأجيل عملية دفع الضرائب نتيجة احتجاز الأرباح يقلل من معدلها الفعلي كلما طال فترة الاحتفاظ بالسهم، وهذا بسبب الانخفاض في قيمتها الحالية الأمر الذي سيرفع حتما من القيمة السوقية للسهم، والذي حتما سيكون ذا جاذبية بالنسبة للمستثمرين.

ومن هنا حتى في ظل تساوي معدلات الضريبة فإن فرص النظم الضريبية المتباينة يبقى ساري المفعول، مع فرق جوهري هو انخفاض بسيط في مزايا احتجاز الأرباح.

غير أنها لا تخرج عن كونها نظرة عامة، لأن هناك مستثمرون معفون من الضرائب هم المستثمرون المؤسسون (Institutionel Investor) مثل: صناديق استثمار أموال المعاشات، وبالتالي فعندهم تتساوى الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، لذلك لا يولون أهمية كبيرة لمعدلات الضريبة هذا إلى جانب كون بعض المداخل معفاة من الضريبة، مثل التوزيعات التي تحصل عليها المؤسسة من استثمارها في رأس مال مؤسسة أخرى، 80% من التوزيعات تكون معفاة من الضريبة مما يخفض من معدل الضريبة الفعلي على التوزيعات. لكن قد يكون الأساس هو تفضيل احتجاز الأرباح بسبب أن القيمة الحالية لصافي الدخل بعد الضريبة إنما تكون في صالح الأرباح الرأسمالية، الأمر الذي ينعكس على القيمة السوقية للمؤسسة.⁽¹⁾

المطلب الثالث: سياسة التوزيعات ونظريات المنظمة و أثر الزبون

(1) المرجع السابق، ص ص 456-458.

سيتم في هذا المطلب دراسة بعض النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل وجود تكاليف للمعاملات.

الفرع الأول: سياسة التوزيعات ونظريات المنظمة

سيتم في هذا الفرع دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال نظريات المنظمة، والمتمثلة في: نظرية الوكالة ونظرية الصفقات.

أولاً: نظرية الوكالة (1976)

يعود الفضل في ظهور نظرية الوكالة إلى كل من (Jensen & Meckling, 1976) فعلى العموم فهي نظرية تعاقدية للمنظمة، حيث تعتبر المؤسسة كوحدة تنظيم تعاقدية بين العديد من الأطراف مثل: المساهمين، الدائنين، المسيرين والموظفين...إلخ.

ويعرف كل من (Jensen & Meckling, 1976) علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو عدة أشخاص (وكلاء) للقيام بتسيير المؤسسة نيابة عنه.⁽²⁾ وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته. فبطبيعة الحال فإن المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، فيمكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة على المسيرين تسمح لهم بتحقيق أهدافهم. تلجأ المؤسسات إلى احتجاز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي المرتبط خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سالبة في المستقبل، وبالخصوص في المؤسسات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة وتوفير السيولة من خلال احتجاز الأرباح، فالمؤسسة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر الخارجية للتمويل (المتعلقة بالبحث وإصدار الأسهم و/أو سندات لتوفير السيولة)، ومن ناحية أخرى فممكن أن تتولد تكاليف أخرى (تكلفة الوكالة) جراء

⁽²⁾ Peerapat Wongchaiwat, **Politique de dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie**, Thèse pour obtenir du grade de docteur de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, Discipline sciences économiques, Paris, 2011, P :78.

الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة. في المتوسط فتكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1% - 3%، أما تكلفة إصدار الأسهم فتتراوح بين 3.5% - 7%⁽¹⁾.

أثبتت العديد من الدراسات أن الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم بنسبة 10% تؤدي إلى ارتفاع ارتفاع سعر السهم بنسبة 1.34%، ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة السابقة يؤدي إلى انخفاض سعر السهم بنسبة 3.71%، كما أن سعر السهم يتغير تناسبياً مع التغير في أرباح السهم، ومع ثبات العوامل الأخرى، فاستجابة السوق المالي للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها.⁽²⁾

ويبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند (La Porta & al, 2000) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقا أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوقا أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع الأرباح أكثر من خيار احتجاز الأرباح، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نموا ملحوظا خلال عدد من السنين، وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين.

كما أثبتت الدراسات أن المسيرين لا يكرهون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح السهم عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة، كما يمكن للمؤسسة أن تلجأ للاقتراض لتوفير السيولة زمن ثم توزيع أرباح السهم وفقا لما توصل إليه كل من (Malitz & Sefcik, 1994).⁽³⁾

فحسب (Sheleifer, Vishuy, La Porta & Lopez de Sianes, 2000) فإنه كلما انخفضت درجة حماية المساهمين (انعدام القوانين أو تطبيقها بشكل أمثل)، يسمح هذا للمسيرين باستعمال مهاراتهم في السيطرة على المؤسسة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرين كسب الشهرة عن طريق توزيع الأرباح على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين⁽¹⁾، وتوزيع أرباح السهم يؤدي

(1) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص15.

(2) Peter De Marzo & autres, **Finance d'entreprise**, Pearson Education, Paris, 2008, P :584.

(3) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص15.

(1) Sujata Kapoor, **Impact of dividend policy on shareholders value :A study of Indian firms**, synopsis of the thesis to be submitted in fulfillment of the requirements for degree of doctor of philosophy in management, Jaypee Institute of Information Technology, Noida, India, 2009, P :10.

إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لدى المسيرين، أو بالتأثير على القيمة السوقية للمؤسسة (رفعها) مما يكسب التفاؤل للمساهمين.⁽²⁾

ولتكاليف الوكالة أثرها على قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة (مصلحة المالك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لمالك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقا لهذا المفهوم، الفرق بين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية، وبين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الجديد. ووفقا لمفهوم تكلفة الوكالة يجب مراعاة عاملين أساسيين:

- أن المالك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها؛
 - أن المالك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.⁽³⁾
- ولتخفيض تكاليف الوكالة يلجأ المسيرون إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف. تم اختبار هذا النموذج من طرف (Rozeff, 1982) باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فإنه كلما زادت نسبة امتلاك المسيرين للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المسير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المسير لأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم.⁽⁴⁾

كما أن الزيادة في توزيعات الأرباح تعد مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة التوزيعات. وفي المقابل فإن الزيادة في توزيعات الأرباح قد يعني في نفس الوقت حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية.⁽⁵⁾

ومما سبق يتضح أن المنطق الصحيح لسياسة توزيع الأرباح المثلى وفقا لهذه النظرية، يتلخص في أن هذه السياسة المثلى تتحقق عندما: تتساوى المنفعة الحدية الناشئة من نقص تكلفة الوكالة

⁽²⁾ عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

⁽³⁾ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

⁽⁴⁾ عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

⁽⁵⁾ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 88.

كنتيجة لزيادة التوزيعات، مع التكلفة الحدية الناتجة عن زيادة التمويل الخارجي كنتيجة أيضا لزيادة التوزيعات.

وبذلك تنفرد هذه النظرية بخاصية هامة تتمثل في أنه حتى في ظل عدم وجود ضرائب، فقد توجد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح.

ثانياً: نظرية تكاليف الصفقات

المؤسسة يمكنها أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم كذلك يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها. وتكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة. سياسة توزيع الأرباح تستطيع أن تؤثر في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة، فعلى سبيل المثال المسبرون يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة حالية صافية موجبة لاستثمارها نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق احتجاز الأرباح وهذا حسب (Rock & Miller, 1985) اللذان أثبتا أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية الساخرة التي تتخذها المؤسسة، نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع أرباح السهم تستبق الاستثمارات وتبحث في التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة التمويل الخارجي في حالة ما إذا قامت المؤسسة بزيادة نسبة توزيع أرباح السهم، فتكاليف الصفقات تشمل كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الاكتتاب، تكاليف الإدارة والنفقات القانونية كالضرائب وغيرها، وأبعد من ذلك فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي إلى تعرض المساهمين إلى صعوبات في مراقبة نشاطات المؤسسة أو حتى الحفاظ على ولائهم السابق، مثل دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض، وتظهر هذه النتائج في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح، تقترح على المؤسسة الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها، وتلجأ لتوزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية مواتية، فالمؤسسات الأكثر لجوءاً إلى

التمويل الخارجي تسعى لتعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة، وحسب (Rozeff, 1982) فإن الرافعة المالية ودرجة النمو هما العاملين اللذان لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي.

والعامل الآخر الذي يفسر لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي هو الحجم، فالمؤسسات الأقل حجماً يكون مساهمها غير راضين على لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، وضياح إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، والذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير، وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة وهذا ما أكدته دراسة كل من (Redding, Fama & French Rad, 1997).⁽¹⁾

الفرع الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية أثر الزبون

تستند نظرية أثر الزبون إلى قدمه (Miller & Midigliani, 1961) بشأن تأثير العميل، والذي يمكن أن يعطي تفسيراً لتغير سعر السهم بعد إعلان المؤسسة عن سياسة التوزيعات الخاصة بها، حيث يرى (Miller & Midigliani) أن المؤسسة تحدد سياسة توزيعات خاصة بها، بحيث تجذب العملاء أو المستثمرين الذين يفضلون تلك السياسة، فهناك بعض المستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات عن الحصول على أرباح في المستقبل، بينما يوجد مستثمرون على النقيض يفضلون إعادة استثمار الأموال للحصول على أرباح في المستقبل عن إجراءات توزيعات عليهم.⁽²⁾

فتفضيلات المستثمرين تكون مختلفة، ويرجع ذلك إلى التباين في معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية. فقد تخضع التوزيعات لمعدل ضريبة أعلى من المعدل الذي تخضع له الأرباح الرأسمالية التي تحققها الأسهم العادية عند بيعها، ومن ثم سيفضل المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية مرتفعة احتجاز الأرباح على توزيعها. وبالتالي يترتب على احتجاز الأرباح ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية وتحقيق أرباح رأسمالية تخضع للضريبة، إلا أن معدل الضريبة على تلك الأرباح يقل عن معدل الضريبة على التوزيعات، كما أنها أرباح لا تخضع للضريبة إذا لم يقرر

(1) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 16.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 390.

المستثمر يبيع الأسهم التي يمتلكها. أما المستثمر الذي يتمتع بإعفاء ضريبي فيتساوى عنده توزيع الأرباح أو احتجازها، فهو لن يدفع ضرائب على أي حال.

ويؤدي التمييز بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى وجود فريق من المستثمرين يميلون إلى تفضيل احتجاز الأرباح على توزيعها. ولتوضيح هذه الفكرة نقوم بصياغة المعادلة التالية:

$$TR = \frac{Div(1-T_{Div}) + B(1-T_B)}{P} \dots\dots(25-3)$$

حيث:

TR: معدل المردودية؛

Div: قيمة التوزيعات؛

T_{Div} : الضريبة على التوزيعات؛

B: الأرباح الرأسمالية؛

T_B : الضريبة على الأرباح الرأسمالية التي تتولد عن بيع الأسهم؛

P: قيمة السهم.

إذا كان:

- $T_B < T_{Div}$: فإن معدل المردودية سوف يتوقف على سياسة المؤسسة بشأن توزيع الأرباح، فكلما انخفض نصيب السهم من التوزيعات، زاد معدل المردودية على الاستثمار الذي يحققه المستثمر؛
- $T_B = 0$: معناه تخفيض قيمة الأرباح الموزعة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للسهم، وعليه فالمستثمر لن يدفع ضرائب على تلك الزيادة.

وحتى إذا باع السهم فسوف يدفع ضرائب على تلك الأرباح تقل عما كان سيدفعه لو كانت تلك الأرباح في صورة توزيعات، وهذا يعد تأييداً لسياسة الاحتجاز.⁽¹⁾

ومع ذلك يكون التأثير الوحيد للمؤسسة من جراء انتهاج سياسة معينة هو اجتذاب عميل خاص ومعين ينشد هذه السياسة المتبعة من طرف المؤسسة والمستوى المقرر من التوزيعات، في حين يترتب عن تغيير هذه السياسة اجتذاب نوع آخر من العملاء.⁽¹⁾

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 350-351.

غير أن لجوء المستثمر إلى تغيير المؤسسة التي يستثمر فيها قد تخلو من الحكمة وتتصف

بعدم الكفاءة والمرونة، ويرجع ذلك للأسباب التالية:⁽²⁾

- وجود تكلفة المعاملات ونفقات السمسة؛
- احتمالية خضوع المستثمر الراغب في بيع أسهمه للضريبة على الأرباح الرأسمالية؛
- احتمالية وجود قصور في عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار في المؤسسة الجديدة التي طبقت سياسة توزيعات جديدة، الأمر الذي يفرض على الإدارة رفض تغيير سياسة التوزيعات، الذي قد ينتج عنه انخفاض في قيمة أسهمها.

المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح

جمع كل من الباحثين السابقين مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير وإثبات أو نفي وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ليبقى الإشكال المطروح حول وسائل وأساليب اختبار مصداقية كل مقاربة، وهو ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث.

هناك ثلاث نظريات أساسية للتوزيعات، وهي نظرية عدم ملائمة التوزيعات التي قدمها (Miller

& Midigliani) والتي تقضي بعدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة، وكذلك نظرية عصفور في اليد لكل من (Gordon & Lintner) والتي تقضي بأنه طالما أن التوزيعات تخفض من حالة عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، فإنها تؤدي إلى ارتفاع في قيمة السهم نتيجة لخصم المكاسب المستقبلية للمؤسسة بمعدل خصم منخفض مقارنة مع معدل خصم الأرباح الرأسمالية التي تتصف بدرجة عالية من عدم التأكد. وأخيرا نظرية التمييز الضريبي والمعاكسة لنظرية عصفور في اليد الراضة لنظرية عدم ملائمة التوزيعات والتي تقضي بأن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة بمعدل الضريبة على التوزيعات.

ففي ظل هذه النظريات والتعارض فيما بينها، وجدت مجموعة من الطرق لاختبار مصداقيتها،

من بينها:

- النموذج البياني؛

(1) عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012، ص140.

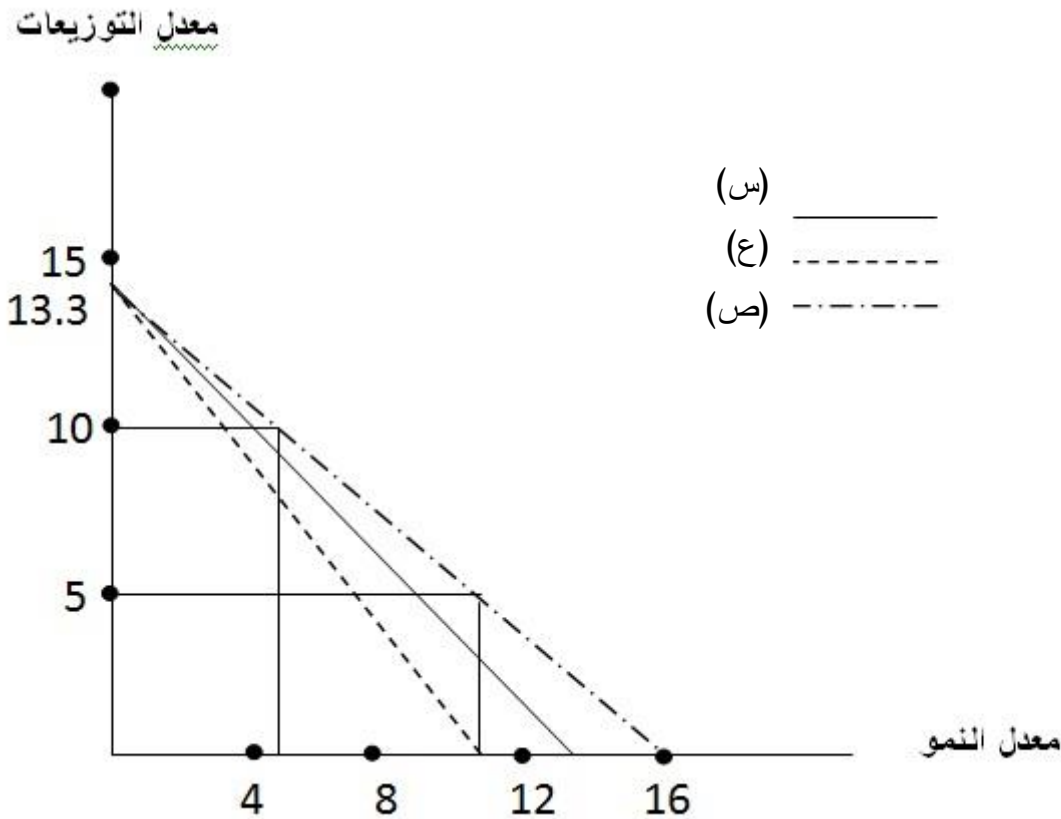
(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 230.

• نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المطلب الأول: النموذج البياني

استخدم الأسلوب البياني في دراسة (Brigham, 1968) وهي دراسة أجريت على عينة من مؤسسات تتبع سياسات توزيع تختلف فيما بينها من حيث غلة التوزيعات ومعدل النمو. وفيما يلي شكل بياني يوضح هذا النموذج.

الشكل رقم (04): اختبار النظريات الثلاث بالأسلوب البياني



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص364.

خلصت هذه الدراسة إلى ثلاث حالات (1):

- إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم (س) فإن معدل المردودية في حالة إجراء توزيع لكافة الأرباح يساوي 13,3% ويساوي معدل المردودية في حالة احتجاز كافة الأرباح، لو كان معدل النمو

(1) المرجع السابق، ص ص364-365.

- كبير أو صغير أو انخفض أو زاد عن معدل المردودية بنفس المقدار، فهذا يعني تأييد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل مردودية الأموال الخاصة، أي عدم وجود تأثير على قيمة المؤسسة؛
- إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم (ع)، وهو المستقيم الذي يعكس أعلى معدل مردودية للأموال الخاصة والمقدرة بـ16% في حالة احتجاز الأرباح، و مردودية أقل بـ13,3% في حالة توزيع الأرباح، وهذا يعني تأييداً لفكر (Gordon & Lintner)، أي تأييداً لنظرية عصفور في اليد، ويعني أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض مردودية الأموال الخاصة، ومنه زيادة قيمة المؤسسة؛
 - إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم (ص)، فهذا يعني أن مردودية الأموال الخاصة تكون أقل من 11% في حالة احتجاز الأرباح وأكبر من 13.3% في حالة توزيعها، بمعنى أن زيادة احتجاز الأرباح يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة، وبالتالي انخفاض قيمة المؤسسة، ومنه فالنظرية الرائدة هي نظرية التمييز الضريبي.

وعلى الرغم من أن نتائج الدراسات التي أجريت باستخدام هذا النموذج، يميل معظمها إلى تأييد

وجهة نظر (Miller & Midigliani)، إلا أن هناك انتقادات جوهرية وجهت إلى هذا النموذج، من

أهمها: (1)

- لا بد من افتراض ثبات العوامل الأخرى لدراسة أثر التوزيعات (العوامل المؤثرة على معدل مردودية الأموال الخاصة)؛
 - لا بد أن تكون العينة المختارة متجانسة في كل شيء عدا سياسة توزيع الأرباح، وهي صعبة التحقق؛
 - يتطلب معدل النمو الحساب بدقة كبيرة.
- نتيجة لهذه الانتقادات ظهر نموذج آخر، وهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)

يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذج تحليلي، يقوم في ضوء عدة فروض بتحديد معدل

المردودية المتوقع والمرغوب فيه لأي ورقة مالية، ويهدف هذا النموذج إلى تحديد المردودية المطلوبة

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 247.

على السهم أو المحفظة في إطار تحليل عام للعلاقة بين معدلات العائد والمخاطرة،⁽¹⁾ وذلك من خلال قياسه للمخاطر النظامية (العامة) التي تتعرض لها الأصول الاستثمارية بشكل عام، كما تبرز أهمية هذا النموذج بالنسبة للمستثمر من خلال تحديد الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر.⁽²⁾ وقد حاول الباحثون والأكاديميون دراسة مشكلة التوزيعات من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث تفترض هذه الدراسات أن معدل المردودية المطلوب يتوقف على مخاطر السوق والتي تقاس بدلالة (β) ، ومن ناحية أخرى يتوقف على مردودية التوزيعات، وبناءاً على ذلك تم صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$R_t = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda(TDiv_t - TDiv_M) \dots \dots (26-3)$$

حيث:

R_t : معدل المردودية المطلوب من طرف الملاك؛

R_{SR} : معدل المردودية بدون خطر؛

β : معامل يقيس المخاطر المنتظمة لعائد السهم (R_t) ؛

R_M : مردودية السوق؛

λ : معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات؛

$TDiv_t$: معدل التوزيعات في الفترة t ؛

$TDiv_M$: معدل توزيعات محفظة السوق.

وقد اختبرت المعادلة السابقة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات $(R_t, R_M, R_{SR}, TDiv_t, TDiv_M)$ ، حيث أنه إذا كان λ موجبا دل على وجود علاقة طردية بين معدل المردودية ومعدل التوزيعات، أما إذا كان سالبا فهو يدل على علاقة عكسية بين معدل المردودية والتوزيعات. فإذا كان:

(1) عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي، ملتقى وطني حول دور المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، جامعة الملك سعود، يومي 5-6 ديسمبر 2006، ص 24.
(2) قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAMP)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، العدد الخامس، جامعة سطيف، 2005، ص 8.
(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 365.

- $\lambda < 0$: زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، ومنه نظرية عصفور في اليد هي الرائدة؛
- $\lambda > 0$: زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة، ومنه النظرية الرائدة هي نظرية التمييز الضريبي؛
- $\lambda = 0$: ليس للتوزيعات تأثير على قيمة المؤسسة، ومنه نظرية (Miller & Midigliani) هي الرائدة. وقد كشفت الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة، فبعضها يؤيد نظرية التمييز الضريبي، وبعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد، والبعض الآخر يؤيد نظرية عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة. ومن بين الانتقادات الموجهة لهذا النموذج أنه يعتمد على بيانات تاريخية، في حين أن البيانات التاريخية لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل.

خلاصة:

تعتبر عملية الموازنة بين احتجاز الأرباح أو توزيعها من أصعب من القرارات المالية التي تواجه المؤسسة، وهذا لتلبية رغبة المستثمرين من جهة والحفاظ على قيمة المؤسسة من جهة أخرى، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من التوجهات التي عالجت هذا الموضوع، إلا أن الجدل بقي قائماً حول

وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل وفي ظل اختلافها. ولتفسير هذا التأثير جاءت العديد من النظريات، حيث أن كل نظرية بنيت على نقائص النظرية السابقة لها، وتوصلت إلى نتائج مختلفة، فمنها من يؤيد تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ومنها من يعارض هذا التأثير، ولكل نظرية إثباتاتها الخاصة، فنجد أن كل من نظرية (Miller & Midigliani) و (Van Horne) تقضي بعدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، إلا أن نظرية (Gordon)، نظرية التمييز الضريبي، نظريات المنظمة و نظرية أثر الزبون تقضي بوجود تأثير لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

وفي ظل الجدل القائم حول مصداقية كل نظرية، وجدت مجموعة من النماذج لاختبارها من أبرزها: النموذج البياني ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية والتي لم تتوصل إلى نتائج محددة بخصوص نظريات توزيع الأرباح الأكثر دقة مقارنة بالنظريات الأخرى.

تمهيد:

بعد أن تطرقنا إلى الإطار النظري لقيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، وأهم النظريات المفسرة لتأثير هذه الأخيرة على قيمة المؤسسة، ونظرا للأهمية التي يكتسبها الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، حيث سنحاول في هذا الفصل اختبار مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال، وذلك في الفترة الممتدة من 2003 إلى 2012.

وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: تقديم لمجمع (SAIDAL)؛

المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع (SAIDAL).

المبحث الأول: تقديم للمجمع الصناعي صيدال (Groupe SAIDAL)

يعد مجمع (SAIDAL) من المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الصيدلانية في الجزائر، ونظرا للنتائج الهامة المحققة تمكن من الدخول إلى البورصة واحتلال نسبة هامة من السوق الجزائرية.

المطلب الأول: التعريف بالمجمع الصناعي صيدال (SAIDAL)

سنقوم في هذا المطلب بالتعريف بالمجمع الصناعي (SAIDAL) من خلال معرفة نشأته، التعريف به، مهامه وأهدافه.

الفرع الأول: نشأة المجمع الصناعي صيدال (SAIDAL)

يعتبر مجمع (SAIDAL) من المؤسسات الاقتصادية والإنتاجية التي أنشأت عن طريق إعادة

هيكل المؤسسة العمومية الاقتصادية، وبالتالي يكون مجمع (SAIDAL) تاريخيا تأسس على مراحل

مختلفة مرت بها المؤسسة الصيدلانية الجزائرية:⁽¹⁾

- سنة 1969: تم إنشاء الصيدلية المركزية الجزائرية (PCA) بموجب مرسوم رئاسي و الذي حدد مهامها باستيراد أو تصنيع المنتجات ذات الاستعمال الإنساني؛
- سنة 1982: تم إنشاء المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بعد إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية حسب المرسوم 161/82 المؤرخ في 24 أفريل 1982. و انحصرت مهمتها في ضمان احتكار الدولة لإنتاج و توزيع الأدوية بهدف تموين السوق الجزائرية بكميات كافية؛
- سنة 1984: تم إعادة تسمية المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني، حيث أطلق عليها اسم مؤسسة صيدال (SAIDAL)؛
- سنة 1989: استفادت (SAIDAL) من الإصلاحات الاقتصادية وأصبحت مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بالاستقلالية في التسيير، وذلك تطبيقا لسياسة استقلالية المؤسسات، وتم ذلك بموجب تمويل رأسمالها إلى أسهم وأصبحت مؤسسة ذات أسهم؛
- سنة 1993: تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للمؤسسة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية، يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة أو فروع؛

⁽¹⁾ <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/histoire>, Consulté le 11/03/2015 à 13:45H.

- سنة 1997: وضعت مؤسسة (SAIDAL) مخطط لإعادة الهيكلة الصناعية، والذي بموجبه تم تقييم المؤسسة بتشخيصها داخليا وخارجيا؛
 - سنة 1998: تحولت المؤسسة بموجب العقد رقم 97/085 إلى المجمع الصناعي صيدال (Groupe SAIDAL) مكون من ثلاث فروع هي: فرع فارمال، فرع ببيوتيك و فرع أنتيببوتيكال؛
 - سنة 2009: رفعت (SAIDAL) من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%؛
 - سنة 2010: قامت بشراء 20% من رأسمالها شركة إيبيرال، كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة تافكو من 38.75% إلى 44.51%؛
 - سنة 2011: رفعت (SAIDAL) حصتها في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60%؛
 - جانفي 2014: شرع مجمع (SAIDAL) في إدماج فروعه الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيببوتيكال، فارمال وبيوتيك.
- الفرع الثاني: تعريف مجمع صيدال (SAIDAL)، مهامه أهدافه

أولاً: تعريف مجمع صيدال (SAIDAL)⁽¹⁾

يعتبر مجمع (SAIDAL) مؤسسة ذات أسهم برأسمال قدره 25.000.000.00 دج موزعة على 10.000.000 سهم، تقدر القيمة الاسمية لكل سهم بـ 250 دج موزعة كمايلي:

- 80% من الأسهم ملك للدولة؛
 - 20% من الأسهم: تم التنازل عنها سنة 1999 عن طريق البورصة للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص.
- تكمن مهمة (SAIDAL) في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

ثانياً: مهام مجمع صيدال (SAIDAL)⁽²⁾

تنقسم مهام المجمع الصناعي صيدال (SAIDAL) إلى مهام أساسية وأخرى ثانوية.

⁽¹⁾ <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/qui-sommes-nous>, Consulté le 11/03/2015 à 14:59H.

⁽²⁾ ياسمينة جلالى، المحاسبة عن تكاليف البحث والتطوير وفق النظام المحاسبي في الجزائر والمعايير المحاسبية الدولية، مذكرة ماجيستر، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010، ص ص 191-192.

1. المهام الأساسية:

- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛
- إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛
- الاهتمام أكثر المهام التجارية كتوزيع وتسويق منتجات المجمع عبر التراب الوطني لتغطية السوق الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية؛
- إجراء البحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنيصة.

2. المهام الثانوية:

- إنتاج مواد التعبئة و التغليف؛
- عبور و نقل السلع؛
- صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج و العمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية و رفع الطاقة الإنتاجية؛
- تقديم خدمات التشكيل و التركيب (le façonnage) والتحليل.

ثالثا: أهداف مجمع (SAIDAL)

يستند المجمع على مجموعة من القيم مثل: الوفاء، الالتزام، الوفاء، الدقة والانضباط من أجل

إنجاز مهامه وتحقيق أهدافه، حيث تتمثل أهداف المجمع في: (1)

- تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية؛
- المساهمة في الحد من الواردات؛
- الانفتاح على الأسواق الخارجية؛
- الزيادة من مستوى رضا المستهلك؛

بالإضافة إلى: (2)

- تحقيق الأمن الدوائي؛
- إرضاء الزبائن بوضع سياسة ناجعة لتسيير الجودة والنوعية؛
- تنويع المنتجات عن طريق تطوير أدوية جنيصة في أشكال جالينوسية لأجيال جديدة وتكنولوجيا متطورة.

(1) <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/qui-sommes-nous>, Consulté le 11/03/2015 à 15:16H.

(2) ياسمينة جلاي، مرجع سبق ذكره، ص192.

المطلب الثاني: التنظيم العام لمجمع صيدال (SAIDAL)

سيتم في هذا المطلب عرض الهيكل التنظيمي لمجمع (SAIDAL) وتقديم شرح لهذا الهيكل.

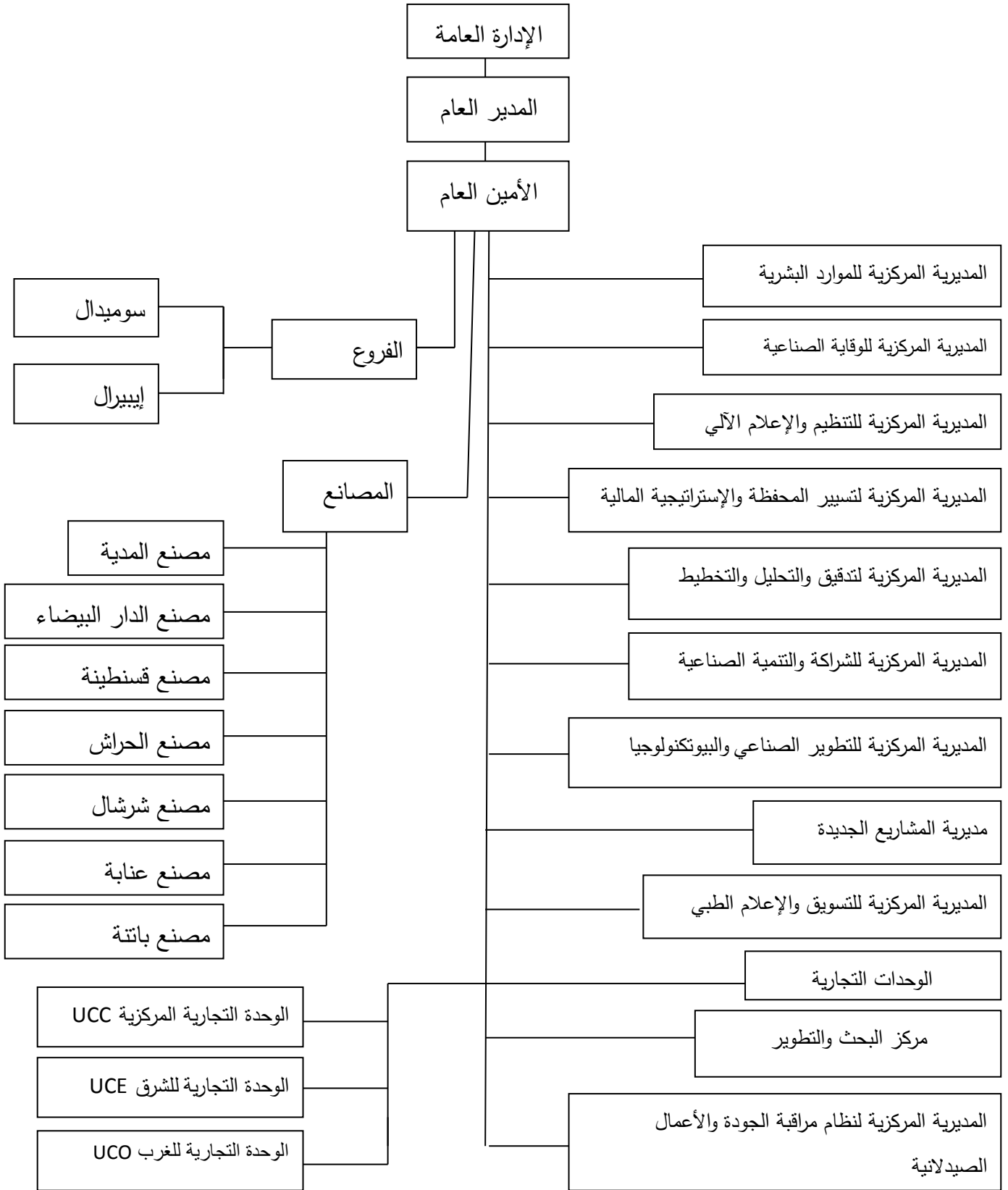
الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال (SAIDAL)

من أجل التكيف مع المحيط التنافسي الذي ينشط فيه مجمع (SAIDAL) والتجاوب مع التطورات

الراهنة والمستمرة في سوق الدواء، قام المجمع بإعادة الهيكلة ووضع مخطط تنظيمي يتناسب مع هذه

المتطلبات كالتالي:

الشكل رقم (05): الهيكل التنظيمي لمجمع (SAIDAL)



Source :<https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organozation>, Consulté le 12/03/2015 à 19 :15H.

الفرع الثاني: شرح الهيكل التنظيمي لمجمع (SAIDAL)

يظهر من خلال الهيكل التنظيمي أن مجمع (SAIDAL) يضم المستويات التنظيمية التالية:⁽¹⁾

أولاً: الإدارة العامة

تتألف من:

1. الرئيس المدير العام:

وهو المسؤول الأول عن تسيير المجمع وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين ومن مهامه تمثيل المجمع في الداخل والخارج وإبرام عقود الشراكة مع المخابر والشركات المحلية والأجنبية؛

2. الأمين العام:

وهو المسؤول الثاني عن تسيير المجمع من خلال توليه مهمة التنسيق؛

ثانياً: المصالح الوظيفية

1. المديرية المركزية للموارد البشرية:

تتولى مهمة تسيير الموارد البشرية الخاصة بالمجمع؛

2. المديرية المركزية للوقاية الصناعية:

تقوم بإعداد سياسة الأمن الصناعي والبيئي للمجمع؛

3. المديرية المركزية للتنظيم والإعلام الآلي:

تقوم بإعداد السياسة التنظيمية للمجمع، إضافة إلى تحديد حاجات الوحدات والفروع من حيث أنظمة الإعلام الآلي؛

4. المديرية المركزية لتسيير المحفظة والإستراتيجية المالية:

تقوم بتسيير النشاط المالي، متابعة المحفظة المالية ووضع الإستراتيجيات المالية للمجمع؛

5. المديرية المركزية للتدقيق والتحليل والتلخيص:

تقوم بمراجعة جميع حسابات المجمع كما تقوم بعمليات التحليل المالي؛

6. المديرية المركزية للشراكة والتنمية الصناعية:

⁽¹⁾ ياسمينة جلالى، مرجع سبق ذكره، ص ص 194-195.

تتولى مهمة تطوير أساليب الإنتاج وترقية الشراكة مع المخابر الوطنية والأجنبية لتحسين نوعية المنتجات، وإدماج المجمع في الأسواق الإقليمية والعالمية؛

7. المديرية المركزية للتطوير الصناعي والبيوتكنولوجيا:

تأسست في 27 أوت 2006 من أجل تطوير سوق الدواء الموجه أكثر نحو الأدوية الناتجة عن البيوتكنولوجيا؛

8. مديرية المشاريع الجديدة:

تقوم بإعداد دفاتر شروط المشاريع الجديدة وكذا متابعة عملية إنجاز هذه المشاريع وتقييمها؛

9. المديرية المركزية لنظام مراقبة الجودة والأعمال الصيدلانية: تهتم بجودة المنتجات الصيدلانية، حيث

تبنّت نظام الجودة الشاملة في كل فروع المجمع؛

10. المديرية المركزية للتسويق والإعلام الطبي:

تهتم بالتسويق بالدرجة الأولى عن طريق إجراء دراسات السوق وتوجيه السياسة الإنتاجية والبيعية للمجمع، حيث تمتلك المديرية شبكة من المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني، أما فيما يخص المهمة الإعلامية فتقوم مديرية التسويق والإعلام الطبي بإصدار مجموعة من المجلات مثل: (Info Saidal)، مجلة صيدال الصحة (Saidal Santé) ومجلة صدى صيدال (Saidal echo).

11. مركز البحث والتطوير:

مهمته تطوير الأدوية الجنيصة، حيث يقوم بتطوير منتجات جديدة بمتوسط 10 منتجات سنويا، كما يقدم المساعدة التقنية للوحدات ويتولى مهمة تكوين الباحثين في المجمع، ويعد مركز البحث والتطوير بمثابة قناة اتصال بين المجمع وعالم الأبحاث الصيدلانية.

ثالثا: الوحدات التجارية

يضم المجمع الصناعي (SAIDAL) ثلاث وحدات تجارية تتكفل بتسويق وتوزيع الأدوية والمواد

الصيدلانية، وهي:

1. الوحدة التجارية المركزية UCC:

تعد أول وحدة تجارية للمجمع، أنشئت في 12 أوت 1995، بهدف تخزين وتوزيع كل منتجات (SAIDAL)، يقع مقرها بالمحمدية (الحراش) ويشغل بها أكثر من 160 عاملا.

2. الوحدة التجارية للشرق UCE:

تأسست عام 1999، مقرها باتنة ويشغل بها 50 عاملا.

3. الوحدة التجارية للغرب UCO:

تأسست عام 2000، مقرها وهران ويشغل بها 40 عاملا، كما يمتلك المجمع وحدة تجارية في الجنوب، لكنها مازالت في طور الإنجاز، ويقع مقرها في ولاية ورقلة.

رابعا: المؤسسات الفرعية (1)

في جانفي 2014، شرع مجمع (SAIDAL) في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك، وظهرت فروع جديدة تتمثل في:

1. فرع (SOMIDAL):

يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، (SOMIDAL) هو نتاج شراكة بين مجمع (SAIDAL) بنسبة 59%، والمجمع الصيدلاني الأوروبي بنسبة 36.45% و (PHINALIPE) بنسبة 4.55%. تتضمن وحدة الإنتاج (SOMIDAL) ثلاثة أقسام:

- قسم متخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية؛
- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم)؛
- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

2. فرع (IBIRAL):

(IBIRAL) هي شركة ذات أسهم تابعة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص بين مجموعة (SAIDAL) بنسبة 40%، (JALVAR) (الإمارات العربية المتحدة) بنسبة 40% و (FLACH) الجزائر، المتخصصة في المواد الغذائية بنسبة 20%.

تكمن المهام الرئيسية لفرع (IBIRAL) في إنشاء واستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري.

يهدف المشروع الصناعي (IBIRAL) إلى تحقيق مايلي:

- صناعة الأدوية الجنيسة (حقن وأشكال جافة)؛
- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)؛
- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

خامسا: مصانع الإنتاج (2)

تمتلك (SAIDAL) تسعة مصانع للإنتاج بسعة إجمالية قدرها 200 مليون وحدة بيع.

(1) [https:// www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organization](https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organization), Consulté le 12/03/2015 à 19:45H.

(2) [https:// www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organization](https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organization), Consulté le 12/03/2015 à 20:01H..

1. مصنع المدية:

متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البينيسيلينية وغير البينيسيلينية، ويتوفر على وحدتين خاصتين بالتركيب الجزئي لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الفم وعن طريق الحقن، ووحدة لإنتاج الاختصاصات الصيدلانية؛

2. مصنع الدار البيضاء:

يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، وينتج هذا المصنع تشكيلة واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، محلول، مراهم وأقراص)؛

3. مصنع جسر قسنطينة:

يضم قسمين منفصلين، واحد لصناعة الأدوية على مختلف الأشكال (التحاميل، أمبولات وأقراص)، والآخر مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس وزجاجات)، يحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة.

4. مصنع الحراش:

يتكون من ثلاث ورشات إنتاج : شراب و محاليل، مراهم وأقراص.

5. مصنع شرشال:

يتكون من ثلاث ورشات لإنتاج الشراب والأشكال الجافة (أقراص، كيس مسحوق، كبسولات).

6. مصنع قسنطينة:

متخصص في إنتاج الأشكال السائلة من الأشرية والمحاليل بقدرة إنتاجية تصل إلى 5 ملايين وحدة بيع سنويا.

7. مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين:

متخصص في صنع الأنسولين للاستعمال البشري، وهو مجهز بعتاد صناعي متطور يشغله عدد من العمال المؤهلين، يتيح المصنع ثلاث أنواع من الأنسولين هي الأنسولين السريع، المركب والأنسولين الأساسي (القاعدي) في شكل قارورات حقن، تصل القدرة الإنتاجية لهذا المصنع إلى 35 مليون وحدة بيع سنويا.

8. مصنع عنابة:

متخصص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص و كبسولات بقدرة إنتاجية تتجاوز 7 ملايين وحدة بيع سنويا.

9. مصنع باتنة:

متخصص في إنتاج التحاميل.

المطلب الثالث: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال (SAIDAL)

تقارب طاقة الإنتاج للمجمع حوالي 200 مليون وحدة بيع، غير أن معدل الإنتاج الحالي يقدر ب130 مليون وحدة بيع سنويا، كما حقق المجمع سنة 2013 حجم مبيعات بلغ 119 مليون وحدة بيع لمختلف الأدوية، ورقم أعمال بلغ حوالي 114 مليون دولار أي ما يعادل 11.4 مليار دينار، كما تقدر حصته في السوق ب 7% من حيث القيمة و35% من حيث الكمية. ويقوم المجمع حاليا بتشغيل حوالي 4070 عامل⁽¹⁾. ومن أهم الآفاق المستقبلية لهذا المجمع نجد:⁽²⁾

- إنجاز وحدة لإنتاج أدوية خاصة بعلاج داء السرطان بالشراكة مع مؤسسة كويتية، قصد تلبية الطلب الكبير على هذا النوع من الدواء التقليل من حجم الواردات؛
- إنشاء مصنع الأنسولين بالشراكة مع المجمع الدانماركي بغية توسيع إنتاج مجمع (SAIDAL) للأنسولين من أجل ضمان تلبية الطلب المحلي المتنامي والمقدر حاليا بحوالي 5 ملايين قارورة؛
- رفع رقم أعمالها من 12 مليار دينار جزائري إلى أكثر من 40 مليار دينار جزائري على المدى المتوسط؛
- تحسين تغطية السوق الوطنية للأدوية، من خلال إستراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات وذلك بتطوير صناعة صيدلانية ناجحة وتوسيع تشكيلتها من المنتجات إلى أشكال أخرى، حيث انه حاليا يتم إنتاج قائمة محدودة تتشكل من حوالي 180 دواء لتغطية الحاجيات بشكل أفضل والانفتاح على مجال طب السرطان والبيوتكنولوجيا؛

⁽¹⁾ Rapport du Conseil d'Administration 2013, Disponible sur le site:

<http://fr.calameo.com/read/002185824c41625990b89>, Consulté le 28/03/2015 à 12:20H.

⁽²⁾ عمر بوسلامي، دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال الإستراتيجية للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية، التسيير والعلوم التجارية، جامعة سطيف 01، 2013، صص 124-125.

- عصرنة مواقع الإنتاج الحالية واستحداث مركز البحث والتطوير بالمدينة الجديدة لسيدي عبد الله، ومخير للمعادلة البيولوجية بحسين داي بغرض تحديد مميزات كل المواد التي تنتجها.

المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)

سنقوم في هذا المبحث بمحاولة إيجاد نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة.

ولتحقيق ذلك اعتمدنا على مجموعة من المعطيات المالية لمجمع (SAIDAL) خلال الفترة

الممتدة من 2003-2012، مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع (SAIDAL)، الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر، والموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، مستخدمين لقياس هذه العلاقة نموذج الانحدار المتعدد.

سننتقل في المطلب الأول إلى الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة ومنهجية الدراسة في

المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص لتحليل نموذج الدراسة.

المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة

سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى لاختبار صحة

فرضيات هذه الدراسة، والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً للتغير في قيم المتغيرات المستقلة.

تعطى الصيغة العامة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:⁽¹⁾

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i \dots \dots (1-4)$$
$$i=1 \dots \dots n$$

حيث:

Y_i : المتغير التابع؛

X_i : المتغيرات المستقلة؛

ε_i : الخطأ العشوائي ويعبر عن تأثير المتغيرات الأخرى غير الموجودة في النموذج؛

⁽¹⁾ Isabelle Cardoret & autres, **Econometrie appliquée (Méthodes , Application, Corrigées)**, 2^e édition, de Boeck, Bruxelles, 2009, P:48.

β_k : معاملات الانحدار الجزئي التي تقدم مقياس لتأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع مع ثبات

العوامل الأخرى؛

k : عدد المتغيرات المستقلة.

ويتم اختبار قبول النموذج الخطي المتعدد أو رفضه باستعمال مجموعة من الاختبارات:⁽¹⁾

• اختبار معنوية المعامل (Student (T):

يستخدم اختبار (T) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k في المتغير التابع Y_i

في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، واختبار معنوية (T) تعتمد على فرضيتين أساسيتين:

$$\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots \beta_k = 0 : H_0$$

$$\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \neq \beta_k \neq 0 : H_1$$

بعد حساب قيمة (T) تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات الحرية

$(n-2)$ ومستوى المعنوية المطلوب [1% - 5%] لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، فإذا كانت (T) المحسوبة

أكبر من قيمة (T) الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية

إحصائية.

• معامل التحديد R^2 :

يعد المؤشر R^2 الأساس في تقييم معنوية العلاقة بين المتغير التابع (Y) والمتغيرات المستقلة (X_k) مع

($k=1,2,3,\dots,k$)، وبعبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير

الحاصل في المتغير التابع. حيث أن R^2 محصورة بين 0 و 1 ($0 < R^2 < 1$)، فإذا كان:⁽²⁾

➤ $R^2=1$: توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمستقل؛

➤ $R^2=0$: لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمستقل؛

➤ $0 < R^2 < 1$: وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل.

• اختبار إحصائية فيشر (F-Statistic):

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_k)

على المتغير التابع (Y)، ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما:

(1) حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار البازوري للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص ص 161-169.

(2) جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 82.

➤ **فرضية العدم H_0** : و تنص على انعدام العلاقة الخطية بين كل متغير من المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، أي :

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

➤ **فرضية البديلة H_1** : و تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \beta_k \neq 0$$

يتم اختبار المعنوية الكلية للانحدار بحساب قيمة الانحدار بحساب قيمة الإحصائية F ، وتسمى

(F_{obs}) ثم تقارن مع القيمة المحسوبة F مع قيمة F الجدولية (F_c) عند مستوى ثقة معين، فإذا كانت

(F_{obs}) أكبر من (F_c) فإننا نقبل الفرضية البديلة H_1 ، أما إذا كانت أقل نقبل فرضية العدم H_0 .

• **اختبار (DW) Durbin Watson**:⁽¹⁾ يستعمل هذا الاختبار للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي

للأخطاء من الدرجة الأولى، ويتم حساب الإحصائية (DW_{obs}) والتي تمثل النسبة بين مجموع مربع فروق

الأخطاء ومجموع مربع هذه الأخطاء ومقارنتها مع القيمتين الجدوليتين لـ D_U و D_L بهدف حصر قيمة

(DW_{obs}) لاتخاذ القرار المناسب حول وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى

كمايلي:

الشكل رقم (06): مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)

0	D_L	D_U	2	$4 - D_U$	$4 - D_L$	4
وجود ارتباط		عدم التأكد		عدم وجود ارتباط		وجود ارتباط سالب للأخطاء

المصدر: جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، ص 103.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم فيما يلي لتصميم الدراسة التطبيقية أولاً بعرض الدراسات الميدانية السابقة، ثم تحديد

متغيرات الدراسة الحالية، وعرض هذه المتغيرات في الأخير.

الفرع الأول: عرض الدراسات الميدانية السابقة

سنحاول في هذا الفرع عرض متغيرات الدراسات الميدانية السابقة والطرق المستعملة في قياسها

وهذا بخصوص تأثير سياسة توزيع الأرباح أو تأثير عوامل أخرى على قيمة المؤسسة، وذلك تمهيدا

لتحديد متغيرات دراستنا.

جدول رقم (03): الدراسات الميدانية السابقة

(1) المرجع السابق، ص 103.

الدراسة	العينة	المتغيرات	الأسلوب المتبع
عماد زياد رمضان (2004) ⁽¹⁾	69 شركة أردنية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (1993-2002).	<ul style="list-style-type: none"> توزيع الأرباح النقدية؛ توزيعات الأسهم؛ سياسة التوزيعات المتبقية؛ سياسة الاستثمار؛ القيمة السوقية. 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار المتعدد؛ نموذج (Lehn & Poulsen).
صباح أسامة علي شراب (2006)	28 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (1997-2005).	<ul style="list-style-type: none"> سعر السهم السوقي؛ نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة؛ نصيب السهم من الأرباح المحتجزة؛ نصيب السهم من صافي الربح؛ حجم التداول. 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
محمد زيد ناجي وقاد (2008) ⁽²⁾	23 شركة تأمين.	<ul style="list-style-type: none"> نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة؛ نصيب السهم من الأرباح العينية الموزعة؛ نصيب السهم من الأرباح النقدية والعينية الموزعة معا. 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار المتعدد.
علي بن الضب (2009)	60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية (2006-2008).	<ul style="list-style-type: none"> القيمة السوقية؛ المخاطر الكلية δ_{VB}؛ المخاطر النظامية؛ القيمة الدفترية V_{Doc}؛ الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

(1) عماد زياد رمضان، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية، أطروحة دكتوراه في فلسفة التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2004.

(2) محمد زيد وقاد، أثر السياسات المتبعة في توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم وحجم تداوله، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، 2008.

<ul style="list-style-type: none"> • الأجل وإجمالي الديون؛ • التوزيعات النقدية DM؛ • التوزيعات في شكل أسهم • مجانية RACH؛ • إعادة شراء الأسهم؛ • نسبة الأرباح غير الموزعة؛ • المردوديات الاقتصادية والمالية؛ • حجم المؤسسة LNAE؛ • حجم السيولة Dis. 			
<ul style="list-style-type: none"> • التحليل المقطعي (Panel Data) 	<ul style="list-style-type: none"> • سياسة توزيع الأرباح؛ • أسعار الأسهم؛ • الهيكل المالي؛ • فرص الاستثمار؛ • عمر الشركة. 	<ul style="list-style-type: none"> • 46 شركة مساهمة عامة • صناعية أردنية مدرجة في • بورصة عمان (2001-2006). 	<p>Moh 'd Maher (Sabih Musmar) (2011)⁽¹⁾</p>
<ul style="list-style-type: none"> • نموذج الانحدار الخطي المشترك (Polled Data) (Regression)؛ • نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Regression)؛ • نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression). 	<ul style="list-style-type: none"> • إدارة الأرباح؛ • توزيع الأرباح؛ • القيمة السوقية؛ • نسبة السيولة؛ • سعر السهم. 	<ul style="list-style-type: none"> • 32 شركة مساهمة عامة • صناعية أردنية مدرجة في • بورصة عمان (2001-2006). • 42 شركة مدرجة بورصة عمان للأوراق المالية (2004-2010). 	<p>بهاء صبحي عواد (2011)⁽²⁾</p>

⁽¹⁾ Moh Maher Sabih Musmar, **Dividend Policy and Share Price Volatility Empirical Evidende from Jordon**, a thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Banking and Finance Science, Yarmouk University, Irbid, Jordon, 2007.

⁽²⁾ بهاء صبحي عواد، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاساتها على القيمة السوقية للشركة، أطروحة دكتوراه فلسفة في التمويل، كلية إدارة الأعمال، جامعة عمان العربية، 2011.

<ul style="list-style-type: none"> • التحليل العنقودي؛ • اختبار (Man Whitney)؛ • أسلوب الانحدار الخطي التدريجي (Step Wise Regression). 	<ul style="list-style-type: none"> • القيمة الاسمية للسهم؛ • أسعار الإغلاق السنوية للأوراق المالية؛ • توزيعات الأرباح النقدية؛ • الأرباح المحتجزة؛ • الأسهم المجانية (توزيعات الأسهم)؛ • معدل العائد على الأصول. 	<p>30 شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية (2010-2005)</p>	<p>مي أحمد عبد الظاهر زيدان (2012) (1)</p>
<ul style="list-style-type: none"> • أسلوب التحليل المقطعي (Panel Data Analysis)؛ • Logit Model. 	<ul style="list-style-type: none"> • القيمة السوقية؛ • احتمالية النمو المستقبلي؛ • حجم الشركة؛ • الربحية؛ • الرفع المالي؛ • الاستدانة؛ • سياسة التوزيعات؛ • الأرباح المحتجزة. 		<p>نسبية حسين نصيرات (2013) (2)</p>

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مراجعة الدراسات الميدانية.

الفرع الثاني: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

تقتصر الدراسة الحالية على دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح، وكذا عوامل أخرى على قيمة المؤسسة، والتي تتلاءم فقط مع البيئة الاقتصادية الجزائرية. وبالتالي فإن النموذج المقترح لن يتضمن جميع المتغيرات التي يتوقع أن تفسر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة محل الدراسة والتي وردت في الدراسات السابقة، وذلك لصعوبات كثيرة أهمها عدم القدرة على قياس هذه المتغيرات، أو أنها متغيرات تمت دراستها في بيانات اقتصادية ومالية تختلف عن البيئة الجزائرية، إضافة إلى صعوبة الحصول على البيانات.

(1) مي أحمد عبد الظاهر زيدان، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2012.

(2) نسبية حسين نصيرات، أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة، مذكرة ماجستير، تخصص علوم مالية ومصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، 2013.

سنقتصر ضمن هذه الدراسة على المتغيرات التي نعتقد أنها أكثر أهمية في تأثيرها على قيمة المؤسسة، والتي يمكن قياسها كمياً وبشكل مباشر.

أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في كل من المتغير التابع والمتغير المستقل المؤثر في قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المتغيرات الثانوية التي يفترض أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة.

1. المتغيرات الرئيسية: تتمثل في المتغير التابع والمستقل.

أ. المتغير التابع: يتمثل في قيمة المؤسسة، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير سيتم

الاعتماد على المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة، والتي يرمز لها بالرمز (V_M) ؛

ب. المتغير المستقل: على ضوء تحليل الدراسة النظرية، تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات التي

تعكس سياسة توزيع الأرباح، وتتمثل في:

- نصيب السهم من التوزيعات DPA : يعتبر مؤشر هام لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$DPA = \frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \dots\dots\dots (4-2)$$

- نصيب السهم من الأرباح غير الموزعة (المحتجزة) DND : عبارة عن الفرق بين نصيب السهم من الأرباح المحققة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة.

2. المتغيرات الثانوية:

أ. المردودية الاقتصادية R_E : وتحسب بالعلاقة التالية:

$$R_E = \frac{\text{نتيجة الاستغلال قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{الأصل الاقتصادي}} \dots\dots\dots (4-3)$$

ب. مردودية الأموال الخاصة R_{CP} : تحسب بالعلاقة التالية:

$$R_{CP} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \dots\dots\dots (4-4)$$

ت. حجم السيولة Dis : يتم قياسها من خلال نسبة السيولة، وذلك بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$Dis = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}} \dots\dots\dots (4-5)$$

⁽¹⁾ Béatrice & Francis Grandguillet, *Analyse Financière*, 7^e édition, Gualio Lexteso Editions, 2001, P:137.

ث. حجم المؤسسة: استخدم كل من (Pearapat Wongchaiwat, 2001) و (Aymen Turkey, 2013) في دراستهما لقياس حجم المؤسسة اللوغاريتم النبيري لمجموع الأصول، وهو ما سيتم اعتماده في دراستنا؛
ج. الرفع المالي DFL: يشير مفهوم الرفع المالي إلى درجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض كأحد مصادر التمويل.

ويمكن تعريف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم (ΔBPA) نتيجة التغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب.⁽¹⁾
وتحسب درجة الرفع المالي بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$DFL = \frac{\% \Delta BPA}{\% \Delta EBIT} \dots \dots (6-4)$$

DFL : درجة الرفع المالي؛

$\% \Delta BPA$: التغير النسبي لربحية السهم الواحد؛

$\% \Delta EBIT$: التغير النسبي في نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضرائب.

ثانياً: عرض متغيرات الدراسة

بعد أن قمنا بتحديد متغيرات الدراسة، سنقوم بناءاً على القوائم المالية وتقارير المجمع المنشورة على موقعه الإلكتروني، وكذا بياناتها المالية المنشورة على الموقع الإلكتروني للبورصة ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بقياس متغيرات الدراسة وذلك خلال مدة 10 سنوات من 2003 إلى 2012.

جدول رقم (04): متغيرات الدراسة لمجمع (SAIDAL) في الفترة الممتدة من 2003-2012.

(1) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 446.
(2) أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 186.

الفصل الرابع: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	السنوات المتغيرات
663.38	675.64	443.31	384.183	394.17	436.95	404.029	346.154	351.893	420.67	V _M
40	35	35	35	35	11	23	20	20	24	DPA
156.52	171.05	65.22	252.5	97.86	76.215	31.748	23.055	25.623	24.229	DND
0.08	0.093	0.054	0.151	0.352	0.33	0.303	0.267	0.316	0.278	R _E
0.133	0.149	0.039	0.294	0.183	0.142	0.093	0.075	0.081	0.088	R _{CP}
2.08	2.08	1.92	2.29	2.28	2.94	2.88	0.99	3.169	3.055	Dis
24.13	24.02	24.06	23.87	23.65	23.43	23.39	23.38	23.29	23.22	LNAE
0.941	1.32	0.75	3.78	1.604	4.206	1.942	0.789	0.012	3.84	DFL

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية وتقارير مجمع (SAIDAL).

المطلب الثالث: تحليل نموذج الدراسة

نهدف من خلال هذا المطلب إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews8، وذلك من خلال تحليل الارتباط والانحدار، ثم تقديم تفسير اقتصادي للنموذج.

الفرع الأول: تحليل الارتباط

من أجل إعطاء نظرة أولية عن وجود علاقة تأثير بين متغيرات الدراسة، سنقوم أولاً بدراسة علاقة الارتباط ما بين هذه المتغيرات.

يوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة كما يلي:

جدول رقم (05): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

	VM	DPA	DND	RE	RCP	DIS	LNAE	DFL
VM	1.000000	0.538603	0.473948	-0.661636	0.066213	-0.140419	0.697517	-0.139848
DPA	0.538603	1.000000	0.641069	-0.712417	0.331108	-0.358162	0.833759	-0.281889
DND	0.473948	0.641069	1.000000	-0.560761	0.843316	-0.186627	0.720184	0.243182
RE	-0.661636	-0.712417	-0.560761	1.000000	-0.046329	0.438952	-0.875911	0.236448
RCP	0.066213	0.331108	0.843316	-0.046329	1.000000	0.029105	0.285948	0.496198
DIS	-0.140419	-0.358162	-0.186627	0.438952	0.029105	1.000000	-0.440440	0.394740
LNAE	0.697517	0.833759	0.720184	-0.875911	0.285948	-0.440440	1.000000	-0.236436
DFL	-0.139848	-0.281889	0.243182	0.236448	0.496198	0.394740	-0.236436	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews8.

نلاحظ من خلال المصفوفة أعلاه أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم، من موجب وسالب، قوي وضعيف، حيث بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية وسياسة توزيع الأرباح (DND. DPA) نسبة 53.86%، 47.39% على التوالي.

أما فيما يخص درجة الارتباط بين القيمة السوقية وباقي المتغيرات الثانوية الأخرى فنجد:

- بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية ومردودية الأصل الاقتصادي حوالي -66.16%، مما يعني أن هناك علاقة عكسية بين القيمة السوقية ومردودية الأصل الاقتصادي وهذا لا يتطابق ما جاءت به النظرية المالية؛
- في حين بلغ معامل الارتباط أدنى قيمة موجبة والمقدرة ب 6.62% بين القيمة السوقية ومردودية الأموال الخاصة، وهذا يعني أن زيادة القيمة السوقية مرتبطة بالزيادة في مردودية الأموال الخاصة؛
- كما أظهرت مصفوفة معاملات الارتباط عن وجود علاقة سلبية بين كل من حجم السيولة والقيمة السوقية، حيث بلغ معامل الارتباط حوالي -14%؛
- بلغ معامل الارتباط أقصى قيمة له بين القيمة السوقية وحجم المؤسسة بمقدار 69.75%، مما يعني أن حجم المؤسسة يفسر حوالي 70% من القيمة السوقية؛
- في حين أظهرت مصفوفة معاملات الارتباط عن وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والقيمة السوقية، حيث بلغ معامل الارتباط حوالي -13.98%؛
- كذلك كشفت لنا نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها، حيث أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية وموجبة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة

ومردودية الأموال الخاصة، حيث بلغ معامل الارتباط أقصى قيمة له بحوالي 84.33%، مما يعني أنه كلما زاد نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (نسبة الاحتجاز) زادت مردودية الأموال الخاصة، كذلك وجود علاقة ارتباط قوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وحجم المؤسسة، وذلك بمقدار 83.37%، وهذا يعني أنه كلما كان حجم المؤسسة كبيراً زادت نسبة الأرباح المحققة، وبالتالي زيادة نصيب السهم من التوزيعات، كما أظهرت المصفوفة عن وجود علاقة لا بأس بها بين كل من الرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة، وبين حجم السيولة ومردودية الأصل الاقتصادي، حيث بلغت معاملات الارتباط حوالي 49.61%، 43.89% على الترتيب؛

- في حين بلغ أقصى معامل ارتباط سالب بين مردودية الأموال الخاصة ومردودية الأصل الاقتصادي بمقدار -4.63% وهذا يتناقض مع ما جاءت به النظرية المالية، كما بلغت أقل قيمة موجبة بين كل من حجم السيولة ومردودية الأموال الخاصة بمقدار 2.91%.

الفرع الثاني: تحليل الانحدار المتعدد

سنقوم من خلال هذا الفرع بتقدير معاملات نموذج الدراسة، ثم تحديد القدرة التفسيرية له من خلال تحليل نتائج الانحدار المتعدد.

يبين الجدول التالي نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كما يلي:

جدول رقم (06): نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7784.350	2287.158	3.403503	0.0765
DPA	12.73529	2.311699	5.509061	0.0314
DND	13.42799	1.461618	9.187071	0.0116
RE	3815.357	463.2078	8.236816	0.0144
RCP	-12506.31	1339.099	-9.339348	0.0113
DIS	-52.10108	18.33973	-2.840885	0.1048
LNAE	-345.7311	99.03611	-3.490960	0.0732
DFL	62.16531	10.62991	5.848149	0.0280
R-squared	0.989825	Mean dependent var		452.0379
Adjusted R-squared	0.954213	S.D. dependent var		118.9997
S.E. of regression	25.46330	Akaike info criterion		9.302916
Sum squared resid	1296.759	Schwarz criterion		9.544984
Log likelihood	-38.51458	Hannan-Quinn criter.		9.037367
F-statistic	27.79492	Durbin-Watson stat		1.817267
Prob(F-statistic)	0.035161			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews8.

أولاً: اختبار جودة التقدير (النموذج)

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 98.98 % من التغير الحاصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال (SAIDAL)، حيث بلغ معامل التحديد 98.98 % أما النسب المتبقية 1.02 % فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

ثانياً: اختبار معنوية المعالم المقدرة

نلاحظ أن (T) المحسوبة لكل من نصيب السهم من التوزيعات (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (DND)، مردودية الأصل الاقتصادي (RE)، مردودية الأموال الخاصة (RCP) و الرفع المالي (DFL) والمساوية لـ 5.50، 9.18، 8.23، 9.33 و 5.84 على التوالي أكبر من قيمة (T) الجدولية والتي تساوي 4.30 عند درجة الثقة 5%، ونلاحظ أيضاً أن Prob (احتمال الوقوع في الخطأ) أقل من 0.05 بالنسبة لهذه المتغيرات (DPA، DND، RE، RCP، DFL)، وبالتالي نرفض فرضية العدم ($H_0: \beta_i = 0$)، وهذا ما يدل على معنوية القيم المحسوبة.

كما نلاحظ أن (T) المحسوبة لكل من حجم السيولة (Dis) وحجم المؤسسة (LNAE) والتي تساوي بالقيمة المطلقة 2.84، 3.49 أقل من (T) الجدولية والتي تساوي 4.30 عند مستوى الثقة 5%، ونلاحظ أيضاً أن Prob لهذين المتغيرين أكبر من 0.05، وهذا يعني أن كل من حجم السيولة وحجم المؤسسة ليس لهما معنوية إحصائية ويمكن حذفهما من النموذج.

ثالثاً: اختبار المعنوية الكلية للنموذج

تتم مقارنة قيمة (Fisher) المحتسبة بقيمة (Fisher) الجدولية ($F(k, n-k, \alpha)$) أي $F(2, 7, 0.05)$ ، حيث نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة إحصائية (Fisher) تقدر بـ 27.79 وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية والمقدرة بـ 4.74 عند درجة الثقة 0.05، كما أن Prob (Fisher) تقدر بـ 0.03 وهي أقل من 0.05، مما يعني قبول الفرضية H_1 ($H: \beta_i \neq 0$)، أي أن للنموذج المقدر معنوية كلية والمعالم المقدرة له تختلف كلياً عن الصفر.

رابعاً: الارتباط الذاتي للأخطاء

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال إحصائية Durbin Watson والتي تساوي 1.81 وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء [1.57-2.43] أي في منطقة قبول الفرضية الصفرية H_0 ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وهذا يدل على معنوية النموذج.

الفرع الثالث: تفسير نتائج الدراسة

من خلال تحليل الارتباط و الانحدار المتعدد نستنتج ما يلي:

- أثرت التوزيعات في شكل أسهم إيجابيا على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، فزيادة توزيعات الأسهم بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمجمع بـ12.74 وحدة، هذه التوزيعات تعتبر كإشارات مالية ترسل للسوق المالي تبرر الوضعية المالية الجيدة للمجمع، مما يدفع بالمستثمرين من خارج المجمع إلى استثمار أموالهم فيه، وهذا ما يؤدي إلى زيادة قيمة الأسهم العادية، وبالتالي زيادة قيمة المجمع، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى: (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية لمجمع (SAIDAL))، و تتطابق هذه النتيجة مع ما جاءت به نظرية المعلومة. كما يمكن تفسير هذا الأثر من خلال نظرية الوكالة، فزيادة توزيعات الأرباح في شكل أسهم يعني زيادة حصة المساهمين القدامى، وبالتالي زيادة قيمة المجمع، كما أن القيام بإجراء توزيعات للأرباح يعني اكتفاء المجمع من الأموال وقدرته على تمويل مشاريعه الاستثمارية ذاتيا، مما يعني عدم اللجوء إلى الاستدانة (التمويل الخارجي) أو إصدار أسهم جديدة، وهذا يعني تقليل تكاليف الإصدار والمعاملات، وبالتالي زيادة قيمة الأموال الخاصة، وهذا يتطابق مع ما جاءت به نظريات المنظمة (الوكالة والصفقات)؛
- كما أن نصيب من الأرباح المحتجزة أثر إيجابيا على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، حيث أن زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمجمع بحوالي 13.43 وحدة، ويفسر ذلك بوجود فرص استثمارية جيدة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية: (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع (SAIDAL))؛
- كما حظيت مردودية الأصل الاقتصادي بتأثير إيجابي على القيمة السوقية للمجمع، ويفسر ذلك على اعتماد المستثمر على النتائج المحققة في التقييم ومراعاته للنتيجة الاقتصادية أكثر وليس النتيجة المالية، وهذا ما تبينه العلاقة العكسية بين القيمة السوقية ومردودية الأموال الخاصة، حيث أن زيادة مردودية الأموال الخاصة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بـ12506.31 وحدة، وهذا لا يتطابق مع ما جاءت به النظرية المالية؛
- كما أن حجم السيولة له تأثير سلبي على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، أي أن زيادة حجم السيولة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمجمع بـ52.10 وحدة، وهي نتيجة مطابقة لما جاءت به

النظرية المالية، حيث يعتبر الاحتفاظ بالسيولة تكلفة لفرصة ضائعة يتحملها المجمع، فزيادة حجم السيولة يعني تجميد للأموال التي ينبغي إعادة استثمار جزء منها، من أجل الحصول على مردودية يكون لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمجمع؛

- كما أثبتت النتائج عن وجود أثر سلبي لحجم المؤسسة على القيمة السوقية للمجمع، حيث أن زيادة حجم المجمع بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بـ345.73 وحدة، وهذا يتناقض مع ما جاءت به النظرية المالية، حيث أن زيادة حجم المؤسسة يعني تقليل تعرضها لخطر الإفلاس بسبب قدرتها على تسيير مخاطرها من خلال الضمانات التي تمنحها من جهة، ومن جهة أخرى من خلال الاحتفاظ بالسيولة لمواجهة التزامات التسديد؛
- كما أن للرفع المالي أثر إيجابي على القيمة السوقية للمجمع، حيث أنه كلما زاد الرفع المالي بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بـ62.16 وحدة، حيث أنه عند الرفع في رأس المال من خلال زيادة نسبة الديون طويلة الأجل في هيكل تمويل المجمع، سوف يؤدي إلى زيادة نسبة مردودية الأموال الخاصة، وهذا بالضرورة سوف يؤدي إلى الاستفادة من الوفرات الضريبية التي تعتمد عليها آليات الرفع المالي، ويظهر ذلك من خلال الارتباط بين الرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة بنسبة 49.61%، بالإضافة إلى أن زيادة الرفع المالي يؤدي إلى زيادة الأرباح، وبالتالي زيادة نصيب السهم من الأرباح الموزعة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمجمع.

خلاصة:

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل تقديم دراسة قياسية تحليلية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL) في الفترة الممتدة من 2003-2012، حيث توصلنا إلى أن التقلب في القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL) من سنة إلى أخرى يعود إلى التغير في حجم السيولة نتيجة زيادة الفرص الاستثمارية، والتغير في حجم المجمع بسبب زيادة استثمارات معينة أو التنازل عن استثمارات أخرى، بالإضافة إلى التغير في مردودية الأموال الخاصة التي أثرت سلباً على القيمة السوقية للمجمع، وهي نتيجة مناقضة لما جاء في النظرية المالية.

كما أن عدم الإلمام الجيد بالظروف المحيطة بالمجمع جعل المسيرين يتخذون قرارات غير سليمة بخصوص توزيع أرباح المجمع، هذا ما جعل التوزيعات تتميز بالتذبذب خلال الفترة المدروسة، وبالتالي أدت إلى تقلب في القيمة السوقية للمجمع.

كما كان لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة تأثير على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، فاق تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة، مما يدل على أن المجمع يميل إلى الاحتجاز لوجود فرص استثمارية جيدة، وبالتالي تحقيق نمو في أسهمه، إضافة إلى تحقيق أرباح رأسمالية إذا ما تم بيع هذه الأسهم.

كان لسياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL) بشكل إيجابي، رغم التباين بين التوزيع والاحتجاز، ولعل العامل الأساسي في ذلك يتمثل في البيئة المحيطة بالمجمع والمنافسة الشديدة مع المؤسسات الأجنبية، لأن مجمع (SAIDAL) كان في وقت ماض من أكبر المؤسسات العربية الرائدة في صناعة الأدوية.

يعتبر هدف تعظيم القيمة من الأهداف الحديثة للإدارة المالية، والذي يتأثر بمختلفة القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، أبرزها قرار توزيع الأرباح، حيث يعتبر ذا أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة، لكونه يعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال احتجاز الأرباح دون الحاجة إلى الأطراف الخارجية، كما يحقق نمو في قيمتها عن طريق استخدام هذا المصدر التمويلي.

كما تعتبر سياسة توزيع الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، مما يحتم ضرورة المفاضلة بين التوزيع لإبراز الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة، والتي تنعكس على قيمة أسهمها، و الاحتجاز لتحقيق تمويل كافي لاستثماراتها، وفي هذا الصدد ظهرت العديد من وجهات النظر حول وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من عدمه، بنيت على أساس افتراضات وجود كفاءة للأسواق أو انعدامها، حيث نجد على العموم ثلاثة آراء أساسية حول هذا الموضوع، فمنهم من يرى أن لا تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث أن هذه الأخيرة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على تحقيق الأرباح. في الجهة المقابلة هناك من يعارض هذا الرأي ويرى أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة عندما لا يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد المتوقع للاستثمار، وأن المبالغة في احتجاز الأرباح يؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم. وهناك رأي آخر يقضي بأن احتجاز الأرباح ينتج عنه زيادة في قيمة المؤسسة، بسبب التمايز بين معدلات الضريبة المفروضة على التوزيعات ومعدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية.

أولاً: نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية.

• نتائج الدراسة النظرية:

من خلال ما قمنا بدراسته في الفصول النظرية من مفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح، والنظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، توصلنا إلى مجموعة من النتائج نلخصها فيما يلي:

➤ يعتبر هدف تعظيم القيمة وليداً للانتقادات التي وجهت لتعظيم الربح كهدف اقتصادي، تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقه؛

- صعوبة تحديد قيمة المؤسسة، وذلك لارتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة في حد ذاتها، وكذلك ارتباط عملية التقييم بعوامل خاصة بالمنفعة التي يراها كل شخص، والتي على أساسها يقوم بتقدير قيمة المؤسسة، وهذا ما أدى إلى تعدد نماذج التقييم، وبالتالي تعدد القيم؛
- تتمثل سياسة توزيع الأرباح في عملية الموازنة بين توزيع الأرباح على المساهمين، واحتجاز الأرباح لاستغلالها وإعادة استثمارها بهدف التوسع وتمويل مختلف عمليات النمو؛
- يتم توزيع الأرباح على شكلين نقدي وعيني، حيث لا يتوقف هذا التوزيع على الأرباح المحققة فقط، بل يشمل تغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، وتوفير السيولة التي يمكن الحصول عليها من خلال قروض قصيرة الأجل لتمويل قرارات التوزيع؛
- وجود العديد من النماذج التي حاولت تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح، حيث اعتمدت في مجملها على الأرباح الجارية، والإشارات المالية التي يتم إيصالها من خلال توزيع هذه الأرباح؛
- اختلاف وجهات النظر حول وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فنجد أن نظرية سياسة التوزيعات الشخصية لـ (Miller & Modigliani) نفت وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وأن ثروة المساهم تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، أما نظرية عصفور في اليد لـ (Gordon & Lintner) فتري أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة المؤسسة، حيث أن التخفيض من احتجاز الأرباح يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم، وتؤديها في ذلك نظرية الوكالة في كون تكاليف الوكالة تقل بزيادة التوزيعات، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين فيما لا يحقق المنفعة لهم، أما نظرية التمييز الضريبي فتري عكس نظرية (Gordon & Lintner) في أن احتجاز الأرباح هو الذي يؤثر على قيمة المؤسسة؛
- عدم وجود وسيلة مثلى لاختبار مصداقية النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

• نتائج الدراسة التطبيقية:

من خلال قيامنا بالدراسة القياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، توصلنا إلى مجموعة من النتائج، التي تساعدنا على إثبات صحة الفرضيات من عدمها، والتي سنعرضها في النقاط التالية:

➤ وجود علاقة طردية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، أي أن نصيب السهم من التوزيعات يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى: (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية لمجمع

(SAIDAL))، وتتطابق هذه النتيجة مع نظرية (Gordon & Lintner)؛

➤ وجود علاقة طردية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، بمعنى أن احتجاز الأرباح يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمجمع، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية: (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع

(SAIDAL))، وتتطابق هذه النتيجة مع ما جاءت به نظرية التمييز الضريبي؛

➤ تتأثر القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL) إيجابيا بمردودية الأصل الاقتصادي والرفع المالي، حيث أن تحقيق المجمع لنتيجة اقتصادية جيدة يؤدي إلى زيادة نصيب السهم من الأرباح المحققة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمجمع، كما أن الرفع في رأس المال من خلال الاقتراض يؤدي إلى تعظيم الأرباح إذا ما استغلت هذه القروض في مشاريع مجدية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمجمع؛

➤ تؤثر مردودية الأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL) سلبيا، وهي نتيجة مناقضة لما جاءت به النظرية المالية، حيث أن زيادة احتجاز الأرباح يعني وجود فرص استثمارية جيدة، هذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمجمع من جهة، ومن جهة أخرى بما أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية للمجمع فإن مردودية الأموال الخاصة بالضرورة سوف تؤثر على القيمة السوقية، وكذلك بالنسبة لمردودية الأصل الاقتصادي، بما أنها تؤثر إيجابيا على القيمة السوقية للمجمع فإن مردودية الأموال الخاصة لابد أن تؤثر إيجابيا على القيمة السوقية له؛

➤ يؤثر حجم السيولة سلبيا على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، لأن الاحتفاظ بالسيولة يعني تحمل تكلفة لفرصة ضائعة، نتيجة لتجميد الأموال، وعدم إعادة استثمارها في مشاريع مجدية، تحقق أرباح يكون لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمجمع؛

➤ كما يؤثر حجم المؤسسة سلباً على القيمة السوقية للمجمع، وهذا يتناقض مع ما جاءت به النظرية المالية، حيث أن زيادة حجم المؤسسة يعني تقليل مخاطر الإفلاس نتيجة لوجود الضمانات، إضافة إلى كبر حجم الاستثمارات، وبالتالي زيادة المردودية (مردودية الأصل الاقتصادي، مردودية الأموال الخاصة) التي تنعكس بالإيجاب على القيمة السوقية للمجمع.

ثانياً: الاقتراحات

بناءً على ما تقدم يمكن أن نخلص إلى جملة من الاقتراحات، يمكن إيجازها فيما يلي:

- يتعين على المؤسسات المسعرة في البورصة والهادفة إلى تعظيم قيمتها، القيام بأبحاث ودراسات لمعرفة العوامل المؤثرة على قيمتها السوقية؛
- ضرورة وضع إستراتيجية فعالة من طرف المسيرين للقيام بالمفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها؛
- استغلال سياسة توزيع الأرباح في إحداث أثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دون اعتبارها إجراء دوري يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح؛
- القيام بدراسة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة قبل القيام بإجراء التوزيعات، وتكوين هيكل مالي أمثل يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، واستغلالها كإشارات مالية ترسلها المؤسسة إلى المستثمرين وتعكس الأداء الجيد للمؤسسة؛
- ضرورة الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المسعرة في البورصة.

ثالثاً: آفاق الدراسة

وفي الأخير يمكن القول بأن هذه الدراسة كغيرها من الدراسات، تبقى بها بعض النقائص سواء من الجانب المنهجي أو المعلوماتي، إلا أننا نرجو أن تكون بمثابة محاولة لفتح المجال أمام بحوث ودراسات أخرى حول هذا الموضوع، والذي يبقى مجاله واسعاً للدراسة والتعمق فيه.

وفي هذا الصدد يمكن أن نقترح بعض المواضيع التي تبينت من خلال هذه الدراسة أنها جديرة بالدراسة والاهتمام، نذكر منها:

- دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة؛

- بناء نموذج لمحددات قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؛
- أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم السوقية؛
- أثر التخفيض في توزيعات الأرباح على قرارات المستثمرين؛
- أثر التدفقات النقدية على قيمة المؤسسة؛
- أثر تطبيق آليات الهندسة المالية على قيمة المؤسسة؛
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة.

قائمة المراجع

I. باللغة العربية:

أ. الكتب:

1. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2012.
2. جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
3. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية متقدمة (الشركات المتقدمة)، دار اليازوري، عمان، 2010.
4. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
5. حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر و التوزيع، الأردن، 2009.
6. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
7. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
8. السعيد بربيش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
9. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
10. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
11. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
12. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
13. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
14. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
15. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

16. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
17. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
18. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
19. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
20. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.
21. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
- ب. الجرائد والمجلات:**
22. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 19 المؤرخة في 25 مارس 2009.
23. هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد السابع عشر، جامعة بغداد، 2008.
24. هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، 2007.
25. هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.
26. هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردين)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، 2010.
27. يحيى سعدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة الوادي، 2012.
28. محمد زرقون، أثر الاككتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010.

29. سليم كرار عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد التاسع والعشرين، المجلد التاسع، جامع الكوفة، 2013.
30. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي (الإسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2004.
31. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.
32. عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40، تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011.
33. عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013.
34. عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.
35. عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008.
36. قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAMP)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، العدد الخامس، جامعة سطيف، 2005.
37. صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.

ج. المدخلات والملتقيات:

38. هوارى سويسي، عبد القادر دبون، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08-09 مارس 2005.

39. مليكة زغيب، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، 2004.

40. نعيمة يحيوي، حكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، يومي 06-07 ماي 2012.

41. سعيد بريكة، سعيد مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، الملتقى

الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009.

42. عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق

الأسهم السعودي، ملتقى وطني حول دور المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، جامعة

الملك سعود، يومي 5-6 ديسمبر 2006.

د. الرسائل والأطروحات:

43. بهاء صبحي عواد، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاساتها على القيمة السوقية

للشركة، أطروحة دكتوراه فلسفة في التمويل، كلية إدارة الأعمال، جامعة عمان العربية، 2011.

44. بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في

الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03،

2010.

45. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر،

أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

46. ياسمينة جلال، المحاسبة عن تكاليف البحث والتطوير وفق النظام المحاسبي في الجزائر والمعايير

المحاسبية الدولية، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010.

47. محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد

وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.

48. محمد زيد وقاد، أثر السياسات المتبعة في توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم وحجم تداوله، مذكرة ماجيستر في إدارة الأعمال، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، 2008.
49. مي أحمد عبد الظاهر زيدان، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجيستر في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2012.
50. نسبية حسين نصيرات، أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة، مذكرة ماجيستر، تخصص علوم مالية ومصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، 2013.
51. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجيستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012.
52. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجيستر، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009.
53. عماد زياد رمضان، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية، أطروحة دكتوراه في فلسفة التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2004.
54. عمر بوسلامي، دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجيستر، تخصص إدارة الأعمال الإستراتيجية للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية، التسيير والعلوم التجارية، جامعة سطيف 01، 2013.
55. صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجيستر، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.

II. باللغة الأجنبية:

1. Les livres:

56. Arnaud Thauvron, *Evaluation d'entreprise*, 3^e édition, Economica, Paris, 2000.

57. Barreau & Jacqueline Delahaye, **Gestion financière**, 15^e édition, Dunod, Paris, 2006.
58. Béatrice & Francis Grandguillet, **Analyse Financière**, 7^e édition, Gualio Lexteso Editions, 2001.
59. De Marzo & autres, **Finance d'entreprise**, Pearson Education, Paris, 2008.
60. Georges Depallens & Jean Pierre Jobard, **Gestion financière**, 10^e édition, Sirey, Paris, 1990.
61. Hubert de la Bruslerie, **Analyse financière**, 4^e édition, Dunod, Paris, 2010.
62. Isabelle Cardoret & autres, **Econometrie appliquée (Méthodes , Application, Corrigées)**, 2^e édition, de Boeck, Bruxelles, 2009.
63. Jacques Teulie & Patrick Topsaclian, **Finance**, 4^e édition, Edition Vuibert, Paris, 2005.
64. Jean Brilman & Claude Marie, **Manuel d'évaluation des entreprise**, les Editions d'organization, Paris, 1990.
65. Jean Michel Palou, **Les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revenue Fiduciaire, Paris, 2003.
66. Mondher Bellalah , **Gestion financière**, 2^e édition, Economica, Paris, 2004.
67. Mondher Cherif, **Techniques modernes d'évaluation des entreprises** ellipses, Paris, 2007.
68. Nguéna Jokung Octave, **Mathématique et gestion financière**, 1^e édition, Edition de Boeck, Paris, 2004.
69. Patrick Della Faille , **Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises**, Editions larcier, Bruxelles, 2001.
70. Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 9^e Edition, Dalloz, Paris, 2011.
71. Sébastien Dossogne, **Valorisation et cession d'entreprise**, edipro, Bruxelles, 2003.

2. Les articles:

72. Christophe Boucher, **La convention nouvelle économie**, Université Paris-Nord, CEPN, Mars 2000, , Disponible sur le site : <http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/convne.pdf>.
73. John Lintner, **Distribution of income of corporation among dividends, retained earnings, and taxes**, the american economic review, Vol.46, papers and proceedings of the sixty-eight annual meeting the american economic association, 2007.
74. Mondher Bellalah, **Réflexions sur la politique optimale de dividende en présence de coûts d'information**, Cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX Dauphine.

75. Reda Fahmi, **Dividendes et théorie d'agence**, Disponible sur le site : [fr.slideshare.net /dividende-et-theorie-d-agence](http://fr.slideshare.net/dividende-et-theorie-d-agence).

3. Les thèses:

76. Dounia Kerzabi, Les déterminants de la valeur actionnariale :cas des entreprises maghrébines cotée en bourse, Thèse en vue de l'obtention du Doctorat, Option Économie Monétaire et Financière, Faculté des science économique, commerciale et des science de gestion, Université Abou Baker Belkaid, Tlemcen, 2014.
77. Marc- André Lapointe, **Risque, Réputation et signalisation par le dividende**, thèse de doctorat, Université Catholique de Luvain, Faculté des sciences économiques, sociales et politiques, Canada, 1995.
78. Moh Maher Sabih Musmar, **Dividend Policy and Share Price Volatility Empirical Evidende from Jordon**, a thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Banking and Finance Science, Yarmouk University, Irbid, Jordon, 2007.
79. Peerapat Wongchaiwat, **Politique de dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie**, Thèse pour obtenir du grade de docteur de l'Université de Paris I Phanthéon-Sorbonne, Discipline sciences économiques, Paris, 2011.
80. Sujata Kapoor, **Impact of dividend policy on shareholders value :A study of Indian firms**, synopsis of the thesis to be submitted in fulfillment of the requirements for degree of doctor of philosophy in management, Jaypee Institute of Information Technology, Noida, India, 2009.

4. Les sites électroniques :

81. www.sgbv.dz.
82. www.saidalgroup.dz.
83. www.cosob.org.

الملخص:

تهدف الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث تناولت الدراسة مجمع صيدال (SAIDAL)، خلال الفترة الممتدة من 2003-2012. وقد خلصت الدراسة على المستوى النظري إلى بروز ثلاث اتجاهات حول وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، منها من يرى أن هناك تأثير، ومنها من يعارض ذلك، ومنها من ينسب وجود تأثير للأرباح المحتجزة على قيمة المؤسسة، أما بالنسبة للجانب التطبيقي، فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير الإيجابي لنصيب السهم من الأرباح الموزعة ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة، حيث أن هذا الأخير فاق في تأثيره على القيمة السوقية للمجمع نصيب السهم من الأرباح الموزعة، مما يعني وجود فرص استثمارية جيدة، يتم استغلالها من أجل تحقيق أرباح أكبر يكون لها تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، نصيب السهم من الأرباح الموزعة.

Le Résumé :

Cette étude vise à analyser l'impact de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise, on a pris le groupe SAIDAL sur la période de 2003 à 2012.

Le débat sur l'émergence de l'effet de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise, a conclu ; la première voit la présence de l'impact, en outre on a refusée, et la dernière est attribué que le dividende non distribue à un impact de la politique de dividende sur la valeur d'entreprise. l'étude empirique a révélé qu'il y'a un impact de la politique de dividende sur la valeur d'entreprise, a travers l'impact positif de dividende par action et le dividende non distribue par action, et on a constaté que l'impact positif des dividendes non distribue est supérieures que l'impact des dividende sur la valeur de l'entreprise, que l'on peut interpréter par l'existence des opportunités d'investissement que l'on peut exploiter pour dégager plus de bénéfice.

Les mot clés : la politique de dividende, la valeur d'entreprise, le dividende par action, le dividende non distribue par action.