

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحي -جيجل-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة قياسية لمؤسسة اوريدو القطرية خلال الفترة 2011 إلى 2020

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذة:

بوزنيط غالية

إعداد الطالبتين:

❖ رويح خديجة

❖ خلوف مديحة

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	محاضر ب	أمين كعواش
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	مساعد أ	غالية بوزنيط
مناقشا	جامعة جيجل	مساعد أ	مختار بن اعمر

السنة الجامعية: 2021-2022



شكر وتقدير

الحمد لله الذي هدانا إلى نور العلم وميزنا بالعقل
الذي يسير طريقنا نحمده حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه
والذي وفقنا في إتمام هذا العمل.

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان وأسمى عبارات التقدير والاحترام الى
الأستاذة الفاضلة
"بوزنيط غالية"

التي تكرمت علينا بقبول الإشراف على هذه المذكرة. وعلى
تشجيعاتها وتوجيهاتها ونصائحها القيمة.
كما أتقدم بجزيلي شكري وخالص امتناني إلى من ساعدنا في إنجاز
هذا العمل المتواضع، وأخص بالذكر:

الأستاذ: بوميمز فيصل

الأستاذ: قيرة عمر

نتقدم بجزيل الشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة
على قبولهم هذه المذكرة وتحملهم عناء قراءة وتقييم هذا العمل.

الإهداء

إلى من قال الله فيهما عز وجل "... وقل ربي ارحمهما كما
ربياني صغيرا..."

اهدي ثمرة جهدي هذا إلى اعز وأغلى إنسانة في حياتي، التي
أنارت دربي بدعائها، إلى من تشاركني أفراحي وأحزاني إلى نبع
الحنان إلى أروع امرأة في حياتي: **أمي الغالية**
إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة، الذي لم
يبخل على بأي شيء، إلى من سعى من أجل راحتني ونجاحي،
إلى اعز رجل في حياتي:

أبي الغالي.

إلى روح جدي الطاهرة، إلى جدتي سكينه شفاها الله وأطال في
عمرها.

إلى من بوجودهم قوة ومحبة لا حدود لها جعلهم الله سندا لي
إخوتي الأعزاء: خالد، عماد، شعيب، إدريس، ياسر وأختي
الصغيرة إيناس.

إلى أصحاب القلوب الكبيرة وذوي الوجوه النضيرة جدي وجدتي أ
طال الله عمرهما

إلى عماتي وأعمامي جزاكم الله خيرا.

إلى من ساندي وخطى معي خطواتي، ويسر لي الصعاب، إلى
زوجي العزيز الذي تحمل الكثير وعانى، إلى التي لم تبخلني
يوما بدعائها حماتي أطال الله في عمرها.

إلى من سانديني في هذا العمل المولود الذي سأرزق به بادن
الله.

إلى زميلتي العزيزة التي ساندتني في هذا العمل المتواضع
"مديحة".
خديجة

الإهداء

قال تعالى " قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون "

إلى روح جدي الطاهرة رحمة الله عليه

اهدي ثمرة جهدي :

إلى من ساندتني في صلاتها ودعائها.....إلى من سهرت الليالي تتبر
دربي .

إلى من تشاركني أفراحي وأحزانيإلى نبع الحنان والعطف إلى
أجمل

ابتسامة في حياتي، إلى أروع امرأة في الوجود: "أمي الغالية".

إلى من علمني أن الدنيا كفاحوسلاحها العلم والمعرفة .
إلى الذي لم يبخل على بأي شيء.....إلى من سعى لأجل راحتي
ونجاحي

إلى أعظم واعز رجل في الكون: "أبي العزيز".

إلى الذين ظفرت بهم هدية من الأقدار إخوة عرفوا معنى الأخوة :إخوتي
وأخواتي الأحباء كل باسمه وفقهم الله في حياتهم ،إلى رمز البراءة الذي

ازداد في عائلتنا ابن أخي "تاج الدين"

إلى من شاركني وخطى معي خطواتي، ويسر لي الصعاب، إلى خطيبي
"هشام".

إلى من سرنا سويا ونحن نشق الطريق معا نحو النجاح والإبداع.... إلى من

تكاثنا يدا بيد ونحن نقطف زهرة تعلمنا إلى صديقاتي نجبية وأميرة إلى
زميلتي في هذا العمل المتواضع خديجة.

إلى كل من نسيهم القلم وحفظهم القلب.

مديحة

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	شكر وتقدير
II	الإهداء
IV	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الرموز و المختصرات
أ	مقدمة
الفصل الأول:مدخل حول سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية	
7	تمهيد
8	المبحث الأول:الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
8	المطلب الأول ماهية سياسة توزيع الأرباح
14	المطلب الثاني: إجراءات ودوافع سياسة توزيع الأرباح
17	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
22	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية للمؤسسة
22	المطلب الأول:ماهية قيمة المؤسسة
24	المطلب الثاني: طرق تحديد قيمة المؤسسة
35	المطلب الثالث:تقييم المؤسسة من خلال القيمة السوقية للسهم
42	خلاصة
الفصل الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة	
44	تمهيد
45	المبحث الأول: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للمؤسسة في ظل فروض السوق الكامل
45	المطلب الأول: المقاربات النظرية المفسرة للعلاقة توزيع الأرباح / قيمة المؤسسة في ظل ظروف التأكد التام
49	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للعلاقة توزيع الأرباح/ قيمة المؤسسة في ظل

	ظروف عدم التأكد
53	المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للمؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل
53	المطلب الأول: سياسة التوزيعات ونظرية الإشارة والمعلومات
56	المطلب الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي
60	المطلب الثالث: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة واثـر الزبون
66	خلاصة
الفصل الثالث: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية	
68	تمهيد
69	المبحث الأول: المبحث الأول: تقديم شركة اوريدو القطرية (Ooredoo)
69	المطلب الأول: التعريف بشركة اوريدو القطرية
69	المطلب الثاني: خدمات شركة اوريدو القطرية
71	المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية.
71	المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة
73	المطلب الثاني: تحديد و عرض متغيرات دراسة
75	المطلب الثالث: عرض و تحليل نتائج الدراسة
84	خلاصة
86	الخاتمة
90	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
10	سياسة التوزيع وفق معدل توزيع ثابت	1-1
11	سياسة توزيع أرباح تعتمد على نسبة ثابتة لتوزيع الأرباح على تذبذب سعر السهم السوقي	2-1
12	سياسة توزيع أرباح تعتمد على مبالغ ثابتة	3-1
33	أهم مؤشرات القيمة	4-1
70	بطاقة فنية لشركة اوريدو القطرية	1-3
75	عرض متغيرات الدراسة	2-3
76	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	3-3
79	نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة	4-3
79	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل	5-3
80	مراحل استبعاد متغيرات الدراسة	6-3
81	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل النهائي	7-3
82	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل النهائي	8-3

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
16	السلم الزمني لدفع التوزيعات	1-1
52	العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة (مقاربة جوردن في ظل عدم التأكد)	1-2
54	اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة من منظور نظرية الإشارة	2-2
57	تطور معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية USA	3-2
73	مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)	1-3

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
بيان الدخل الموحد 2011	01
بيان الدخل الموحد 2012	02
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2013	03
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2014	04
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2015	05
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2016	06
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2017	07
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2018	08
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2019	09
بيان الربح أو الخسارة الموحد 2020	10
مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	11
نموذج الانحدار المتعدد قبل التعديل	12
نموذج الانحدار المتعدد بعد التعديل	13

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز/الاختصار	الدلالة
β	معامل يقيس المخاطر النظامية
A	
ANC	الأصل المحاسبي الصافي
ANCC	الأصل المحاسبي الصافي المصحح
B	
B	الأرباح الرأسمالية
BPA	الربح المقدر للسهم الواحد
BFRE	رأس المال العامل للاستغلال
BRA	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة
C	
CB	القدرة الربحية
CPNE	الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال
COV (Div, R _M)	التباين المشترك بين عائد التوزيعات ومردودية السوق
CA	إجمالي المبيعات
D	
D	الديون
DCF	التدفق النقدي المتاح
DR	فترة الاسترداد
Div	توزيعات الأرباح
Dis	حجم السيولة
DPA	نصيب السهم من التوزيعات
E	
EPS	ربحية السهم الواحد
EBE	الفائض الإجمالي للاستغلال
EQ	إجمالي حقوق الملكية
F	

الأعباء المالية	FF
التدفقات للأصل المالي	Fi
تدفق الخزينة المتاح	Ft
G	
معدل نمو التوزيعات	g
معدل نمو السهم في السوق	gm
فائض القيمة	Gw
I	
معدل الفائدة	i
K	
معدل المردودية المطلوب	K
معدل العائد المتوقع	K*
L	
حجم المؤسسة	LNAE
اللوغاريتم العشري	log
M	
القيمة السوقية المضافة	MVA
موديكلياني وميلر	M & M
N	
عدد الأسهم الجديدة	N*
عدد الأسهم القديمة	N
النتيجة الصافية بعد الضريبة	NR
P	
مضاعف السعر / العائد	PER
الناتج المحلي الخام	PIB
سعر السهم السوقي في بداية الفترة	P₀
سعر السهم السوقي في نهاية الفترة	P₁
بديل المخاطرة	PR
R	
الأرباح المتوقعة	R*

معامل التحديد	R^2
مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)	R_{cp}
مردودية السوق	R_M
النتيجة الصافية المالية	R_{net}
نتيجة الاستغلال	R_{exp}
معدل المردودية بدون خطر	RSR
العائد على حقوق الملكية	ROE
T	
معدل الاستحداث	t
معدل المردودية	t_R
الضريبة على التوزيعات	T_{Div}
V	
قيمة المؤسسة	V_e
القيمة النهائية	V_n
القيمة الجوهرية	VS

مقدمة

أصبح التركيز على تعظيم قيمة المؤسسة أحد أهم الأهداف الاستراتيجية التي تسعى إدارة المؤسسات إلى تحقيقها من خلال التفكير المستمر في زيادة القيمة السوقية لأسهما في الأسواق المالية بدلا من التركيز على تعظيم الربح فقط. وانطلاقا من هذه الوضعية عرفت الإدارة المالية تطورا بالغ الأهمية في العقود الأخيرة من القرن السابق، فبعد أن كان دورها منصب على حدود ضيقة، أصبح اليوم واسع الاهتمام ليتجاوز دورها 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.

فالبحت الدائم عن الاستمرارية وتحقيق معدلات مقبولة للأداء يرتبط ارتباط وثيقا بمخرجات الإدارة المالية من مختلف القرارات خاصة المالية منها، فتعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة لا يمكن أن يتأتى إلى من خلال توزيع أرباح تتماشى مع تطلعات هؤلاء المالكين، حيث إن توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارات مالية ترسل إلى السوق المالي تترجم على أن المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة.

لكن في ظل الظروف التي تنشط فيها المؤسسة التي أقل ما يقال عنها أنها مضطربة وبعيدة كل البعد عن الاستقرار تجعل سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذ على مستوى المؤسسة حيث تجد هذه الأخيرة نفسها دائما بين ثنائية نسبة الأرباح الموزعة التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة والحاجة إلى التمويل الذاتي في صورة الأرباح المحتجزة لمقابلة مختلف الفرص الاستثمارية، وما حجم الدراسات التي تناولت هذا الموضوع إلا دليلا على حجم الجدل الذي أثير ومازال يثار حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة.

وانطلاقا من هذه المعطيات تأتي دراستنا هذه بغية معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة على مستوى مؤسسة "اوريدو" القطرية.

1. إشكالية البحث

بناء على كل ما سبق يمكن إدراج الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو (Ooredoo) القطرية ؟

لمعالجة هذه الإشكالية والوصول إلى إجابة عليها ، عملنا على تحليلها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- هل هناك تأثير لنصيب السهم من الأرباح المحققة على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية ؟
- هل هناك تأثير لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية ؟
- هل هناك تأثير لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية ؟

➤ هل هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو القطرية ؟

II. فرضيات الدراسة

من اجل تحليل إشكالية الدراسة سوف نقوم بصياغة الفرضية الرئيسية التالية:

هناك تأثير مباشر لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمؤسسة "اوريدو" القطرية

وتندرج ضمن هذه الفرضية مجموعة من الفرضيات الفرعية على النحو التالي:

- هناك أثر موجب بين نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة السوقية لسهم مؤسسة اوريدو القطرية ؛
- هناك أثر موجب بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية لسهم مؤسسة اوريدو القطرية ؛
- هناك أثر موجب بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لسهم مؤسسة اوريدو القطرية .

III. أهمية الموضوع

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 باعتبارها من أهم القرارات المالية بعد كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار، والتي أصبحت حاليا تلقى اهتماما كبيرا لما يستعمل فيها من أساليب علمية؛
- مساهمة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع .

IV. أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف والمتمثلة في :

- إعطاء نظرة عامة حول سياسة توزيع الأرباح ؛
- محاولة الإحاطة بالعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة والطرق التي يتم بموجبها تقييمها ؛
- التعرف على مختلف وجهات النظر فيما يتعلق بأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ؛
- تجسيد العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة من خلال دراسة قياسية لمؤسسة اوريدو القطرية .

V. المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة

بغية الإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية المشتقة منها، ومن اجل الإحاطة بالجوانب المختلفة للموضوع ، تم الاعتماد على المنهج الوصفي، من خلال تقديم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ، والمنهج التاريخي من خلال عرض تطورات خلق القيمة، إضافة إلى المنهج التحليلي من خلال تفسير وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وذلك بتحليل العلاقات الرياضية ، أما في

الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي -التحليلي- ، من خلال جمع البيانات وتحليلها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 12 ثم تقديم تحليل لمخرجات هذا البرنامج .
أما عن الأدوات المستخدمة في الدراسة فتم الاعتماد على الكتب والمذكرات المرتبطة بالموضوع، وكذلك المقالات والملتقيات المنشورة على المواقع الالكترونية والمجلات العلمية، بالإضافة إلى القوائم المالية والتقارير المالية، والمنشورة على المواقع الالكترونية التالية:

- الموقع الالكتروني www. argaam. com.
- الموقع الالكتروني www.ooredoo.com
- الموقع الالكتروني www .ooredoo .qa.com

VI. أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار هذا الموضوع استنادا لجملة من الاعتبارات أهمها:

➤ الأسباب الموضوعية :

- ✓ قلة البحوث الأكاديمية حول سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ؛
- ✓ الأهمية البالغة التي تحظى بها سياسة توزيع الأرباح في إطار النظرية المالية.

➤ الأسباب الذاتية :

- ✓ الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع الذي يندرج ضمن التخصص.

VII. إطار الدراسة

لمعالجة إشكالية البحث قمنا بحصر الدراسة بالشكل التالي :

- الإطار الموضوعي: تسعى هذه الدراسة إلى توضيح اثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.
- الإطار المكاني : شملت الدراسة القياسية لمؤسسة اوريدو (Ooredoo) القطرية .
- الإطار الزمني: تغطي الدراسة القياسية فترة عشر سنوات ممتدة من 2011 إلى 2020.

VIII. الدراسات السابقة في الموضوع

من بين الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث نذكر :

- دراسة علي بن الضب (2009) بعنوان: "دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة"، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ما عدا القطاع المالي، كما خلصت الدراسة إلى

أن الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح لها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، كما أن هناك متغيرات أخرى لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردودات، حجم السيولة، و المخاطر المالية، وتوصل الباحث إلى أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكثر من تأثير الهيكل المالي.

- دراسة عبد الكريم بوحادرة (2012) بعنوان: "دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم" هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة الرابطة بين سياسة التوزيعات والسعر السوقي للسهم قوية في مجملها، وهذا رغم اختلاف الميول إلى التوزيع والاحتجاز وأثر كل منها على قيمة السهم.
- دراسة عبد الوهاب دادن، حورية بديدة (2011) بعنوان: "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 خلال فترة 2007-2009". توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما كشفت النتائج عن عدم وجود 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 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"، هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين توزيعات الأرباح و أسعار أسهم الشركات، حيث توصل الباحث إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الربحية للسهم الواحد، تاريخ الإعلان عن التوزيعات، ربحية السهم المحتجزة وسعر السهم، و أن ربحية السهم الواحد تؤثر على سعر السهم و حجم التداول، و لكن الأرباح الموزعة في شكل نقدي أكثر تأثيراً، و ربحية السهم تفوق الأرباح غير العادية للسهم الواحد.
- دراسة رشيد حفصي (2016) بعنوان: "دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي للفترة 2011-2014". هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم على قيمة السهم، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم.

من اجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة والتساؤلات الفرعية ، قمنا بمعالجة موضوعنا من خلال جانبين الجانب النظري يحتوي على فصلين والجانب التطبيقي يضم فصلا واحدا ، وعليه فان الهيكل العام للدراسة قسم كالآتي:

الفصل الأول تحت عنوان مدخل حول سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة وقد تم تقسيمه إلى مبحثين ، المبحث الأول تم التطرق فيه إلى الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والمبحث الثاني الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية للمؤسسة .

الفصل الثاني تحت عنوان النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة ، قمنا بتقسيمه إلى مبحثين أيضا ، المبحث الأول تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل فروض السوق الكامل ، المبحث الثاني تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل .

الفصل الثالث بعنوان دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية ، وينقسم إلى مبحثين المبحث الأول تقديم مؤسسة اوريدو القطرية (ooredoo) ، والمبحث الثاني دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية من خلال تحليل وتفسير نموذج الدراسة .

X. صعوبات الدراسة

لقيت عملية انجاز هذه الدراسة جملة من الصعوبات أهمها :

- ضيق الفترة الزمنية لإعداد الدراسة ؛
- صعوبة استخراج بعض المعلومات المالية من الموقع الالكتروني الخاص بالمؤسسة محل الدراسة ؛
- نقص المراجع التي تربط العلاقة بين متغيري الدراسة؛
- صعوبة التنقل إلى بورصة قطر لإجراء الدراسة الميدانية .

الفصل الأول:

مدخل حول سياسة توزيع الأرباح والقيمة
السوقية للمؤسسة

المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع
الأرباح

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية
للمؤسسة

تمهيد:

من بين الأهداف الأساسية للنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأسواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية و التي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على قيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة، ومن بين هذه القرارات نجد " قرار توزيع الأرباح" الذي يعني المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكيل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وحيث أن الأرباح المحتجزة تعتبر مصدر التمويل الاستثماري والتوسع في المؤسسة وهذا مرغوب به من جهة، فإن توزيع الأرباح مرغوب به من جهة أخرى أيضا.

يعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة أي تعظيم ثروة المالك 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) لا بد من تحقيق تراكم الثروة والذي يقاس بمدى خلق القيمة.

سنقوم في هذا الفصل بالتطرق إلى مدخل حول سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، من خلال تقسيمه إلى مبحثين، الأول عالجا فيه الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني تطرقنا إلى الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية للمؤسسة.

المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة 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. وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، ولإحاطة بالجوانب الأساسية لهذه السياسة سنتطرق في المطلب الأول لمفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح ثم تقديم أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح في المطلب الثاني، وإجراءات والسياسات المتبعة في توزيع الأرباح في المطلب الثالث، أما المطلب الرابع فسنخصصه للعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

سنحاول من خلال هذا المطلب تقديم مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح.

أولاً: مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح

❖ مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق لتعريف سياسة توزيع الأرباح نقوم أولاً بتعريف توزيع الأرباح، حيث يمكن اعتبار توزيعات الأرباح على أنها:

"النقد والأسهم، أو أي نوع من ملكية المؤسسة سيتم توزيعه على حملة أسهمها ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عنه في أي وقت، إلا أن التوزيعات لا تمثل التزام قانوني على المؤسسة أي انه خيار للمجلس"¹.
أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح فتعرف على أنها²: "أحد القرارات الإستراتيجية التي من شأنها التأثير على مستقبل المؤسسة".

وفي تعريف آخر فسياسة توزيع الأرباح هي "مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتقوم المؤسسات عموماً بوضع سياستها بما يتلاءم مع أهدافها"³.
كما تعرف أيضاً بأنها "كيفية توزيع الأرباح التي حققتها المنشأة، احتجازها وإعادة استثمارها في المنشأة، وتوزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو في شكل أسهم"⁴.

¹ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص ص 457، 458.

² قدام جمال، ترافاس جمال الدين، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية المجلد الخامس، العدد 2، 2019، ص 48.

³ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 373.

⁴ عاطف جابر طه عبد الرحمان، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العلمي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 294.

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

❖ أهمية سياسة توزيع الأرباح

يمكن القول أن أهمية قرار توزيع الأرباح تتضح من دوره في تعظيم مساهمته في زيادة ثروة المساهمين ، حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي ينعكس ، في تعظيم ثروة المساهمين¹. فسياسة التوزيع التي تنتهجها المؤسسة تؤثر على اتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في تلك المؤسسة، كما تؤثر على هيكل التمويل وعلى التدفقات النقدية والسيولة ومعدل النمو وتكلفة التمويل. حيث تهدف المؤسسة من وراء اختيار سياسة توزيع معينة إلى تعظيم ثروة المساهمين من خلال سياسة التوزيع المثلى².

ثانياً: أنواع سياسات توزيع الأرباح

فيما يلي سيتم التطرق لأهم السياسات المتبعة في توزيع أرباح المؤسسات على النحو التالي:

❖ سياسة توزيع الأرباح بمعدل ثابت constant-Payot-ration dividende Policy

تقوم المؤسسة وفقاً لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح (من كل دينار ربح)، يتم توزيعها على المساهمين على شكل نقد. وتحسب بقسمة مقدار توزيع أرباح السهم الواحد (dps) على ربحية السهم الواحد (EPS).

$$pay - out - ratio = \frac{dps}{eps}$$

علماً أن نسبة (EPS) تحسب من خلال قسمة صافي الربح (القابل للتوزيع وليس المقرر توزيعه كتوزيع أرباح) على عدد الأسهم المصدرة ، فسياسة توزيع الأرباح التي تعتمد على نسبة ثابتة تقوم على تثبيت هذه النسبة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع أرباح المساهمين³. ويمكن توضيح هذه الآلية من خلال الجدول الذي يوضح توزيعات أرباح مفترضة لمؤسسة ما على مدار 10 سنوات.

¹ أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008، ص 208.

² عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 294، 295.

³ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 376.

الجدول رقم (1-1): سياسة التوزيع وفق معدل توزيع ثابت.

السنة	ربحية السهم	توزيعات السهم	معدل التوزيعات للسهم
1996	2,0	1,0	50%
1997	2,20	1,10	50%
1998	2,40	1,20	50%
1999	2,50	1,25	50%
2000	1,90	1,45	50%
2001	2,20	1,10	50%
2002	2,50	1,25	50%
2003	2,60	1,30	50%
2004	2,80	1,40	50%
2005	3,0	1,50	50%

المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 216.

يتضح من خلاله أن المؤسسة تتبع سياسة التوزيعات بمعدل مئوي ثابت 50 من الربح حيث تحتجز الشركة ما نسبته 50% من الربح لأغراض الاستثمار. كما يلاحظ عندما تنخفض الأرباح فإن التوزيعات النقدية تنخفض بالتالي والعكس، وهذا يعني أن درجة التقلب في ربحية السهم تساوي درجة التقلب في التوزيعات¹.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 216.

الجدول رقم (1-2): سياسة توزيع أرباح تعتمد على نسبة ثابتة لتوزيع الأرباح على تذبذب سعر السهم
السوقي.

السنة	ربحية السهم (EPS)	مقسوم أرباح السهم الواحد مقسوم ثابتة 40 (dps) بنسبة	متوسط سعر السهم السوقي
2001	-0,5	0,00	42,00
2000	3,00	1,20	52,00
1999	1,75	0,70	48,00
1998	-1,50	0,00	38,00
1997	2,00	0,80	46,00
1996	4,50	1,80	50,00

المصدر: اسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2012، ص 376.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن توزيعات الأرباح زادت في العامين 2000 و 1999 ولكنها انخفضت في السنوات السابقة. ففي السنوات التي انخفضت فيها توزيعات الأرباح، فان سعر السهم السوقي قد انخفض أيضا والعكس صحيح.

❖ سياسة توزيع الأرباح المنتظمة réguler dividende Policy

يتم وفقا لهذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين وذلك بصرف النظر عن مستوى الأرباح الذي تحققه المؤسسة كل سنة، وفي ضوء ذلك فان هذا المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغا مستقرا من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى فترة زمنية أخرى. وبالتالي فان معظم المنظمات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات المحن المالية التي تتعرض لها¹.
والجدول أدناه يبين البيانات المالية الخاصة بمؤسسة ما تعتمد سياسة توزيع الأرباح المنتظمة.

¹ احمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 218.

الجدول رقم (1-3): سياسة توزيع أرباح تعتمد على مبالغ ثابتة

السنة	ربحية السهم الواحد	توزيعات أرباح السهم الواحد	متوسط سعر السهم السوقى
2008	4,5	1,50	47,50
2007	3,9	1,50	46,50
2006	4,6	1,50	45,00
2005	4,2	1,00	43,00
2004	5,0	1,00	42,00
2003	2,0	1,00	38,50
2002	2,0	1,00	38,00
2001	3,0	1,00	36,00
2000	0,75	1,00	33,00
1999	0,50	1,00	33,00
1998	2,70	1,00	33,50

المصدر: اسعد حميد العلي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 377.

يلاحظ من الجدول السابق أن المؤسسة التي تتبع سياسة التوزيعات في شكل مبلغ نقدي ثابت عن كل سهم مدى السنوات¹. ولكن المؤسسة في عام 2006 قامت بزيادة المبلغ المدفوع سنويا لكل سهم من دولار واحد إلى 1,5 دولار وذلك لان المؤسسة حققت زيادة في نسبة ربحية السهم الواحد وعلى مدى ثلاث سنوات متصلة 2006، 2004، 2005 وهذه الزيادة في EPS وفي dps انعكست إيجابا في زيادة متوسط سعر السهم السوقى بالرغم أن هناك تذبذب بسيط في متوسط السعر².

وتوجد العديد من الأسباب التي تدفع المؤسسات نحو اتخاذ قرار بتنفيذ سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت

يمكن توضيحها بإيجاز فيما يلي³:

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص 199.

² اسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 378.

³ عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 399.

- ✓ يعتقد كثير من المديرين إن سياسة التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- ✓ إن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات أما سياسة التوزيع غير المستقرة فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض أسعار الأسهم.
- ✓ يترتب على سياسة التوزيع مبلغ نقدي ثابت عدم وجود المعلومات الخاطئة.

❖ سياسة توزيع الأرباح المنتظمة زائد الإضافات réguler and extra dividende Policy

تقوم هذه السياسة نحو إتباع المؤسسة لسياسة توزيع أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة ، وتنتج المؤسسة نحو زيادة هذه التوزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة وتستخدم هذه السياسة من قبل المؤسسات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها وباستخدام هذه السياسة " فان المؤسسة تعطي المساهمين دخل ثابت يزيد من ثقتهم في المؤسسة ، وكذلك تعطيهم زيادة في توزيعات الأرباح تسمح لهم بمشاركة المؤسسة في أرباحها في الأوقات الجيدة"¹. ولذلك نجد أن هذه التوزيعات الإضافية تتوقف على أرباح الشركة ، واحتياجاتها من الأموال وهو ما تتبعه شركة "جنرال موتورز"².

وفي الفروع السابقة كان التركيز على الطريقة الأكثر استخداما في توزيع الأرباح وهي توزيع الأرباح النقدية، ولكن هناك أشكال أخرى لتوزيع الأرباح موضحة كالآتي:

➤ الأسهم المجانية stock dividende

يقصد بها إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية على أن يتم سداد قيمة ما حصل عليه من نصيب من الأرباح المحتجزة³. وفقا لهذه الطريقة تقوم المؤسسة بتوزيع أسهم عادية على المساهمين عوض مبالغ نقدية. بمعنى أن المؤسسة تحتفظ بعدد من الأسهم الجديدة لكي توزعها على المساهمين دون أن تطلب منهم سداد أي نقدية. وفي حقيقة الأمر فإن المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات من قبل المؤسسة هي توزيعات في شكل أسهم بدلا من التوزيعات النقدية⁴.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص406.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص199.

³ عدنان تاليه أنعمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008، ص462.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص ص 369، 370.

➤ تجزئة الأسهم stock splits

لا تعتبر تجزئة الأسهم سياسة من سياسات توزيع الأرباح، إلا أنها احد أشكال توزيع الأرباح، والتي تتبعها المؤسسة عندما تعتقد أن سعر سهمها السوقي مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية، ويتم القيام بالتجزئة قبل إصدار أسهم جديدة من أجل زيادة تداول سهم المؤسسة في السوق وبالتالي تحفيز المستثمرين على التعامل بأسهمها الجديدة، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم¹.

فعلى سبيل المثال²: عندما تقوم المؤسسة بتجزئة الأسهم بنسبة 2 إلى 1 فإن المساهم الذي كان يمتلك 1000 سهما يصبح الآن يمتلك 2000 سهم. فإن كان السهم قبل التجزئة 10 دنانير، وبالتالي يصبح بعد التجزئة 5 دنانير.

➤ إعادة شراء الأسهم stock repurchases

قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية " وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق"³. وعندما تقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق المالي فإن الدافع الرئيسي لها هو لتوزيع نقد أكثر على المساهمين وهذا يزيد من حصة أو ربحية السهم الواحد EPS⁴.

المطلب الثاني: إجراءات ودوافع سياسة توزيع الأرباح

سنحاول من خلال هذا المطلب تقديم إجراءات سياسة توزيع الأرباح وكذلك دوافع هذه السياسة.

أولاً: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق إلى إجراءات سياسة توزيع الأرباح، يتعين علينا معرفة الفئات المعنية بعملية توزيع الأرباح وهي⁵:

- الفئة الأولى: الإدارة العليا التي تهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويلي سهل وتحت اليد للاستثمارات مستقبلاً.
- الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم ونستطيع إن نقسمهم إلى قسمين:

¹ Brigham, Eugene F, Houston, Gael F, **Fundamentals of Financial Management, 10th Edition**, Thomson, Boston, MA-2004, p666.

² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص380.

³ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة (مدخل اتخاذ القرارات)، الجزء الأول، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص204.

⁴ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص381.

⁵ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، دار اليازوري، عمان، 2010، ص205، 206.

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

✓ كبار المساهمون وهم فئة أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظارين:

• إذا كان معدل العائد على الاستثمار في المؤسسة أكبر من معدل العائد على الاستثمار في السوق فإنهم يفضلون احتجاز الأرباح.

• أما في حالة كون معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أصغر من معدل العائد على الاستثمار في السوق، فإنهم يفضلون توزيع الأرباح.

وعلى العموم هناك بعض الإجراءات التي تعتمد عليها الإدارة المالية في توزيع الأرباح على المساهمين وعادة تكون مبنية على أربع تواريخ مهمة كما يلي¹:

➤ **تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح (Déclaration Date):** وهو تاريخ اجتماع مجلس إدارة المؤسسة، واتخاذ القرار بتوزيع الأرباح على المساهمين.

➤ **تاريخ ظهور أسماء المساهمين في السجلات (Date of Record):** وهو التاريخ الذي تظهر فيه قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناء عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات.

➤ **تاريخ التوزيعات السابقة (EX- Dividende Date):** وهو تاريخ انتهاء حق المساهم الجديد في الحصول على توزيعات الأرباح، وعادة ما يحدد هذا التاريخ ب 4 أيام عمل سابقة على تاريخ ظهور الأسماء في السجلات، فإذا انتقلت ملكية السهم خلال هذه الأيام الأربعة فلا يحق للمساهم الجديد الحصول على التوزيعات.

➤ **تاريخ دفع التوزيعات (Payement Date):** وهو التاريخ الذي يمكن للمساهم فيه الحصول على شيكات الأرباح الموزعة، أو يتم فيه إرسال الشيكات بالبريد للمساهمين.

والشكل التالي يوضح التواريخ المهمة لإجراء سياسة توزيع الأرباح.

¹فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، عمان، إثراء للنشر، 2013، ص 263، 264.

الشكل رقم (1-1): السلم الزمني لدفع التوزيعات

يوم تعريف قائمة المساهمين		يوم التوزيعات السابقة	
يوم الدفع	3-2 أسابيع	3-2 أسابيع	يوم الإعلان
توزيعات الأرباح	المؤسسة تضع قائمة المساهمون الذين سيحصلون على	السهم يجب إن يشتري في هذا التاريخ لكي يحصل المستثمر على توزيعات الأرباح.	مجلس الإدارة يعلن عن توزيعات أرباح الأسهم.
تدفع للمساهمين.	توزيعات الأرباح.	الأرباح.	

Source: DAMODARAN. A, Finance d'entreprise, Théorie et pratique, 1^{ère} édition, Traduction de la 2^{ème} américaine sous la direction de HIRIGOYEN. G&autres, De Boeck, Bruxelles, 2010, P 896.

ثانياً: دوافع سياسة توزيع الأرباح

قدم الأدب المحاسبي العديد من الدوافع التي تحفز الشركات على توزيع جزء من أرباحها وتتضمن هذه

الدوافع الآتية¹:

- تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح المؤسسة وأدائها.
- تحفيز المساهمين على الاحتفاظ باسهم المؤسسة وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الاكتتاب عند زيادة رأس المال.
- زيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال تلبية احتياجاتهم، والحد من استغلال صغار المساهمين.
- تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للمؤسسات.
- تسهيل رقابة سوق رأس المال على أنشطة المنشآت ومتابعة أدائها، تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة.

¹متولي عطية، إثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث، 2020، ص11.

كما تجدر الملاحظة إلى انه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية¹:

- ✓ في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة.
- ✓ إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من خلال المردودية والاستغلال.
- ✓ إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة.
- ✓ إذا حققت المؤسسة نمو معتبرا، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل.

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

- ✓ نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.
- ✓ إذا غرمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على الاكتتاب.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

وتتمثل العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح فيما يلي:

أولاً: العوامل الخارجية

هناك العديد من العوامل الخارجية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح نذكر منها:

- ❖ **التضخم**: يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار ، فارتفاع معدل التضخم غير المتوقع يترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم ، وذلك لسببين إحداهما مباشر والآخر غير مباشر، الأول يبرز من خلال الزيادة في معدل المردودية المطلوب لتغطية مخاطر التضخم ، أما السبب الغير المباشر مرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها ، ففي فترات التضخم يتوقع أن يفسر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة². حيث تؤثر معدلات التضخم المتوقعة على سياسة توزيع أرباح الشركة، فإذا كان من المتوقع زيادة معدل التضخم خلال الفترة المقبلة فان ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود ، مما يمثل عقبة أمام الشركة عند قيامها بإحلال أصولها التي انتهى عمرها الإنتاجي³.

¹ محمد زرقون، إثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص 86_85.

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

³ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 216.

❖ **الضرائب:** تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح حيث نميز ثلاث أنواع من الضرائب التي بدورها تؤثر على سياسة توزيع الأرباح وهي كالاتي:

✓ **الضرائب الشخصية على دخل المساهم**

يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه عملية سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح والمكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة زمنية أطول ، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية، أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات ، ويعني هذا أن النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية، وفقا للميزة الضريبية فان الملاك يفضلون أن تقوم المؤسسة بتمويل الاستثمارات من التمويل الداخلي أي من الأرباح وتدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن وحتى لو كانت الأرباح أو المكاسب الرأسمالية ليست لها أي ميزة ضريبية، ويرجع ذلك أن أي دينار تحققه المؤسسة في شكل أرباح وتحتجزه سواء في شكل سائل أو تعيد استثماره في أصول مولدة للدخل¹.

✓ **الضريبة على المبالغة في حجز 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 الأرباح².

✓ **الضرائب على أرباح الشركات**

إن الضريبة على أرباح الشركات على ضريبة نسبية مباشرة تقطع سنويا على مجمل الأرباح والمداخيل التي تحققها الشركات من طرف ولصالح الدولة بصفة إجبارية ونهائية و من دون أي مقابل، وهذا وفقا لقواعد قانونية محددة، وهذا الاقتطاع يفرض على الأرباح التي يحققها الأشخاص المعنويون الذين يخضعون إجباريا للنظام الحقيقي، دون الأخذ بعين الاعتبار لحجم رقم الأعمال المحقق و بعض الأشخاص الطبيعيين، وهذا حسب مقدرتهم التكاليفية بغرض استخدامه لتحقيق المنفعة العامة³.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قريا قص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص 449.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص ص403-404.

³ يوسف مامش، ناصر دداي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر، 2008، ص 210.

❖ **فرص الاستثمار المتاحة:** إذا لم ترغب المؤسسة في استثمار أرباحها في أصول إنتاجية، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً، ومن ناحية أخرى، إذا ما توفر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها. فليس من الشائع أو المألوف بالنسبة للمؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة والمتاح أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، ورغم ذلك فلا تستطيع ألا تجري توزيعات بصفة عامة وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح بدلاً من توزيع الجانب الأكبر منها واللجوء إلى التمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات، ويرجع ذلك لتفضيل الملاك للأرباح أو المكاسب الرأسمالية بدلاً من توزيع الربح في الوقت الحاضر¹.

ثانياً: العوامل الداخلية

تتأثر المؤسسة بالعديد من العوامل الداخلية وذلك نتيجة لأدائها المالي والاقتصادي وطريقة تصرفها في أرباحها المحققة إضافة إلى احتياجاتها التمويلية واستراتيجياتها المستقبلية.

❖ **هيكل الملكية:** إن إصدار أسهم جديدة كأسلوب للتمويل في الشركات الكبيرة لا يؤثر على المساهمين، إما الشركات الصغيرة أو متوسطة الحجم فإن المساهمين يعارضون هذا الأسلوب لأنه يؤدي تشتت الملكية نتيجة إضافة مساهمين جدد في المؤسسة، وذلك فإنهم يفضلون التمويل بالمدىونية أو بالأرباح المحتجزة على التمويل بالأسهم مما يؤدي إلى زيادة احتجاز الأرباح في مثل هذه المؤسسات وبالتالي انخفاض الأرباح الموزعة². حيث قامت دراسة (Norhasniza et Zuraidah , 2012) بدراسة أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح من خلال تطبيق نموذج بيانات مقطعية على 100 مؤسسة ماليزية خلال سنة 2010 وتوصلت في الأخير إلى أن متغير تركيز الملكية هو الوحيد المؤثر على سياسة توزيع الأرباح³.

❖ **المركز الائتماني والقدرة الافتراضية:** تعد درجة توافر السيولة عنصراً هاماً في قرار إجراءات التوزيعات النقدية، إلا أنه يمكن للمنشأة التغلب على عدم توافر السيولة عن طريق الحصول على قروض قصيرة الأجل لتمويل قرارات التوزيع وتوقف قدرة المؤسسة في حصولها على قروض لو أنها تتمتع بمركز مالي قوي وكذلك مدى توافر طاقة افتراضية 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

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 232.

² فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 267.

³ زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 03، 2018، ص 161.

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 السيولة¹.

❖ **السيولة:** إن قدرة الشركة على توزيع الأرباح يعتمد على حجم النقدية المتوفرة لديها ، ولا يعتمد على حجم الأرباح المحتجزة لديها لان التوزيعات لا تدفع من الأرباح المحتجزة وإنما من النقدية ، لذا فزيادة الأرباح المحتجزة في الشركة تؤدي إلى زيادة استثماراتها ، وزيادة قدرتها على خلق تدفقات نقدية ، كما يمكن استخدامها لتسديد الديون القائمة للشركة².

❖ **تكلفة الإصدار:** إذا كان أمام الإدارة فرصة لتنفيذ استثمارات جديدة فقد يكون من الأفضل احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها والالتجاء إلى إصدار أسهم عادية لتمويل تلك الاستثمارات ، يرجع هذا إلى ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية بالمقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة ، ونظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة التمويل وبين القيمة السوقية للمؤسسة ، فان احتجاز الأرباح في ظل هذه الظروف يعد سياسة حكيمة ، إذ من شأنها أن تسهم في تعظيم ثروة الملاك³.

❖ **تكلفة المعاملات:** إن قيام المستثمر ببيع وشراء الأوراق المالية يتكبده تكلفة يتمثل الجزء الأكبر منها في العولمة التي يحصل عليها السمسار، وبالتالي فإن سياسة احتجاز الأرباح تعد وسيلة غير مكلفة بالنسبة للمستثمر لزيادة ملكيته في المؤسسة، فالبديل لتحقيق ذلك إذا قامت المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية هو أن يتوجه حامل السهم إلى البورصة لشراء أسهم المؤسسة وفي هذه الحالة لن يستطيع أن يتجنب تكاليف المعاملات. إما إذا كان المستثمر يرغب في شراء أسهم مؤسسة أخرى، أو زيادة إنفاقه الاستهلاكي ففي هذه الحالة فسوف يفضل أن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية مرتفعة⁴.

❖ **تذبذب الأرباح:** كلما ازدادت درجة تذبذب أرباح المؤسسة كلما قلت نسبة توزيعات الأرباح والعكس صحيح ، أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح ونسبة التوزيعات علاقة عكسية فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فان قدرة الشركة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة ، نظرا لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية ، وعندما تتحقق هذه الأرباح فان إدارة الشركة تحتجز قدرا اكبر من الأرباح لسداد

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص416.

² فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص266.

³ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب الغربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص ص 716، 715.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص250.

احتياجاتها ، لذلك يؤدي استقرار الأرباح في الشركة إلى زيادة قدرتها على توزيع جزء أكبر من هذه الأرباح على المساهمين ¹.

❖ **الرغبة والسيطرة:** تؤدي سياسة التوزيعات السخية في الوقت التي توجد فيه الاحتياجات لتمويل المشاريع الاستثمارية ، إلى إصدار المزيد من الأسهم العادية لتعويض مصادر التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة ، هذه الطريقة قد لا تكون ملائمة خاصة للمؤسسات الصغيرة إذ من شأنه أن يضعف سيطرة المساهمين الحاليين ، يحدث هذا إذا لم يحصل المساهمون الحاليون على حصة مناسبة من الإصدار الجديد ².

ثالثا: العوامل القانونية والتعاقدية

❖ العوامل القانونية:

كثيرا ما تضع التشريعات قيودا على سياسة التوزيع الأرباح، من بين هذه القيود مايلي:

➤ **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 ³.

➤ **قيد صافي الأرباح:** قد يكون بديلا للقيد السابق، حيث يقضي بأنه لا ينبغي أن تجرى توزيعات ما لم تكون هناك أرباح سبق أن تحققت، والهدف هو منع الملاك من سحب استثماراتهم في رأس مال المؤسسة ⁴.

➤ **قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم:** يقتضي هذا القيد بأنه لا يمكن أن تدفع توزيعات نقدية إذا كان صافي المركز المالي للمؤسسة لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم المؤسسة المتداولة والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول المؤسسة تزيد على خصوصها بهامش يكون صغيرا بالمقارنة بأصول وخصوم المؤسسة ، مع ذلك يعتبر كحد أدنى كضمان للدائنين ⁵.

¹فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 267.

²حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2010، 2011، ص46.

³منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص337.

⁴منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص350.

⁵عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قريبا قص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص415.

➤ **قيد العقوبة الضريبية:** 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 يمكننا 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 الأرباح¹.

❖ العوامل التعاقدية:

قد تتضمن الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط والقيود تحد من حرية تصرف المؤسسة ، حماية الدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة ، قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال أو قيودا على الاستثمارات ، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح ، إلا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة².

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية للمؤسسة

تتخذ القيمة عدة مفاهيم وأنواع مختلفة ومجموعة من العوامل المؤثرة عليها، ولقياسها في المؤسسة توجد عدة طرق تحدد قيمتها. وهذا ما سنتطرق له من خلال هذا المبحث، بحيث سنتناول مفهوم وأنواع القيمة في المطلب الأول، العوامل المؤثرة لقيمة المؤسسة في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص لطرق تحديد قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: ماهية قيمة المؤسسة

يعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة من بين الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها وهذا من أجل المحافظة على استمراريتها، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده.

أولاً: مفهوم قيمة المؤسسة

تعرف القيمة على أنها: "ذلك المستوى من النوعية والذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليه"³.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 339.

² عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 235.

³ محفوظ جبار ، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الأول، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص 173.

كما تعرف القيمة على أنها: "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم و ذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط"¹. وتعرف أيضا على أنها "مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على العوائد المستقبلية، من وراء استخدام ذلك الأصل"².

وتعرف كذلك بأنها: "إجمالي القيمة الإجمالية للملكية وممتلكات الحقوق التي تخص المؤسسة، وبالتالي القيمة هي المؤشر الأكثر شمولاً على كفاءة المؤسسة (الحالة المالية، المخاطر الحالية، وتطورها... الخ)، وتعرف كذلك على أنها التدفقات النقدية المخصصة لها"³.

من خلال ما سبق يمكن القول إن القيمة مبلغ يدفع مقابل أصل معين في تاريخ التقييم فعندها تصبح

مجسدة في سعر، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها.

ثانياً: أنواع قيمة المؤسسة

للقيمة مفاهيم متعددة نذكر منها:

❖ القيمة السوقية

تعرف أيضا بالقيمة السوقية العادلة، وهي الأكثر شيوعاً لتقدير القيمة، وهي عبارة عن المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ومتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات صلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه⁴. وقد نصت معايير المحاسبة الدولية على أن السعر في السوق النشط يمثل أفضل دليل على القيمة العادلة للموجودات المراد قياسها وصفات السوق النشط هي⁵:

- ✓ عادة ما يكون بائع ومشتري في أي لحظة.
- ✓ الأسعار معلنة ومتوفرة للعامة.
- ✓ البنود التي يتم تداولها في هذا السوق تكون متجانسة.

¹ هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2007_2008، ص37.

² طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص11.

³ صابر بن عباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015_2016، ص3.

⁴ طارق عبد العال حماد، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص6،7.

⁵ سحنون بونعجة، محاسبة شركات التأمين من منظور معايير المحاسبة الدولية، الملتقى الدولي السابع حول الصناعة التأمينية- الواقع العلمي وآفاق التطوير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012، ص7.

❖ القيمة الاستثمارية

هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من تملك أصل بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر¹.
أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته، مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما²:

- ✓ القيمة الإضافية التي يمكن أن تتحقق خلال السنوات اللاحقة.
- ✓ حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم والظروف العامة.

❖ القيمة الدفترية

هي مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي، وتعتبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية، للأصل المعني ناقص جميع الاهتلاكات، بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية. هي بمثابة تحديد التكلفة الأصلية للأصول مع طرح الاحتياطات مثل الاهتلاكات، الديون المعدومة، أما بالنسبة لشركات المساهمة فان القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل أساسا في قسمه صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادلة، وذلك بعد خصم جميع الالتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة³.

المطلب الثاني: طرق تحديد قيمة المؤسسة

توجد عدة طرق لتحديد قيمة المؤسسة التي تختلف باختلاف المبادئ المرتكزة عليها، ويمكن تصنيف طرق تحديد قيمة المؤسسة إلى ثلاث طرق أساسية هي:

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

❖ طرق الذمة المالية

تعتمد طرق الذمة المالية أو ما يسمى بالطريقة المحاسبية على المعلومات الموجودة في الميزانية⁴.
والتي تشمل كل من⁵:

¹ سعيد بريكة، سمير 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، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص14.

³ سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص4،5.

⁴ Patrick Della Faille, **Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises**, Edition lancier, Bruxelles, 2001, P36.

⁵ Mondher Bellalah, **Gestion Financier**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2004, P87.

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛
- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛
- القيمة الجوهرية؛
- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

✓ 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:¹

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون} \dots\dots (1_1)$$

ويحسب أيضا بالعلاقة التالية:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{رأس المال الاجتماعي} + \text{الاحتياطات} + \text{النتيجة بعد التوزيع} \dots\dots (2_1)$$

وأیضا:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأموال الخاصة} - \text{التوزيعات المدفوعة} \dots\dots (3_1)$$

✓ طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)

تقوم هذه الطريقة على إعادة تصحيح وإعادة تقييم مختلف عناصر الأصول والخصوم في المؤسسة، يتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة، ولا اعتبارات محاسبية، ضريبية، تاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية تكون بعيدة عن "القيم الحقيقية" مما يستدعي إعادة تقييم، فهي طريقة مماثلة لسابقتها، إلا أن الاختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها².

ويمكن تعريفه بأنه: "الفرق بين قيمة الأصول والديون بعد حساب هذه القيمة، تكمل بتصحيحات أو إعادة تقييم لكل عنصر من العناصر المكونة للميزانية"³. وتحسب وفق المعادلة التالية:⁴

$$\text{الأصول الصافية الحقيقية (المصححة)} = \text{الأصول الصافية المحاسبية} + \text{زيادة القيمة} - \text{نقصان القيمة}$$

$$\dots\dots (4_1)$$

¹Ibid., P87_88.

²علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 05، العدد 01، جامعة عمار تليجي، الأغواط 2014، ص30-31.

³رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات دراسة مالية ومحاسبية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009_2010، ص61.

⁴Jean Michel Palon, *Comptabilité*, Groupe revue Fiduciaire, Paris, 2005, P152.

✓ القيمة الجوهرية (VSB)

القيمة الجوهرية تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من أجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق تحويل هذه الأصول، وهي تركز على الاستمرارية والنشاط¹. ويمكن حساب القيمة الجوهرية بالعلاقة التالية²:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال..... (5_1)

✓ الأموال الدائمة للاستغلال (CPNE)

وفيها يتم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال كطرف في العلاقة، باعتباره بديلا لما جاء كانتقاد لطريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما تعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال³. وتحسب بالطريقة التالية⁴:

الأموال الضرورية الدائمة للاستغلال = القيم الثابتة + الاستثمارات للاستغلال + الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال (BFRE).....(6_1)

❖ طرق المردودية

✓ الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح (DCF)

فالتدفق النقدي المتاح يعبر عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)⁵.

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح وفق العلاقة التالية⁶:

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال الصافية (خارج المصاريف المالية والضريبة على أرباح الشركات) + مخصصات الإهلاكات - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل + التنازل عن الأصول (صافي من الضريبة) - الاستثمارات..... (7_1)

¹ سفيان دلوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، جامعة سطيف، 2018، ص 198.

² علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 24_25.

³ سفيان دلوف، مرجع سبق ذكره، ص 198.

⁴ علي بن الضب، مرجع سابق، ص 25.

⁵ هوارى سويسي، عبد القادر دبون، مداخلة بعنوان أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 08_09 مارس 2005، ص 405.

⁶ Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, *gestion Financière*, 15^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, P136.

بعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح يمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:¹

$$Ve = \sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+K)^t} + \frac{Vn}{(1+K)^n} \dots \dots (1_8)$$

حيث:

FT: التدفق النقدي المتاح خلال الفترة t ؛

K: معدل الاستحداث ؛

Vn: القيمة النهائية ؛

n: عدد السنوات.

✓ الطرق المعتمدة على التوزيعات

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم السهم فهي تهدف إلى تحديد قيمة السهم أخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل. ويمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي:²

$$Ve = \sum_{i=1}^n \frac{Di}{(1+t)^i} + \frac{Vn}{(1+t)^n} \dots \dots (1_9)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة ؛

$\sum_{i=1}^n \frac{Di}{(1+t)^i}$: القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال الفترة ؛

$\frac{Vn}{(1+t)^n}$: القيمة الحالية لسعر إعادة التنازل عن السهم.

ومن بين أهم هذه الطرق نجد:

➤ نموذج جوردن شابيرو (النموذج الصفري) (Gordon Shapiro)³

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

$$Ve = \frac{DIV1}{K} \dots \dots (1_10)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة؛

DIV1: التوزيعات الجارية؛

K: معدل الاستحداث.

¹Nguéna Jokung Octave, **Mathématique et gestion Financière**, 1^éédition, Edition de Boeck, Paris, 2004, P236.

²نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004_2005، ص87.

³ Patrick Della Fille, op.cit, P74.

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:

$$Ve = \frac{DIV1}{1-g} \dots \dots (1_11)$$

حيث:

g : معدل نمو التوزيعات.

➤ نموذج بات (Bates)

يربط نموذج Bates بين PER في الحاضر و PER في المستقبل خلال الفترة n مع الأخذ بعين الاعتبار معدل النمو ومعدل التوزيع خلال هذه الفترة. ومعدل العائد المطلوب من قبل المساهم¹. ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقا لهذا النموذج كالتالي²:

$$Ve = \sum_{i=1}^n \frac{Div1}{(1+K)^t} + \frac{Vn}{(1+K)^n} \dots \dots (1_12)$$

حيث:

Div : التوزيعات؛

K : معدل الخصم.

➤ نموذج هولت (Holt)

يقوم هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج Bates، ويطبق على المؤسسات ذات درجة عالية من التطور والغرض من هذا النموذج تحديد بين نسبة السعر على العائد ومدة النمو. ثم يشارك المستثمر النتيجة التي حصل عليها النموذج من توقعاته الخاصة. ويمكن حساب النسبة بين Per للمؤسسة و Per للسوق كما يلي³:

$$\frac{PER_0}{PER_{0M}} = \left(\frac{(1+g) + \frac{Div}{co}}{1+gm + \frac{DivM}{coM}} \right)^n \dots \dots (1_13)$$

حيث:

$\frac{Div}{co}$ = عائد السهم؛

$\frac{DivM}{coM}$ = عائد السهم في السوق؛

gm : معدل نمو السهم في السوق؛

g : معدل النمو؛

n : عدد السنوات.

¹Pierre Venimmen, *Finance d'entreprise logique et politique*, 3^{ème} édition, Dalhoz, Paris, 1989, P78.

²Patrick Della Faille, Op. Cit, P76.

³Nguéna Jokung Octave, Op. Cit, P251.

✓ الطرق المرتكزة على الأرباح

لمعالجة قيمة المؤسسة بالاعتماد على الأرباح، تم تصنيف طرق التقييم إلى ثلاث طرق هي:

➤ رسملة الأرباح¹:

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

$$Ve = PER \times BPA \dots \dots (1_13)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة؛

PER: نسبة السعر على العائد؛

BPA: الربح المقدر للسهم الواحد.

➤ خصم الأرباح²

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

$$Ve = \sum_{i=1}^n \frac{R^*}{(1 + K)^n} \dots \dots (1_14)$$

حيث:

R*: الأرباح المتوقعة؛

K: معدل الخصم؛

n: عدد السنوات.

➤ فترة الاسترداد

تقوم طريقة فترة الاسترداد على تقييم طريقة سعر السهم، حيث تمثل فترة الحيازة سعر السهم مضاف إليها القيمة الحالية للأرباح المستقبلية³.

¹هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة ورقلة، 2007، ص116.

²Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, Op. Cit, P319.

³نعيمه غلاب، زينات دراجي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، من 07_03 أكتوبر 2006، ص7.

هذه الطريقة مشتقة من طريقة فترة الاسترداد المستحقة في تقييم المشاريع¹. وتحسب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية²:

$$DR = \frac{\log \left[Per \frac{(g-k)}{(1+k)} + 1 \right]}{\log \left(\frac{1+g}{1+k} \right)} \dots\dots\dots (1_15)$$

حيث:

DR: فترة الاسترداد؛

Per: مضاعف السعر على العائد؛

g : معدل النمو؛

K: معدل الخصم.

❖ الطرق المختلطة

تعتبر الطرق المختلطة من أهم طرق التقييم المالي، حيث تتميز في هذا الصدد بين الطرق التالية :
-فائض القيمة Cood Will؛
-المقارنة.

✓ طرق فائض القيمة Cood Will

يعرف فائض القيمة (شهرة المحل) على أنه القدرة التي تتمتع بها المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال عناصر مختلفة، وبالتالي فهو يمثل جميع العناصر المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة وبصفة عامة يعرف فائض القيمة على أنه محصلة جميع العناصر الداخلية والخارجية التي تعمل على تعظيم الأرباح المحققة أو التي يمكن تحقيقها من طرف المؤسسة³. يمكن حساب فائض القيمة بطريقتين هما:

➤ **الطريقة غير المباشرة:**توجد حسب هذا المعيار طريقة واحدة تسمى بطريقة المطبقين أو بالطريقة الألمانية،

يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة (GW) انطلاقا من القيمة الإجمالية، حيث يمثل الفرق بين

القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المصححة (ANCC)⁴.

¹جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2006_2007، ص65.

²Jean Michel Palou, **les Méthodes d'évaluation d'entreprise**, groupe Revenue Fiduciaire, Paris, 2003, P130.

³عبد القادر ديون، هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص401.

⁴ بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات البترولية، شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2003، ص108.

-الطريقة غير المباشرة الصافية¹

قيمة المؤسسة تمثل المتوسط بين قيمة المردودية والأصل الصافي المصحح.

$$V = \frac{(ANCC + VR)}{2} \dots \dots \dots (1_16)$$

حيث: V=B/r

والطريقة غير المباشرة تنص على أن GW هي الفرق بين قيمة المؤسسة الكلية والأصل الصافي المصحح، ومن ثم تصبح:

$$GW = \frac{1}{2i}(B - i \times ANCC) \dots \dots (1_17)$$

-الطريقة غير المباشرة الإجمالية

وذلك بتعويض الأصل الصافي المصحح بالقيمة الجوهرية الإجمالية:

$$GW = \frac{1}{2i}(B - i \times VsB) \dots \dots \dots (1_18)$$

➤ الطريقة المباشرة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة عكس السابق والتي يمكن التطرق لأهمها:

-الطريقة الأنجلوساكسونية:

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي Super-profit الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية في السوق المالية². حيث تكتب وفق العلاقة الآتية³:

• الطريقة الإجمالية

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(CB - i \times Vs)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i \times Vs) \dots \dots (1_19)$$

¹ علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² عبد القادر دبون، هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص403.

³ بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص123.

• الطريقة الصافية¹

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

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times ANCC) \dots \dots (1_20)$$

حيث:

V : تمثل قيمة المؤسسة؛

T : معدل الاستحداث بخطر مضاف إليه من 25 إلى 50 كعلاوة خطر؛

$ANCC$: الأصل الصافي المصحح؛

CB : القدرة الربحية؛

I : سعر الفائدة بدون خطر؛

VS : القيمة الجوهرية؛

B : الربح المصحح.

✓ إن القيمة ($i \times ANCC$) تمثل المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة عادية، وعندما تقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ريع فائض القيمة المسمى بـ (Good Will).

طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة². يقيم فائض القيمة ومن ثمة قيمة المؤسسة وفق الطريقة بالعلاقة التالية³:

$$GW = [CB - (VS + GW)] \times \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots \dots (1_21)$$

وعليه تكون قيمة المؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$VE = ANCC + (CB - t \times ANCC) \times \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots \dots (1_22)$$

¹علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص35.

²Mauguiere Henri, l'évaluation des entreprises non cotées, édition Dunod, Paris, 1990, P36.

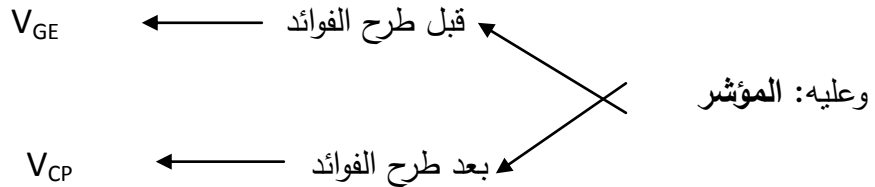
³Jean Michel Palou, Op. Cit, P96.

_الطرق المقارنة:

تسمح هذه الطريقة بتقييم المؤسسة بالمقارنة مع المؤسسات الأخرى فإن هذه الطريقة أصبحت شائعة جدا ويستخدمها المحللون الماليون بصورة منتظمة. حسب هذه الطريقة يتم اختيار عينة من المؤسسات المماثلة من حيث النشاط والتي سيتم تقييمها¹. وتعطى الصيغة العامة للمضاعف بالعلاقة التالية²:

$$\text{المضاعف} = \frac{\text{القيمة السوقية للأموال الخاصة او الكلية للمؤسسة}}{\text{مؤشر}} \dots\dots (23_1)$$

نلاحظ أن البسط يتألف من قيمة الأموال الخاصة والقيمة الكمية 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 الصافية³.



في الحالة العملية أهم المؤشرات الرئيسية المستعملة يمكن تصنيفها حسب نوع القيمة، وذلك من خلال الجدول التالي:

¹Arnaud Thauvron, **Evaluation D'entreprise**, 3^{ème} édition, Economica, Paris, 2000, P155.

²Arnaud Thauvron, Op. Cit, P 156.

³ Ibid. P-P 156 ,157.

جدول رقم (1-4): أهم مؤشرات القيمة

V_{GE}	V_{CP}
<p>رقم الأعمال، المعطيات الحقيقية، الفائض الإجمالي للاستغلال EBE، تدفق الخزينة المتاحة FT، نتيجة الاستغلال R_{exp}.</p>	<p>النتيجة الجارية، النتيجة الصافية R_{net}.</p>

Source: Arnaud Thauvron, Op. Cit, P158.

➤ مضاعف السعر/العائد (PER):

عبارة عن العلاقة بين سعر المؤسسة المسعرة وأرباح السهم فهو يسمح بإيجاد قيمة أصل بدلالة عدد مرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته¹. ويعطى المضاعف بالعلاقة التالية²:

$$\text{مضاعف السعر على العائد} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{الربح}} \dots\dots\dots (24_1)$$

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

يتمثل في حاصل قسمة القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية للعينه المختارة وهذا الحاصل يتم به رسملة النتيجة الاقتصادية للمؤسسة للحصول على قيمة المؤسسة الاقتصادية لهذه الأخيرة³. ويحسب المضاعف بالعلاقة التالية⁴:

$$\text{مضاعف نتيجة الاستغلال} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{نتيجة الاستغلال}} \dots\dots\dots (25_1)$$

➤ مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (VE/EBE):

يعتبر هذا المضاعف الأكثر استعمالاً من طرف المحللين الماليين، بالخصوص في القطاعات شديدة الرسملة، حيث تسمح بتقدير الربحية العملية (مردودية الاستغلال) للمؤسسة⁵. ويمكن الحصول على هذا المضاعف بالعلاقة التالية⁶:

$$\text{مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}} \dots\dots\dots (26_1)$$

¹ هواري سويسي، أهمية تقييم، مرجع سبق ذكره، ص 114.

² Arnaud Thauvron, Op. Cit, P160.

³ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 26.

⁴ Mondher Cherif, Op. Cit, P 44.

⁵ Jean Michel Palou, Op. Cit, P140.

⁶ Monther Cherif, Op. Cit, P 43.

➤ مضاعف رقم الأعمال (VE/CA):¹

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. يحسب مضاعف رقم الأعمال بالعلاقات التالية:

$$\text{مضاعف رقم الأعمال} = \frac{\text{للمؤسسة السوقية القيمة}}{\text{الاعمال رقم}} \dots\dots (27_1)$$

أو:

$$\text{مضاعف رقم الأعمال} = \frac{\text{رسملة السوق + الصافية الديون}}{\text{الاعمال رقم}} \dots\dots (28_1)$$

المطلب الثالث: تقييم المؤسسة من خلال القيمة السوقية للسهم

تمثل القيمة السوقية بشكل عام انعكاسا لقيمة الشركة باعتبارها من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها في التعبير عن قيمة الشركة، فهي عمود نجاح أو فشلها.

أولاً: تعريف السعر السوقي للسهم ومؤشراته

❖ تعريف السعر السوقي للسهم

تعتبر القيمة السوقية للسهم مؤشرا هاما لتقييم المؤسسة بحيث يكون عاكسا لما تحققه من أرباح أو خسائر ومن ثم قدرتها على النمو.

حيث تعرف: بأنها معيار للأداء ومقياس من وجهة نظر المالكين بالإضافة إلى أن قيمة المستثمر في السوق يمكن أن تتحدد من خلال السعر السوقي لأسهمها، فضلا عن أن المالية تنظر إلى هذه القيمة على أنها مؤشر لنجاح أو فشل الشركة².

وفي تعريف آخر: تعرف على أنها القيمة الاقتصادية لمجموع الأصول التي تحوزها المؤسسة من أجل تحقيق هدف الاستمرارية في النشاط و رسملة توزيعات الأرباح³.

¹ Idem.

² سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها على حجم التداول، دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، جامعة المثني، كلية الإدارة والاقتصاد، ص 380.

³ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2016، ص 184.

❖ مؤشرات القيمة السوقية

▪ نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم (PBR):

يمكن حساب القيمة الدفترية كالتالي¹:

$$\text{للشركة الدفترية القيمة} = \frac{\text{اجمالي حقوق الملكية - قيمة الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المتداولة}} \dots\dots\dots (29-1)$$

وإذا كان أداء الشركة جيداً فيفترض أن يباع السهم في السوق بأعلى من قيمته الدفترية، أما إذا كان أداء الشركة سيئاً، أي أنها تخسر، وأفاقها المستقبلية لا تدل على تحسن أدائها، فإن سعر سهمها في السوق يكون عادة أقل من قيمته الدفترية، ويمكن حساب نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم على النحو التالي:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{سعر السهم في السوق}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} \dots\dots\dots (30-1)$$

▪ عائد الاحتفاظ بالسهم (RD):

الغرض منه قياس المكاسب التي يحصل عليها عامل السهم نتيجة احتفاظه بهذا السهم من سنة لأخرى، وبحسب وفق المعادلة التالية²:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة - القيمة السوقية للسهم نهاية الفترة}}{\text{القيمة الدفترية للسهم في بداية الفترة}} \dots\dots\dots (31-1)$$

▪ القيمة السوقية المضافة (MVA): إن احتساب القيمة السوقية (MVA)، بموجب هذه الطريقة يستند إلى افتراض ثبات القيمة السوقية للديون طويلة الأجل و تكون مساوية لقيمتها الدفترية و عليه فأنها تحسب وفق العلاقة التالية³:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \frac{\text{القيمة السوقية لاسهم الشركة}}{\text{القيمة الدفترية لحقوق المالكين}} \dots\dots\dots (32-1)$$

▪ نسبة ربح السهم (EPS): يقيس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في السهم وبالتالي يساعد في اتخاذ القرار إما ببيع السهم أو الاحتفاظ به وبحسب وفق العلاقة التالية⁴:

$$\text{نسبة ربح السهم} = \frac{\text{توزيعات السهم العادي}}{\text{السعر السوقي للسهم}} \dots\dots\dots (33-1)$$

¹ عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودي مقارنة تاريخية، الطبقة الأولى، الفارابي للنشر والتوزيع، 2010، ص 66.

² وليد محمد الشباني، مبادئ المحاسبة والتقرير المالي، الطبعة الأولى، العبيكان للنشر، الرياض، 2014، ص 642.

³ عدنان تاليه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره،

⁴ محمد كمال عفانة، إدارة الائتمان المصرفي، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن 2018، ص 108.

ثانيا: العوامل المؤثرة في السعر السوقي للأسهم

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مرادفا لهدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم أي تعظيم ثروة الملاك، حيث أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات تتباين حسب البيئة الخارجية والداخلية لها.

أولاً: العوامل الخارجية

وتتمثل العوامل الخارجية في:

❖ متغيرات اقتصادية: وتشمل:

➤ **الناتج المحلي الخام (PIB):** وهو عبارة عن مجموع الناتج الاقتصادي الداخلي الجاري من السلع والخدمات النهائية مقيمة بسعر السوق خلال فترة زمنية معينة عادة هي السنة. ويعتبر الناتج المحلي الخام أحسن معيار للأداء الاقتصادي لبلد ما لأنه يعبر عن مقياس معدل 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 للناتج المحلي الخام يؤدي إلى الزيادة في عرض النقود بشكل قد يحدث التضخم والذي يؤدي إلى انخفاض في قيمة الأسهم.²

➤ **معدل التضخم:** يمكن القول أن التضخم هو ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع العام لمستوى الأسعار ، نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي.³ كما أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بافتراض ثبات العوامل الأخرى، حيث أن هنالك تأثير متبادل بين المتغيرات الكلية ومعدل التضخم وبالأحرى المتغيرات النقدية.⁴

❖ **السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تمارسها الدولة على المعروف من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.⁵ 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 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

¹السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص61، 62.

²منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص296.

³بلجية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص134.

⁴ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص46.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص291.

صارمة على الائتمان من خلال رفع معدل الفائدة يؤدي إلى طلب معدل مردودية مرتفع من طرف المستثمرين حيث أنه يمكن الحصول على مردودية أكبر من خلال أدوات الدين، وهذا ما قد ينعكس سلباً على القيمة السوقية للسهم¹.

❖ **السياسة المالية:** بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي، فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية ما يلي:

➤ **الضرائب:** فمضرائب الدخل المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباحها وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، كذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو، وتؤثر الضرائب أيضاً على الطلب على أوراق مالية معينة، وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة لكونها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه، وعليه فإن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية، ولكن أيضاً على الأسعار النسبية للأصول². كما أن لجوء الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات يترك أثر إيجابياً على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم، غير أن تخفيض معدل الضريبة آثارها السلبية التي تتمثل في تقليص موارد ميزانية الدولة، وتأمل الدولة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المؤسسات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح، وإذا حدث العكس يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للأسهم³.

➤ **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 بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع ومنه زيادة الطلب على أسهم الشركات الناشطة في ذلك القطاع أي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة⁴.

➤ **سعر الصرف:** يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث زادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية، فسعر الصرف خطر لجميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة خاصة، والمسير لا بد أن يسير هذا المخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية،

2006، ص 92.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 99.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 161.

⁴ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 46.

العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الشبح الذي قد يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية للمخطر إن كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى¹.

❖ **كفاءة سوق الأوراق المالية:** يقصد به السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات، 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، غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر².

وتتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وفق الخطوات التالية³:

- ✓ 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؛
- ✓ 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 تتعكس مباشرة على سعر الورقة المالية قيد التداول، ويميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة سبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم؛
- ✓ 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؛
- ✓ 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 .

¹المرجع نفسه.

²صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص181-182.

³المرجع السابق، ص185.

وخلاصة القول إنه 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.

ثانياً: العوامل الداخلية

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية، وتتمثل أساساً في مايلي:

❖ **ميكانيزمات الحوكمة:** جاء مفهوم حوكمة الشركات بعد ظهور نظرية الوكالة وما تضمنته من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين ، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين الأطراف في المؤسسات¹. ويمكن تعريف الحوكمة على أنها: "مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتم بها إدارة المؤسسات لتعظيم ربحية المؤسسة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين². 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 البلد³.

❖ **تكلفة التمويل:** ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، 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. فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما كان لذلك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، أي القيمة السوقية لأسهمها العادية⁴.

❖ **تكلفة الاستدانة:** أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثراً إيجابياً من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر الذي تحققه من الوفورات 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. وحرصاً من الدائنين والمقترضين

¹ يحي سعيدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة الوادي، 2012، ص184-185.

² محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص15.

³ نعيمة يحيوي، حكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 07-06ماي 2012، ص13.

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص427.

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 يندرج 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 المساهمون¹.

ثالثاً: قياس القيمة السوقية

يتم قياس القيمة السوقية تبعاً للمعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية} = (\text{أعلى سعر} + \text{أدنى سعر}) / 2 \dots\dots\dots (1-34)$$

إذ تم استعمال طريقة أعلى سعر وأدنى سعر وذلك لوجود تذبذب في الأسعار ولكونها تتوافق مع حساب القيمة السوقية في سوق للأوراق المالية، كما ويتم قياس القيمة السوقية من خلال نسبة القيمة السوقية في الشركة إلى القيمة الدفترية والتي تحسب من خلال نسبة القيمة السوقية في الشركة إلى القيمة الدفترية والتي تحسب من خلال تقسيم سعر السهم على القيمة الدفترية للسهم، فإذا كانت:

✓ **قيمة النسبة <1:** فإن هذا يدل أن الشركة تقوم بأفضل أداء بحسب تقييم المستثمرين في الأسواق المالية

وان ذلك انعكس بارتفاع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم. ومن المؤكد انه كلما ازدادت هذه النسبة عن الواحد كلما كان أداء الشركة أفضل، وينعكس ذلك بارتفاع سعر السهم في السوق،

✓ أما إذا كانت **قيمة النسبة =1:** فإن هذا يعني أن تقييم الأسواق المالية لأداء الشركة كان عادياً ومن ثم فإن سعر السهم في السوق لا يتجاوز القيمة الدفترية للسهم.

✓ أما إذا كانت **قيمة النسبة >1:** فإنها تدل على تقييم ضعيف لأداء الشركة من قبل الأسواق المالية ومن ثم يكون سعر السهم في السوق أدنى من قيمته الدفترية.

كذلك يتم قياس السعر السوقي بالاعتماد على المعادلة الآتية:

$$\text{السعر السوقي للسهم} = \text{نسبة الربح لكل سهم عادي} / \text{معدل العائد المطلوب}$$

إذ يعكس السعر السوقي للسهم معدل ربحية السهم الواحد حيث يزداد معدل القيمة السوقية في حين

تتخفض القيمة السوقية للسهم عندما تحقق المنشأة خسارة ما².

¹ عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، ص 18.

² سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، مرجع سبق ذكره، ص 380-381.

خلاصة

تضمن هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية، تناولت من خلاله مفهوم ودوافع وطبيعة سياسة توزيع الأرباح، إذ يتمثل في النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها ويمكن أن يكون التوزيع على شكل نقدي أو عيني، وتأخذ سياسة توزيع الأرباح أنواع مختلفة فقد تكون ثابتة أو منتظمة أو منخفضة ومتزايدة، إضافة إلى أشكال أخرى كالتوزيعات على شكل أسهم، معكوس الاشتقاق والتوزيعات الإضافية. ومن أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح نجد الضريبة حيث لها تأثيرات سواء في حالة إجراء توزيعات للأرباح أو القيام باحتجازها أو في حالة إعادة استثمار هذه الأرباح والتي قد ينتج عنها إعفاءات وتخفيضات ضريبية.

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. 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 أن إيجاد قيمة حقيقية للمؤسسة أمر صعب، وذلك لتعدد واختلاف طرق 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.

الفصل الثاني:

علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية المؤسسة

المبحث الأول: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة في ظل

فروض السوق الكامل

المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة في ظل

إسقاط فروض السوق الكامل

تمهيد

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، كونها تعكس قرارات إستراتيجية لما لها من تأثير بالغ على حياة ومستقبل المؤسسة، كما تعكس مختلف السياسات المنتهجة في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة.

كما يعد قرار سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات المالية التي يتخذها المسير المالي للمؤسسة واحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية المعاصرة، لأنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في تلك المؤسسة كما تؤثر على هيكل التمويل وعلى التدفقات النقدية والسيولة ومعدل النمو وتكلفة التمويل. بعد التطرق للإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة سنحاول في هذا الفصل التطرق للنظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وعرض مختلف وجهات النظر التي حاولت تحليل العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة.

على ضوء ما سبق سيتم تقسيم هذا الفصل كالتالي:

المبحث الأول: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل.

المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل.

المبحث الأول: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للمؤسسة في ظل فروض السوق الكامل

سنعالج في هذا المبحث النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل والمتمثلة في نظرية سياسة التوزيعات الشخصية، نظرية فان هورن ونظرية جوردن، ولقد قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، الأول بعنوان المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام والثاني في ظل ظروف عدم التأكد التام.

المطلب الأول: المقاربات النظرية المفسرة للعلاقة توزيع الأرباح / قيمة المؤسسة في ظل ظروف التأكد التام
سيتم من خلال هذا المطلب دراسة نظرية سياسة التوزيعات الشخصية لـ "ميلر ومديغلياني"، ونظرية "جوردن" وأخيرا نظرية "فان هورن".

أولا: نظرية سياسة التوزيعات الشخصية (MM)

من أهم أنصار هذه النظرية هما Modigliani et Miller سنة 1961 اللذان أوضح أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل من الأرباح وأكدوا أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة)¹. وذلك تحت جملة من الافتراضات والتي تتلخص فيما يلي²:

➤ إن المستثمر رشيد؛

➤ سياسة الاستثمار لدى المؤسسة ثابتة ولا تتغير،

➤ ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛

➤ المؤسسة تعمل في ظل ظروف السوق الكامل؛

➤ لا توجد تكلفة الإصدار أي أن المؤسسة لا تتحمل تكاليف عند قيامها بإصدار الأسهم والسندات؛

➤ المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفة مسبقا

وتقوم فكرة "مديغلياني وميلر" 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 لتلك الأسهم بعد الإعلان عن إجراء التوزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل

عليها حامل الأسهم، وإذا تم إجراء توزيعات فسوف تزيد ثروته بمقدار هذه التوزيعات، أما إذا لم تقم بأي

توزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم الذي يملكه بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها. وإذا كانت

سياسة توزيع الأرباح لاتهم حملة الأسهم العادية، فعلى المؤسسة ان تختار سياسة توزيع التي تناسبها دون

الانشغال بمدى جاذبية السياسة المتبعة لحملة الأسهم.

¹ عبد القادر بريش، مرجع سبق ذكره، ص13.

² زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، 1، سطيف، 2013، ص63.

لإثبات وجهة نظرهم رياضياً، و تحت افتراض أن المؤسسة يتكون رأسمالها من الأموال الخاصة فقط، وقد قررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها في إصدار أسهم عادية جديدة و ذلك كالتالي¹:

$$N^*.DPA = \Delta N . P_1 \dots\dots\dots (2_1)$$

حيث:

N^* عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA : توزيعات السهم الواحد؛

P_1 : سعر السهم بعد دفع التوزيعات.

وبما إننا في حالة التأكد التام، والأرباح ثابتة، وبنفس درجة المخاطرة، فان قيمة الأموال الخاصة تساوي ما

يلي:

$$N^*.P_0 = (N + \Delta N) . P_1 \dots\dots\dots (2_2)$$

حيث:

P_0 : سعر السهم قبل إجراء التوزيعات.

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

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

$$\Rightarrow N^*(P_0 - P_1) = N^*.DPA \Rightarrow P_0 - P_1 = DPA \dots\dots\dots (2 - 3)$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة، أن التوزيعات مساوية تماماً للتغيير في القيمة السوقية، فاي زيادة/ او

تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض / أو زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة².

ثانياً: نظرية (van Horne 1989)

لقد قام (van Horne) بإثبات عدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة اعتماداً على التدفقات

النقدية المستحدثة و تستند 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، و عليه فالقيمة السوقية للسهم يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية³:

$$P_0 = \frac{DPA + P_1}{1 + K} \dots\dots\dots (2 - 4)$$

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص 309-310.

² علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 141.

³ Michel Albouy, Décisions financières et création de valeur, Economica, Paris, 2000, P202.

حيث:

P_0 : سعر السهم في بداية الفترة؛

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة؛

DPA: نصيب السهم من التوزيعات؛

K: معدل المردودية المطلوب.

وفي حالة إذا ما قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة، فإن القيمة السوقية للأسهم القديمة (قيمة المؤسسة قبل الإصدار) يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$N \cdot P_0 = \frac{N \cdot DPA + (N + N^*)P_1 \cdot N \cdot P_1}{1 + K} \dots \dots (2 - 5)$$

حيث:

N: عدد الأسهم القديمة في بداية الفترة؛

N^* : عدد الأسهم الجديدة في نهاية الفترة.

ومن هذا يمكن القول إن القيمة السوقية للأسهم في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمين في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة، بحيث إن القيمة الأسهم هي القيمة التي تتسامى فيها الموارد المالية للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة.

ثالثا: نظرية جوردن 1959

يمثل نموذج "جوردن" واحد من أكثر النماذج التي قدمت تفسيراً لسياسة توزيعات الأرباح، حيث تقوم هذه النظرية على أساس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق وبالتالي على القيمة السوقية للسهم. بني "جوردن" نموذجه على مجموعة من الافتراضات، وتتمثل فيما يلي¹:

- لا تستخدم المؤسسة الاقتراض أو بمعنى آخر يفترض أن الشركة ممولة بالكامل عن طريق أموال الملكية؛
- لا يوجد إمكانية لدى المؤسسة لاستخدام التمويل الخارجي وترتبطا على ذلك سوف تستخدم الأرباح المحتجزة للتمويل لأي توسع متوقع وهو افتراض يتفق مع ما قدم 'التر' من قبل؛
- معدل العائدات على الاستثمار ثابت هو ما يحمل في طياته تجاهل الكفاءة الحدية للاستثمارات؛
- ثبات معدل الخصم (تكلفة الأموال) وما يحمل في طياته إهمال تأثير شريحة الحصر التي تنتمي لها المنشأة على معدل الخصم أو تكلفة الأموال؛
- أن المؤسسة مستمرة ولا تنقضي؛

¹ دريد كامل ال شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 212.

➤ عدم وجود ضرائب؛

➤ أن نسبة الأرباح المحتجزة بمجرد تحديدها تظل ثابتة ولا تتغير بعد ذلك وهو ما يمثل في طياته ثبات معدل النمو أيضا؛

➤ أن معدل النمو اقل من معدل الخصم (تكلفة الأموال). وإلا فإنه لا يمكن تحديد قيمة ذات معنى لسعر السهم¹.

ولقد اعتمد جوردين في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب ولقد صاغ جوردين نموذجه وفق المعادلة التالية:

$$Vn = \frac{EPS(1 - t)}{2K - R.T} \dots \dots (2 - 6)$$

حيث:

Vn: القيمة السوقية للسهم؛

EPS: ربحية السهم الواحد؛

T: نسبة الأرباح المحتجزة.

ووفق النموذج 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 اقل من قيمته الحقيقية، فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء². 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 الاستثمارات³.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 325

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

³ عبد القادر بريش، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-18.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لعلاقة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل ظروف عدم التأكد بعد دراسة المقاربات النظرية في حالة التأكد التام، سيتم دراسة المقاربات النظرية في ظل عدم التأكد. وتتمثل هذه المقاربات في: مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية، مقارنة عصفور في اليد. أولاً: مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية.

يصر "مدكلياني" و"ميلر" على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسة توزيع الأرباح، فحتى في ظل عدم التأكد ليكون 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 تقرها المؤسسة. فإذا كانت التوزيعات التي تقرها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالسيولة التي يحتاجها، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات¹.

ومن أجل أن نثبت هذه المقاربة نقوم بإتباع الخطوات التالية²:

نفرض أن نتيجة السنة السابقة RO والنتيجة التي سوف تتحقق في نهاية السنة الحالية هي R₁، ومبلغ الاستثمارات المراد تحقيقها للسنة الحالية هي I، ومع افتراض 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 إجرائها، وقد يترتب على ذلك ضرورة قيام المؤسسة بالحصول على مصادر خارجية D، وعليه نحصل على المعادلة التالية:

$$R + D = I + \text{Div} \dots \dots \dots (2 - 7)$$

حيث:

R: نتيجة السنة المالية؛

D: الديون؛

I: مبلغ الاستثمار؛

Div: توزيعات الأرباح.

ويمكن صياغة المعادلة السابقة كالتالي:

$$\text{Div} = R + D - I \dots \dots \dots (2 - 8)$$

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 52.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 323، 320.

وحصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية يترتب عليه أعباء دورية مالية (FF) محتملة التسديد تبعاً للوضع المالي للمؤسسة، مع احتمالية إفلاس المؤسسة في نهاية السنة الحالية ومنه تصبح المعادلة السابقة كالتالي:

$$Div_1 = R_1 - FF_1 \dots \dots \dots (2-9)$$

وبافتراض أن التمويل يكون بالأموال الخاصة فقط فإن قيمة المؤسسة/السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضاف لها قيمة الأموال الخاصة التي حصل عليها المساهمين وتكتب المعادلة كما يلي:

$$P_0 = D_0 + P_1 = \frac{D}{(1+k)} \dots \dots \dots (2-10)$$

حيث:

D_0 : الاستدانة في الزمن 0 و 1 على التوالي؛

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

K : تكلفة التمويل.

وبإعادة صياغة المعادلة السابقة بأسلوب المعادل المؤكد نحصل على المعادلة التالية:

$$P_1 = \frac{(Div_1 - PR \cdot COV(Div_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} \dots \dots \dots (2-11)$$

حيث:

PR : بديل المخاطرة (نسبة الفرق بين مردودية السوق و مردودية الأصل بدون خطر إلى تباين السوق) ؛

$COV (DIV_1, R_M)$: تباين المشترك بين عائد التوزيعات DIV_1 ومردودية السوق R_M ؛

R_{SR} : معدل المردودية بدون خطر.

وبتعويض (2-9) في المعادلة (2-11) نجد:

$$P_1 = \frac{R_1 - FF_1 - PR \cdot COV(R_1 - FF_1, R_M)}{(1 + R_{SR})} \dots \dots \dots (2-12)$$

وبما أن :

$$Cov ((R_1 - FF_1), R_M) = Cov (R_1, R_M) - Cov (FF_1, R_M) \dots \dots \dots (2-13)$$

وبتعويض العلاقة السابقة في (2-12) نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - PR \cdot Cov(R_1, R_M)) - (FF_1 - PR \cdot Cov(FF_1, R_M))}{(1 + R_{SR})} \dots \dots \dots (2-14)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم في القيمة الحالية للمصاريف المالية، والتي لاتخرج عن كونها قيمة للديون الحالية D ،

وبتعويضها نجد :

$$P1 = \frac{(R_1 - PR.Cov(R_1, R_m))}{(1 + R_{sr})} - D \dots \dots \dots (2 - 15)$$

وبتعويض (2-15) في المعادلة (2-10) نجد:

$$P0 = \frac{(R_1 - PR.Cov(R_1, R_m))}{(1 + R_{sr})} - D + D \dots \dots \dots (2 - 16)$$

وبتعويض المعادلة (2-8) في المعادلة (2-16) نجد:

$$P0 = R - I + D + \frac{(R_1 - PR.Cov(R_1, R_m)) - D}{(1 + R_{sr})} \dots \dots \dots (2 - 17)$$

ومنه:

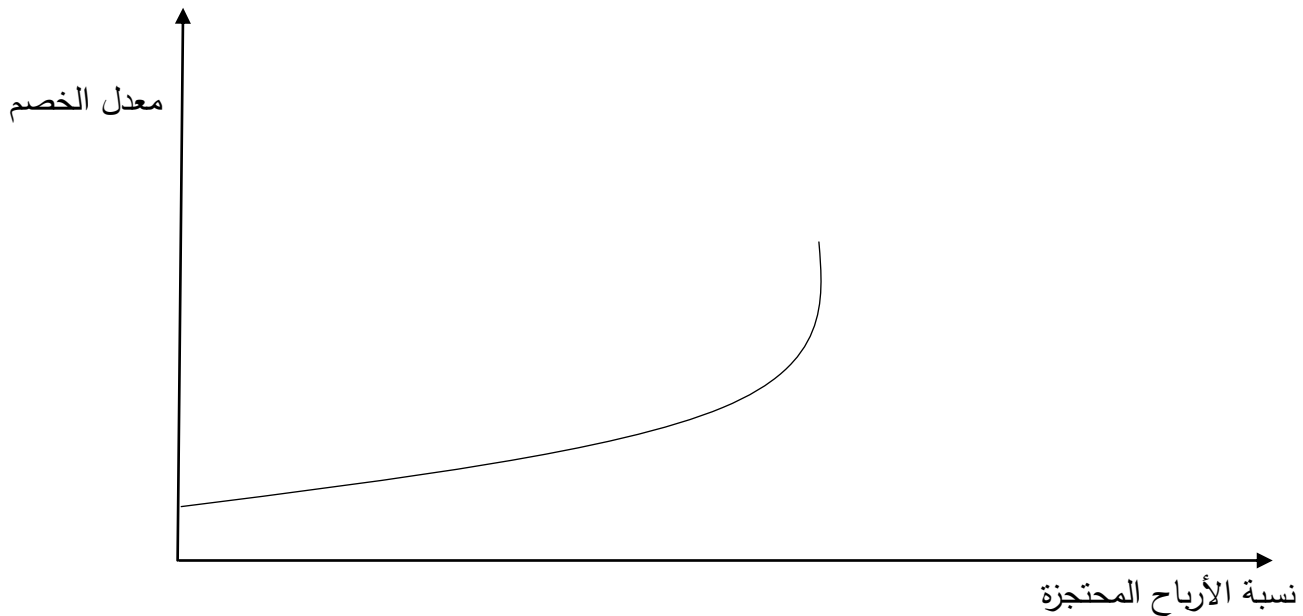
$$P0 = \frac{R_0 - I + (R_1 - PR.Cov(R_1, R_m))}{(1 + R_{sr})} \dots \dots \dots (2 - 18)$$

من خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أن ثروة الملاك تتأثر أساساً بقرارات الاستثمار (I) أو ما يترتب عليها من عائد حالي ومستقبلي (R1.R2) وما يتعرض له هذا العائد من مخاطر (PR.COV (R1.RM)، أما التوزيعات الحالية Div. فلم تظهر مما يعني أنها لاتهم المستثمر، وعلى المؤسسة ألا تشغل بالها برد فعل الملاك بشأن السياسة التي تتبعها.

ثانياً: مقارنة عصفور في اليد

حسب "جوردن"، في حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، لكن عاد جوردن وأثبت أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم 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. أطلق جوردن على هذا النموذج عصفور في اليد، ووفق هذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات معدل الخصم (تكلفة التمويل)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة عدم التأكد، ونتيجة لكون المستثمر يتجنب المخاطر سوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة



المصدر: محمد صالح الحناوي والآخرين، مرجع سبق ذكره، ص 402.

أما النتيجة التي توصل لها كل من (GORDON / LINTNER) هي انه في ظل حالة عدم التأكد فان سياسة التوزيعات سوف تؤثر على قيمة المؤسسة¹. ليس هذا فحسب، بل إن المستثمرين يفضلون الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية فيشكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر أقل مقارنة بالأرباح الرأسمالية 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 يعتقد ان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في أسهم المؤسسة أو أسهم مؤسسات أخرى مماثلة، وبالتالي فالخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال المؤسسة، وليس سياسة توزيع الأرباح، فنجد أنهما يفضلان أن يكون معدل توزيعات أكبر ما يمكن².

¹ محمد صالح الحناوي والآخرين، مرجع سبق ذكره، ص 402

² محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل في هذا المبحث سيتم إسقاط افتراضات السوق الكامل الواحدة تلوى 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 سنقوم بدراسة النظريات المفسرة لأثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فرضية السوق الكامل والمتمثلة في نظرية المعلومات ونظرية التمييز الضريبي، ونظرية المنظمة وأثر الزبون.

المطلب الأول: سياسة التوزيعات ونظرية الإشارة والمعلومات

أولاً: سياسة التوزيعات ونظرية الإشارة

تتطوي هذه النظرية على أن المعلومات الموجودة لدى المستثمرين عن سياسات توزيع الأرباح المتوقعة للمؤسسة تؤثر في سعر السهم، فإذا تم بحث المعلومات المتوقعة عن سياسات توزيع الأرباح، نجد أن التوقعات يترتب عليها تأثيراً إيجابياً فعلياً في أسعار الأسهم في الأسواق المالية، وأن ذلك يعد إشارة إلى مستوى الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وهذا ما يطلق عليه نظرية محتوى المعلومات أو نظرية الإشارة¹.

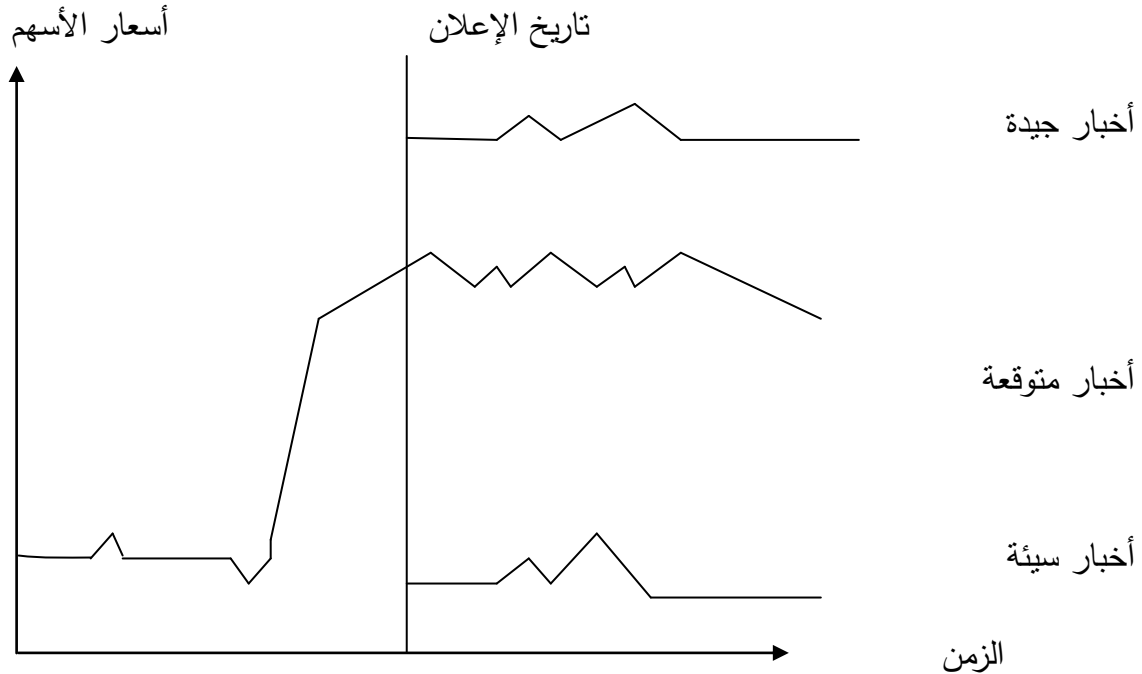
حيث يشير معظم الباحثين وعلى رأسهم Miller & Rock (1985) إلى أن إدارة المؤسسة تملك معلومات أكثر دقة وسرية حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة مقارنة بالأطراف الأخرى وهو ما يخلق فجوة بين الإدارة والمستثمرين لذلك يمكن للمسيرين استعمال الإعلان عن توزيعات الأرباح كإشارة للسوق المالي حول المستقبل الجيد للمؤسسة وتدفقات الخزينة الواعدة في المستقبل القريب. وفي نفس السياق تشير دراسة Pettit(1972) إلى أن قيمة التوزيعات تحمل معلومات مهمة حول الاستحقاقات المستقبلية التي تعكسها القيمة السوقية للأسهم، فارتفاع قيمة التوزيعات يمكن أن يفسر على أنه إشارة مالية جيدة واستحقاقات مستقبلية مبشرة والعكس صحيح². من هذا المنطلق أصبحت توزيعات الأرباح تعطي إشارات مباشرة متعلقة بالنتائج المستقبلية للمؤسسة، إذ يعد ارتفاع توزيعات الأرباح دليل على تحسن الأرباح ونموها في المستقبل حيث المؤسسة تعلم السوق بأنه هناك ارتفاع في متوسط النتائج المتوقعة مقارنة بالنسبة السابقة، فإذا كانت هذه المعلومة غير متوقعة من السوق يؤدي دخولها إلى ارتفاع قيمة المؤسسة والعكس عند تخفيض توزيعات الأرباح يكون الانعكاس سلبي كون التغييرات

¹ سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول، مجلة الدنانير، العدد الخامس عشر، جامعة الموثنة، 2019، ص379.

² جمال قدام، ترفاس جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص50.

لمؤسسة دالة تابعة لنتائجها الاقتصادية المستقبلية، مما يعني أن التغيرات في الأسعار ليس نتيجة التغير في التوزيعات المدفوعة، وإنما بالمعلومة الضمنية و المتعلقة بنمو نتائج المؤسسة¹، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم(2-2): أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة من منظور نظرية الإشارة



Source : BALLALAH .M, Op .Cit, P08.

ثانيا: سياسة التوزيعات ونظرية المعلومات

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية.² فالمعلومة تؤدي دورا هاما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية ورجال التمويل والمستثمرين والعملاء والموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم المالية. وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومة المهمة الأخرى، حيث تقدم سياسة توزيع الأرباح حلا لمشكلة عدم التأكد التي يعانيها المستثمر³.

ويعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب Ross سنة 1977، وتقوم هذه الأخيرة على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل/ التناظر المعلوماتي، الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تثبتتها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 150.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 391.

³ عبد القادر بريش، عيسى بذروني، مرجع سبق ذكره، ص 16.

المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية المعلومة (الإشارة) إلى فكرتين هما¹:

✓ 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.

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 انخفضت².

ومع ذلك فإن (Modigliani & Miller) يؤكدان 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 يؤثر في سعر السهم³.

وقد توصل (Healy & Paleph) في دراستهما لهذه النظرية إلى أن الإعلان عن نتائج توزيعات الأرباح سيؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم بنسبة 4%، في حين ستنخفض أسعار الأسهم بنسبة 5.9% في المؤسسات التي تمتنع أو تتوقف عن توزيع الأرباح. وعليه فإن الإعلان عن توزيعات الأرباح يعد مؤشرا لزيادة الإيرادات المستقبلية

¹ عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009_2010، ص319.

² عدنان تابه الأنعمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص458.

³ صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص68.

التي تعكس معلومات عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق النقدي والقيمة الحالية لفرص الاستثمار الرأسمالية بالنسبة للمستثمرين. وبالتالي تعبر عن كفاءة السوق المالي .

وبشير (Mc Menamin) إلى أن التغير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة لحملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وعلى وجه العموم فإن ارتفاع دفع التوزيعات الأرباح ينظر إليها كإشارة موجبة، ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية والتي تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للسهم¹.

المطلب الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي

وفقا لهذه النظرية ليس للضريبة على أرباح المؤسسة تأثير على سياسة توزيع الأرباح وهذا منطقي، فصافي الربح المتولد يخضع لتلك الضريبة، سواء قررت المؤسسة توزيع الأرباح أو احتجازها. 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 يتساوى فيها معدل الضريبة في الحالتين:

أولاً: في حالة 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 & Modigliani) يعتقدان عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة، وإذا كان (Gordon & Linter) يعتقدان أن توزيع الأرباح من شأنه أن يسهم في تعظيم ثروة المالك، فإن نظرية التمييز الضريبي ترى أن احتجاز الأرباح هو الذي يسهم في تعظيم ثروة الملاك .

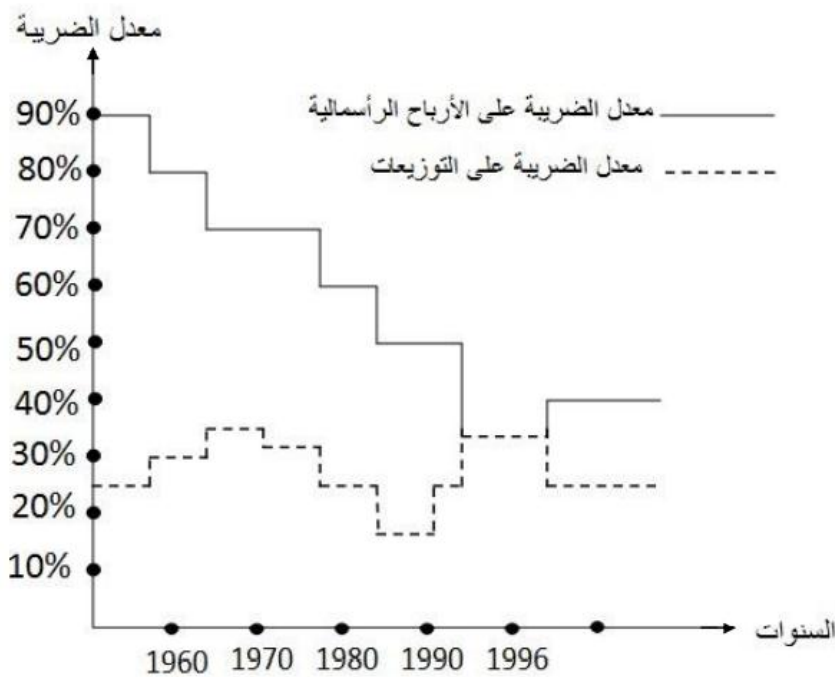
ووفقا لهذه النظرية يترتب على تباين معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية ظاهرة يطلق عليها ظلة التوزيعات (Dividende Tilet)، والتي تعني أن سهم المؤسسة التي تجري توزيعات يجب أن يحقق عائداً قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يحققه سهم مؤسسة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح. هذه الزيادة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

¹ خالد جمال نصر، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2015، ص36.

والأرباح الرأسمالية¹. كما أن رغبات المستثمرين تميل إلى تفضيل التوزيعات القاضية باحتجاز أكبر نسبة من الأرباح، وقد يرجع هذا التفضيل إلى جملة من الأسباب² :

- 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. ويمكن توضيح الفرق بين معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-3): تطور معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية في USA



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 النقدية، هذا الأمر يعطي تفضيلاً لدى المستثمرين للأرباح الرأسمالية على التوزيعات النقدية، وبالتالي يكون ميولهم للمؤسسات التي تحتجز نسب عالية من الأرباح وهذا خاصة في ظل السبب الملزم للضريبة على

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 342_343.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 393.

الأرباح الرأسمالية هو بيع الأسهم، وكون هذه العملية خاضعة لرغبة المستثمر يكون بإمكانه تعظيم الوفرات الضريبية المحققة من خلال تأجيل بيع الأسهم، والذي تكون أقل من معدلها الفعلي في حالة تحققها¹. ولإظهار تأثير سياسة التوزيعات في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية نقوم بعرض هذه المقاربات التالية:

❖ مقارنة فارار وسلوين (Farrar&Selwyn, 1967)

ترى بأنه يترتب على تباين المعدلين بطبيعة الحال تباين في ثروة المساهمين لمؤسستين بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، وبالتالي للمساواة بين القيمتين على المؤسسة الدافعة للتوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة المحتجزة للأرباح بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة².

❖ مقارنة برنان (Brennan, 1970)

تعتبر مقارنة (Brennan) امتداد لمقاربة (Farrar&Selwyn) حيث حاول (Brennan) عرض الكيفية التي تؤثر بها سياسات التوزيع على القيمة السوقية للسهم. ولقد قامت المقاربة على فرض أساسي هو أن القيمة السوقية للسهم تتغير بطريقة يكون من شأنها أن يتساوى معدل العائد بعد الضريبة الذي يولده السهم، بصرف النظر عن سياسة التوزيع المتبعة، ويرى أنه إذا كان هناك مؤسستين متماثلتين في نفس درجة المخاطرة ومختلفتين في سياسة التوزيعات فقط فإن معدل المردودية (العائد) لا بد أن يكون متساو. وإذا كانت سياسة التوزيعات المتبعة تقضي بتوزيع نسبة كبيرة من الأرباح المتولدة (المتماثلة لكل من المؤسستين)، هذا يترتب عليه دفع المستثمر ضرائب أكبر مقارنة بما كان سيدفعه في حالة تملكه لسهم المؤسسة مماثلة ولكنها تجري توزيعات أقل. وبالتالي فإن القيمة السوقية الذي يملكه سوف تنخفض، نظرا لانخفاض التدفقات النقدية المتوقعة، والمتمثلة في نصيب السهم من التوزيعات بعد خصم الضريبة الشخصية على دخله. وقد خلصت هذه المقاربة إلى أنه في ظل خضوع دخل المستثمر للضريبة، وفي ظل القانون الضريبي الذي يقضي بمعدل منخفض للضريبة على الأرباح الرأسمالية، فإن لسياسة التوزيعات تأثير على قيمة المؤسسة، ويمكن تحديد قيمة هذا التأثير بالفرق بين القيمة الحالية للضريبة على التوزيعات، والقيمة الحالية للضريبة على الأرباح الرأسمالية³.

❖ مقارنة ميلر وشولز (Miller & Sholes, 1978)

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 135.

² علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 155.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، مرجع سبق ذكره، ص 345-348.

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 ما استخدمها أن يحقق ميزة ضريبية على العائد المتمثل في التوزيعات، 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، فإذا لم يتم بيع السهم لا يتم دفع الضريبة على تلك الزيادة طالما لم تتحول إلى أرباح رأسمالية. ويمكن للمستثمر الذي يفضل الحصول على التوزيعات أن يقوم بافتراض مبلغ كاف من المال، بحيث تكون العوائد التي ينبغي دفعها على الأموال المقترضة تعادل تماما قيمة التوزيعات المتوقعة، على أن يقوم بتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمار يتولد عنه عائد خال من المخاطر¹.

وبالتالي فإن الملاحظ أنه مجمل النظريات المقدمة تتفق على وجود أثر للتوزيعات على قيمة المؤسسة في حالة ما إذا كان هناك اختلاف في معدل الضريبة على التوزيعات.

ثانياً: في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على فوائض القيم (الأرباح الرأسمالية) حتى في ظل تساوي معدل الضريبة على كل من توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، يظل لاحتجاز الأرباح أثره المرغوب على القيمة السوقية للمؤسسة، فاحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها يعطي مرونة للمستثمر، إذ يمكنه تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية، إذا ما قرر الاحتفاظ بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع، وكلما طالت فترة الاحتفاظ بالسهم، انخفض المعدل الفعلي للضريبة، وانخفضت القيمة الحالية للضرائب المدفوعة، وفقاً لما يقضي به مفهوم القيمة الزمنية للنقود بما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم وزيادة جاذبيته لدى المستثمرين².

وهذا يعني أن النظريات السابقة تظل سارية المفعول حتى في تساوي معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية. مع فرق قد يكون غير جوهري هو أن مزايا احتجاز الأرباح أصبحت أقل مما كانت عليه³. غير أنها لا تخرج عن كونها نظرة عامة، إلا أن 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

¹ المرجع السابق، ص 353.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 456.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، ص 356، 357.

% 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 للمؤسسة¹.

المطلب الثالث: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة وأثر الزبون

خلال هذا المطلب سنقوم بتفسير سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية المنظمة ونظرية أثر الزبون.

أولاً: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة

سوف نقوم هنا بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال نظريات المنظمة، والمتمثلة في: نظرية الوكالة ونظرية الصفقات.

❖ نظرية الوكالة (1976)

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة وتسييرها (Jensen and Meckling) فمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركة واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين². ويعرف كل من (Meckling and Jensen (1976)، علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو عدة أشخاص للقيام بتسيير المؤسسة نيابة عنه³.

وظهرت هذه النظرية للفصل بين ملكية المؤسسة وإدارتها كنتيجة لزيادة حجم المؤسسة، واتساع نطاق أعمالها، وبطبيعة الحال تتوفر لدى إدارة المؤسسة معلومات عن وضع الشركة أكثر من المساهمين، وكنتيجة لذلك ممكن للإدارة أن تهتم بتحقيق مصالحها الشخصية أكثر من اهتمامها بتحقيق أهداف المساهمين، وهذا يتطلب من الملاك تحمل نوع من التكاليف لمراقبة الإدارة لضمان تحقيق أهدافهم. حيث تلجأ المؤسسات إلى احتجاز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر لتمويل الاستثمارات المستقبلية، إضافة إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي المرتبط باحتمال وجود نتائج استغلال في المستقبل، وعلى وجه الخصوص المؤسسات التي تحتفظ بمبالغ كبيرة، لإنفاقها على عمليات البحث والتطوير من جهة، ومن جهة أخرى لتوفير سيولة للاستثمارات المحتملة، باحتجاز الأرباح تتجنب المؤسسات تحمل تكاليف الذهاب إلى مصادر توريد خارجية. ولكن إذا امتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستخدمون قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، كونهم

¹ المرجع السابق ، ص ص456-458.

² عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح العوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد السابع عشر، العدد واحد، عمان، 2003، ص 47.

³ خالد جمال نصر، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2015، ص 36.

يفضلون خيار توزيع الأرباح أكثر من خيار احتجاز الأرباح، خاصة في الأسواق الناشئة وكلما انخفضت درجة حماية المساهمين سمح ذلك للإدارة، باستخدام مهاراتهم في السيطرة على المؤسسة، واستخدامها لتحقيق الشهرة، من خلال الإعلان عن توزيع الأرباح على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للإدارة¹. وأثبتت العديد من الدراسات أن الإعلان عن الزيادة في أرباح الأسهم بنسبة 10% تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 34.1%، ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم بنسبة 71.3%، كما أن سعر السهم يتغير تناسيباً مع التغير في أرباح السهم ومن ثبات العوامل الأخرى فاستجابة السوق المالية للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها².

ولتكاليف الوكالة أثرها على قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقا لهذا المفهوم، الفرق بين قسمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية، وبين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الجديد. ووفقا لمفهوم تكلفة الوكالة يجب مراعاة عاملين أساسيين هما³:

الأول: أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها؛

الثاني: أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق. ولتخفيض تكاليف الوكالة يلجأ المسكرون إلى البحث عن النسب المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف. ثم اختبار هذا النموذج من طرف (Rozeff, 1982) باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فإنه كلما زادت نسبة امتلاك المسكرين للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المسكر، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المسكر للأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم⁴.

¹ تضال عمر زلوم، إسحاق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد الأول، 2015، ص 35.

² عبد القادر بربش، عيسى بذروني، سياسة توزيع الأرباح كألية لحكومة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد الثاني، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص 145.

³ سامر حمدي الكحلوت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص 36.

⁴ عبد القادر بربش، عيسى بذروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 15.

فحسب نظرية الوكالة فإنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، حيث أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمر، وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين¹.

❖ 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، والعامل الآخر الذي يمكن أن يفسر لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي هو الحجم، بطبيعة الحال المؤسسات الأقل حجماً يكون مساهميها 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 الصغير 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 رودينق وفاما وفرنش² (Redding, 1997, and Fama and French, 2001).

¹ عبد القادر بريش، عيسى بذروني، سياسة توزيع الأرباح كألية لحكومة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 146.
² عبد القادر بريش، عيسى بذروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 15-16.

ثانيا: سياسة التوزيعات ونظرية أثر الزبون

ويقصد به قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى مع تفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار والاستهلاك¹، حيث يساعد هذا الأثر في فهم سبب تغير سعر السهم بعد الإعلان عن التغير في سياسة التوزيع².

تستند نظرية أثر الزبون إلى ما قدمه (Miller & Modigliani , 1961) بشأن تأثير العميل، والذي يمكن أن يعطي تفسيراً لتغير سعر السهم بعد إعلان المؤسسة عن سياسة التوزيعات الخاصة بها، حيث يرى (Miller & Modigliani) أن المؤسسة تحدد سياسة توزيعات خاصة بها، بحيث تجذب العملاء أو المستثمرين الذين يفضلون تلك السياسة، فهناك بعض المستثمرين 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 عليهم³.

فقد تختلف تفضيلات المستثمرين حسب طبيعة المستثمر، فهناك مستثمرون 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 إجراء توزيعات عليهم، فإذا ما تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقوم على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، فإن هذه السياسة لن تناسب هؤلاء الذين يرغبون في الحصول على التوزيعات، وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو ما بعض ما لديهم من أسهم وذلك لتدبير احتياجاتهم الحالية للأموال مع تحمل تكاليف السمسرة، التي عادة تكون مرتفعة على الصفقات الصغيرة، أما إذا تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقضي بتوزيع أغلب الدخل على المساهمين، فإن هذه السياسة تبدو غير ملائمة لأولئك الذين يرغبون في إعادة استثمار أموالهم والحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل، وهو ما يعرض هؤلاء المستثمرين إلى بعض المتاعب منها حصول هؤلاء على دخول متمثلة في صورة توزيعات، ومن ثم دفع الضرائب المقررة عليها بالإضافة إلى صعوبات أخرى تتعلق بإعادة استثمار هذه الأموال فيما بعد، وقد خلص M&M إلى أن المستثمرين الذين لا يرغبون في الحصول على توزيعات حالية يميلون إلى شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسات توزيع تقضي بتوزيع نسبة مرتفعة من دخل المؤسسة، بينما يميل المستثمرون

¹ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² عدنان تايه أنعمي و آخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 459.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 390.

الذين لا يرغبون في الحصول على دخول نقدية في شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسة توزيعات تقضي باحتجاز دخل المؤسسة لإعادة استثماره¹.

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 التالية²:

$$TR = \frac{Div(1 - T_{Div}) + B(1 - T_B)}{P} \dots\dots\dots (2 - 19)$$

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 نقل عما كان سيدفعه لو كانت تلك الأرباح في صورة توزيعات، وهذا يعد تأييدا لسياسة الاحتجاز.

غير أن لجوء المستثمر إلى تغيير المؤسسة التي يستثمر فيها قد تخلو من الحكمة وتتصف بعدم الكفاءة والمرونة، ويرجع ذلك للأسباب التالية³:

✓ وجود تكلفة المعاملات ونفقات السمسرة؛

✓ احتمالية خضوع المستثمر الراغب في بيع أسهمه للضريبة على الأرباح الرأسمالية؛

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 342.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 350-351.

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 230.

✓ 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.

خلاصة:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل تبين لنا أنه يوجد اختلاف في تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل وفي ظل اختلالها . ولتفسير هذا الاختلال جاءت مجموعة من النظريات حيث بنيت كل نظرية على نقائص للنظرية السابقة لها، فمنها من يؤيد تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ومنها من يعارض ذلك، فنجد أن كل من (Modigliani) و (Miller) و (Van Horn) تنفي وجود تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، أما كل من (Gordon)، نظرية التمييز الضريبي، نظرية المنظمة، ونظرية أثر الزبون تقضي بوجود تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

الفصل الثالث

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة
اوريدو القطرية

المبحث الأول: تقديم مؤسسة اوريدو القطرية

المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على
القيمة السوقية للمؤسسة

تمهيد:

بعد تطرقنا إلى الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية، وكذلك إلى النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، ونظرا لأهمية الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، حيث حاولنا في هذا الفصل معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة شركة اوريدو القطرية خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2021، و قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما:

المبحث الأول : تقديم مؤسسة اوريدو القطرية .

المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

المبحث الأول: تقديم شركة اوريدو القطرية(Ooredoo)

تعد شركة اوريدو القطرية من أهم المؤسسات الرائدة في مجال الاتصالات في العالم، وذات نطاق واسع نظراً للنتائج المحققة من طرفه ، والتي مكنته من الدخول في البورصة واحتلال مركز مرموق في كل أسواق العالم.

المطلب الأول : التعريف بشركة اوريدو القطرية

شركة اتصالات قطر، واسمها المختصر "اوريدو "تعريب (Ooredoo)، تأسست كشركة عمومية محدودة قطرية عامة في قطر سنة 1987 وهي المزود الأول لخدمات الاتصالات في دولة قطر، كما إنها وفي الوقت نفسه واحدة من أكبر الشركات العامة العاملة في البلاد، حيث يناهز عدد موظفيها 2000 موظف. وقد أدرجت الشركة بنجاح في عدة أسواق مالية، هي سوق الدوحة عام 1998، ولندن عام 1999، والبحرين عام 2001 وأبو ظبي عام 2002. وكانت كيونتل (الاسم السابق للشركة) قد حصلت على جائزة النجاحات الخليجية في عام 2005، وعلى جائزة الخليج الاقتصادية لعام 2006.

تعتبر Ooredoo شركة اتصالات دولية رائدة تبلغ قاعدة عملائها أكثر من 93 مليون عميل، وهي أسرع شركات الاتصالات نمواً في العالم منذ 2005. وفي قطر تعتبر الشركة الخيار المفضل لخدمات الاتصالات عالمية المستوى بالنسبة للعملاء من الأفراد والشركات والخدمات المنزلية. وتوفر هذه الأخيرة الخدمات الهاتفية الجواله في سلطنة عمان من خلال شركة النورس المملوكة لها ولشركاء آخرين. وهي الشريك الرئيسي للجنة المنظمة لدورة الألعاب الآسيوية الخامسة عشرة.

المطلب الثاني : خدمات شركة اوريدو القطرية

تعتبر شركة أوريدو أول شركة اتصالات في الشرق الأوسط تدشن خدمة (GSM الجوال) وتوفر مجموعة من خدمات الاتصالات، من بينها الاتصالات الهاتفية المحلية والدولية، والاتصالات الجواله، الإنترنت وخدمات البيانات، واتصالات النطاق العريض خط اشتراك رقمي غير متماثل، وخدمات "واي فاي"، بالإضافة إلى خدمة الكيبل التلفزيوني (كيبل فيجن). وتقدم شركة اوريدو شبكات IPVN العالمية ذات الطبيعة التجارية والمبنية على تقنية تبديل متعدد البروتوكولات باستخدام المؤشرات التعريفية، التي يمكن أن تقلل التكلفة الإجمالية للبنية التحتية لمستخدميها. وتدير اوريدو "مركز بيانات قطر" الذي بدأ أعماله في مطلع عام 2006، والذي يضم أول وصلة عالمية لشبكة أيه تي أند تي (AGN) في الشرق الأوسط، توفر لعملاء الشركة احتمالية الربط مع 150 وصلة أخرى في 50 دولة حول العالم. ومن بين الخدمات التي توفرها الشركة هناك شبكة التتار، أو "خدمة الاتصال الجماعي"، التي تعد من أهم سبل الاتصال المعتمدة على نطاق واسع في قطاعات عديدة، مثل المؤسسات والهيئات الحكومية، وقطاعات النفط والغاز، والتعدين، والفعاليات والبطولات الرياضية، والشرطة، والخدمات

الفصل الثالث دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية

الدفاعية والأمنية، والخدمات الطبية، وخدمات السلامة العامة والإنقاذ وغيرها، كما أنها مستخدمة في بعض الأحيان من قبل المؤسسات الخاصة .

الجدول رقم (3-1): بطاقة فنية لشركة اوريدو القطرية

اوريدو	
	
معلومات عامة	
الجنسية	متعددة الجنسيات
التأسيس	1987
النوع	عمل تجاري -مقولة
الشكل القانوني	شركة عمومية محدودة
المقر الرئيسي	الدوحة، قطر
موقع الويب	www.ooredoo.qa
المنظومة الاقتصادية	
الشركة الأم	اوريدو
الشركات التابعة	وطنية الاتصالات
الخدمات	اتصالات لاسلكية، الانترنت
الصناعات	صناعة الاتصالات، صناعة الهواتف المحمولة
مناطق الخدمة	قطر، تونس، الجزائر، عمان، البحرين، الكويت، جزر المالديف، فلسطين ، الإمارات العربية المتحدة
البورصة	سوق الدوحة

Source : www.ar.m.wikipedia.org, consulté le 25/05/2022 à 10 :20H.

المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية.

في هذا المبحث سنقوم بمحاولة إيجاد نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة على مستوى شركة اوريدو القطرية، وبهذا اعتمدنا على مجموعة من المعطيات المالية الخاصة بالمؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020 مأخوذة من الموقع الإلكتروني www.ooredoo.com.

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 المتغير التابع تبعا للتغير في قيم المتغيرات المستقلة. وتعطى الصيغة العامة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي¹:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots \dots \dots \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

حيث:

Y_i : المتغير التابع؛

X_i : المتغيرات المستقلة؛

ε_i : الخطأ العشوائي و يعبر عن تأثير المتغيرات الأخرى غير الموجودة في النموذج؛

B_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 الاختبارات²:

أولاً: اختبار معنوية المعالم (T) Student:

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) نعتمد على فرضيتين أساسيتين:

$$\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots \dots \dots \beta_k = 0 \quad \text{فرضية العدم } H_0$$

$$\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \dots \dots \neq \beta_K \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة } H_1$$

¹حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013، ص156.
²حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص 161-169.

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) المحتسبة أكبر من قيمة (T) الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية. ثانيا: 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.... K)، وبعبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع. حيث أن R^2 محصورة بين 0 و1 ($0 < R^2 < 1$)، فإذا كان R^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.

ثالثا: 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:

➤ **فرضية العدم H_0** : وتنص على انعدام العلاقة الخطية بين كل متغير من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

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

➤ **الفرضية البديلة H_1** : وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \beta_k \neq 0$$

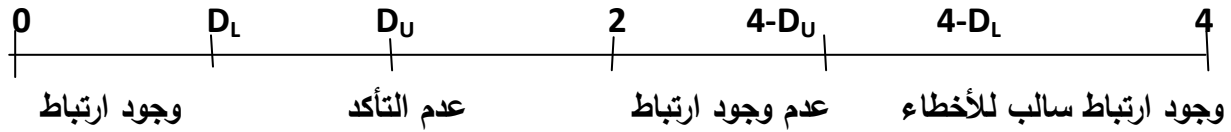
رابعا: الارتباط الذاتي للأخطاء²:

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 ل D_1 و D_U بهدف حصر قيمة (DW_{obs}) لاتخاذ القرار المناسب حول وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى كما يلي:

¹جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 82

²جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، مرجع سبق ذكره، ص 103.

الشكل رقم (3-1): مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)



المصدر: جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، 103.

المطلب الثاني: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

تقتصر الدراسة الحالية على دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح، وكذا عوامل أخرى على قيمة المؤسسة. وبالتالي فإن النموذج المقترح لن يتضمن جميع المتغيرات التي يتوقع أن تفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة محل الدراسة، وذلك لصعوبات كثيرة أهمها عدم القدرة على قياس هذه المتغيرات، إضافة إلى صعوبة الحصول على البيانات. وسنقتصر ضمن هذه الدراسة على المتغيرات التي نعتقد أنها أكثر أهمية في تأثيرها على قيمة المؤسسة، والتي يمكن قياسها كميًا وبشكل مباشر.

أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في كل من المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للمؤسسة، والمتغيرات المستقلة، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المتغيرات الضابطة التي يفترض أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة.

❖ **المتغيرات الرئيسية:** تتمثل في المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

➤ **المتغير التابع:**

✓ **القيمة السوقية (MVA):**

تعتبر القيمة السوقية للسهم مؤشراً هاماً في تقييم المؤسسة بحيث يكون عاكساً لما تحققه من أرباح أو خسائر ومن ثم قدرتها على النمو، سيتم الاعتماد على المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة، والتي يرمز لها بالرمز (MVA)

❖ **المتغيرات المستقلة:**

➤ **نسبة توزيعات الأرباح:** تشير إلى نسبة الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين من صافي

الأرباح، أو ما تبقى بعد طرح جميع التكاليف من إيرادات الشركة و يمكن احتساب نسبة توزيع

الأرباح باستخدام القانون التالي¹ :

$$DIV = \frac{DPS}{EPS} \dots \dots (3 - 2)$$

¹كريمة بوكرومة، مرجع سبق ذكره، ص 244.

بحيث:

DPS: الأرباح الموزعة للسهم الواحد ؛

EPS: عائد السهم الواحد.

➤ نصيب السهم من الأرباح غير الموزعة BRA(المحتجزة): عبارة عن الفرق بين الأرباح المحققة والأرباح الموزعة مقسومة على عدد أسهم الشركة.

➤ نصيب السهم من الأرباح المحققة BPA: يمثل في نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$BPA = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الاسهم}} \dots\dots (3 - 3)$$

➤ نصيب السهم من الأرباح الموزعة DPA: يعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالا من طرف المؤسسات ويتم حسابه كما توضحه المعادلة التالية:

$$DPA = \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{عدد الاسهم}} \dots\dots (3 - 4)$$

ثانيا: المتغيرات الضابطة:

➤ حجم الشركة (SIZE): لحساب حجم الشركة نقوم باستخدام اللوغاريتم النيبيري للمبيعات أو إجمالي الموجودات ويحسب وفق للمعادلة التالية¹:

$$SIZE = \ln CA \dots\dots (3 - 5)$$

➤ حجم السيولة DIS: وتقاس من نسبة السيولة، وفقا للمعادلة التالية²:

$$DIS = \frac{\text{الاصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}} \dots\dots (3 - 6)$$

➤ العائد على حقوق الملكية ROE: يستعمل هذا المتغير لقياس المردودية المالية للشركة، ويحسب وفقا للعلاقة التالية:

¹كريمة بوكرومة، مرجع سبق ذكره، ص245.

²Béatrice & Francis Grandguillet, *Analyse financière*, 7ème édition Gualiol exteso éditions, 2001, p137

$$ROE = \frac{NR}{EQ} \dots \dots (3 - 7)$$

حيث:

NR: النتيجة الصافية بعد الضريبة ؛

EQ: إجمالي حقوق الملكية.

ثالثا: عرض متغيرات الدراسة

بعد قيامنا بتحديد متغيرات الدراسة، التي تم جمعها بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة على الموقع الالكتروني لشركة اوريدو، سنقوم في هذه الدراسة بتوفير هذه المتغيرات خلال الفترة 10 سنوات الممتدة من سنة 2011 إلى 2020.

جدول رقم (2-3) عرض متغيرات الدراسة لشركة اوريدو

الوحدة: ريال قطري لكل سهم

ANNEES	DIV	MVA	BPA	DPA	BRA	SIZE	DIS	ROE
2011	0,281	9,88	8,134	2,289	5,844	18,443	1,011	0,15
2012	0,178	10,165	9,189	1,64	7,541	18,361	1,048	0,126
2013	0,621	12,08	8,05	5	3,05	18,394	1,207	0,101
2014	0,6	13	6,663	4	2,663	18,4	0,964	0,082
2015	0,604	9,78	6,613	4	2,613	18,36	1,002	0,08
2016	0,438	8,79	6,844	3	3,844	18,321	1,21	0,094
2017	0,59	9,61	5,923	3,5	2,423	18,31	1,129	0,077
2018	0,716	8,355	4,885	3,5	1,385	18,261	1,017	0,063
2019	0,464	7,315	5,384	2,5	2,884	18,292	0,999	0,076
2020	0,711	7,365	3,516	2,5	1,016	18,289	0,961	0,05

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية

المطلب الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة

نهدف من خلال هذا المطلب إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليه بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews12، وذلك من خلال تحليل الارتباط والانحدار، ثم تقديم تفسير اقتصادي للنموذج.

أولاً: تحليل مصفوفة الارتباط

من أجل إعطاء نظرة أولية عن وجود علاقة تأثير بين متغيرات الدراسة، سنقوم أولاً بدراسة علاقة

الارتباط ما بين هذه المتغيرات، ويوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة كما يلي:

الجدول رقم (3-3): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary								
Date: 06/19/22 Time: 13:47								
Sample: 2011 2020								
Included observations: 10								
Correlation Probability	MVA	DPA	DIV	BPA	BRA	DIS	SIZE	ROE
MVA	1.000000							
DPA	0.552289 0.0978	1.000000						
DIV	-0.066981 0.8541	0.663425 0.0365	1.000000					
BPA	0.620452 0.0556	-0.034826 0.9239	-0.746852 0.0131	1.000000				
BRA	0.248341 0.4890	-0.531731 0.1137	-0.966184 0.0000	0.864917 0.0012	1.000000			
DIS	0.194507 0.5903	0.349012 0.3229	-0.087984 0.8090	0.379231 0.2798	0.146177 0.6870	1.000000		
SIZE	0.746831 0.0131	0.144247 0.6909	-0.460467 0.1805	0.754981 0.0116	0.567566 0.0870	0.047699 0.8959	1.000000	
ROE	0.381038 0.2773	-0.302084 0.3963	-0.848493 0.0019	0.884082 0.0007	0.901118 0.0004	0.210778 0.5589	0.777141 0.0082	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews12

نلاحظ من خلال المصفوفة أعلاه أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم من موجب وسالب، قوي وضعيف مبينة

فيما يلي:

❖ تحليل الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

أخذ معامل الارتباط بين المتغير التابع (MVA) والمتغيرات المستقلة (DPA, BPA, BRA) قيم

موجبة يمكن تفسيرها كما يلي:

➤ بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية (MVA) وسياسة توزيع الأرباح (DPA, BPA, BRA) بنسبة

55,22%، 62,04%، 24,83% على التوالي، وهذا يعني وجود علاقة ايجابية وطردية بين المتغير التابع

والمتغيرات المستقلة، وهذه العلاقة قوية نوعاً ما، وتتباين فيما بينها حيث تحتل المرتبة الأولى علاقة القيمة

السوقية بنصيب السهم من الأرباح المحققة، وبدرجة أقل مع نصيب السهم من الأرباح الموزعة، وفي المرتبة

الثالثة مع نصيب السهم من الأرباح المحتجزة.

➤ في حين بلغ معامل الارتباط قيمة سالبة مقدرة ب(66,98 % -) بين القيمة السوقية (MVA) ونسبة سياسة

توزيع الأرباح (Div)، وهذا يعني وجود علاقة متوسطة وعكسية بين كلا المتغيرين.

❖ تحليل الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات الضابطة

نلاحظ من خلال المصفوفة أعلاه أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم من موجب وسالب، قوي

وضعيف، حيث:

- يشير معامل الارتباط بين القيمة السوقية (MVA) وحجم السيولة (Dis) إلى وجود علاقة طردية ضعيفة، حيث بلغ معامل الارتباط **19,45%**.
- في حين بلغ معامل الارتباط **74,68%** بين القيمة السوقية (MVA) وحجم الشركة (SIZE)، وهذا يعني وجود علاقة قوية وطردية بين كلا المتغيرين.
- بالإضافة إلى وجود علاقة ضعيفة نوعا ما بين القيمة السوقية (MVA) وحقوق الملكية (ROE) بمعامل ارتباط قدر بـ **38,10%**.

❖ تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها

يهدف هنا التحليل إلى إيجاد الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة بكل استقلالية عن المتغير التابع، وذلك لمعرفة المتغيرات التي يكون معامل الارتباط بينها كبيرا بما يؤثر على معنوية النموذج.

وتشير نتائج تحليل مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة إلى العديد من القيم يمكن تفسيرها كما يلي:

- وجود علاقة ارتباط قوية جدا لنصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) مع نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) من جهة وحقوق الملكية (ROE) من جهة أخرى، وكذلك بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) وحجم الشركة (SIZE)، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين هذه المتغيرات بمعامل ارتباط قدر بـ **86,49%**، **88,40%**، **75,49%** على التوالي.
- بالإضافة إلى وجود علاقة ضعيفة بين نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) وحجم السيولة (DIS) بمعامل ارتباط قدر بـ **37,92%**.
- تشير نتائج التحليل كذلك إلى أن معامل الارتباط بين كل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) ونصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) وحقوق الملكية (ROE) بلغ **-3,48%**، **-53,17%**، **-30,20%** على التوالي، وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، في حين وجود علاقة قوية نوعا ما وموجبة بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) وحجم السيولة (DIS) وحجم الشركة (SIZE)، حيث بلغ معامل الارتباط **34,90%**، **14,42%** على التوالي.
- في حين قدر معامل الارتباط بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) ونصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) وحقوق الملكية (ROE) بـ **86,49%**، **90,11%** على التوالي، مما يعني وجود علاقة قوية جدا بين المتغيرات.

الفصل الثالث دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية

- كما أظهرت المصفوفة عن وجود علاقة ارتباط موجبة ضعيفة بين حجم السيولة (DIS) ونصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) ونصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) وحجم الشركة (SIZE) وحقوق الملكية (ROE) حيث بلغت نسبته 90%، 34، 92%، 37، 14، 61%، 76%، 4، 21، 07% على التوالي.
- في حين قدر معامل الارتباط بين حجم الشركة (SIZE) ونصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) وحقوق الملكية (ROE) ب 75,49%، 77,71% على التوالي، مما يعني وجود علاقة طردية قوية بين كل من المتغيرات.
- وتشير نتائج التحليل كذلك أن معامل الارتباط بين كل من حقوق الملكية (ROE) ونصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) وحجم الشركة (SIZE) بلغ 88,40%، 90,11%، 77,71% على التوالي، وهذا يعني وجود علاقة طردية قوية جدا بين المتغيرات، في حين وجود علاقة عكسية سالبة بين حقوق الملكية (ROE) ونصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) حيث بلغ معامل الارتباط 30,20%-.
- في حين بلغ أقصى معامل ارتباط سالب بين الأرباح المحققة (DPA) والأرباح الموزعة (BPA) نسبة 3، -48%، وبلغت اقل قيمة موجبة بين حجم السيولة (DIS) وحجم الشركة (SIZE) بمقدار 4، 76%.

ثانيا: تحليل الانحدار المتعدد قبل التعديل

سنقوم من خلال هذا الفرع بتقدير معلمات نموذج الدراسة من خلال مخرجات برنامج Eviews12، ثم تحديد القدرة التفسيرية له من خلال تحليل نتائج الانحدار المتعدد. ويبين الجدول التالي نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كما يلي:

جدول رقم(3-4): نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-485.1428	427.6010	-1.134569	0.3742
DPA	-289.1899	1452.160	-0.199145	0.8606
BPA	290.3977	1452.854	0.199881	0.8601
DIV	-0.837524	36.83295	-0.022738	0.9839
BRA	-290.2087	1458.676	-0.198954	0.8607
SIZE	26.87976	23.83691	1.127653	0.3766
ROE	-33.72994	113.6195	-0.296867	0.7946
DIS	0.417710	8.773726	0.047609	0.9664
R-squared	0.889982	Mean dépendent var		9.634000
Adjusted R-squared	0.504918	S.D. dependent var		1.842448
S.E. of regression	1.296385	Akaike info criterion		3.347599
Sum squared resid	3.361229	Schwarz criterion		3.589667
Log likelihood	-8.737993	Hannan-Quinn criter.		3.082051
F-statistic	2.311256	Durbin-Watson stat		2.849934
Prob (F-statistic)	0.334981			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews12

❖ اختبار جودة النموذج

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر **88, 99%** من التغير الحاصل في قيمة المؤسسة، حيث بلغ معامل التحديد (**R-squared**) **88, 99%** ومعامل التحديد المصحح (Adjusted R-squared) **50, 49%** أما النسبة المتبقية **11, 01%** فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

❖ اختبار معنوية معاملات الانحدار

الجدول رقم (3-5): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (Prob)	قيمة إحصائية (T) Student
DPA	Prob = 0,8606	$T_{obs} = -0,199145$
BPA	Prob=0,8601	$T_{obs} = 0,199881$
DIV	Prob=0,9839	$T_{obs} = -0,022738$
BRA	Prob=0,8607	$T_{obs} = -0,198954$
SIZE	Prob=0,3766	$T_{obs} = 1,127653$
ROA	Prob=0,7946	$T_{obs} = -0,296867$
DIS	Prob=0,9664	$T_{obs} = 0,047609$

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews 12

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ:

➤ قيمة الاحتمال Prob للمتغيرات (DPA, BPA, DIV, BRA, SIZE, ROE, DIS) أكبر من مستوى المعنوية 5%؛

➤ القيمة الإحصائية Student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة للمتغيرات المستقلة (DPA, BPA, DIV, BRA, SIZE, ROE, DIS) هي أقل من (T_c) الجدولية والتي تساوي $T_c=4,30$ عند مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) ونرفض الفرضية البديلة (H_1)، وهذا يدل على عدم معنوية القيم المحسوبة.

ومن أجل الحصول على نموذج أفضل، قمنا باستبعاد المتغيرات التي احتمالها أكبر من 5%، توصلنا إلى النموذج التالي:

الجدول رقم (3-6): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	قيمة الاحتمال Prob	قيمة إحصائية Student
الأول	DIV	0,9839	-0,022738
الثاني	BRA	0,8607	-0,198954
الثالث	DIS	0,9664	0,047609

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على جدول Eviews12.

من الجدول السابق نلاحظ أن:

➤ قيمة الاحتمال (Prob) الخاصة بسياسة توزيع الأرباح في النموذج الأول بلغت 0,9839 وهي أكبر من مستوى معنوية 5%، بينما القيمة الإحصائية Student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة أقل من القيمة الجدولية (T_c) $0,022738 < 3,18$ ، وهذا يعني عدم معنوية العلاقة بين نسبة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة في مؤسسة اوريدو القطرية ولهذا قمنا باستبعاد المتغير الذي له أكبر قيمة احتمالية في النموذج الأول؛

➤ أما في النموذج الثاني توصلنا إلى قيمة الاحتمال (Prob) للمتغير (BRA) والذينصيب السهم من الأرباح المحتجزة قد بلغت 0,8607، وهي أكبر من 5%، كما قدرت القيمة الإحصائية Student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 0,198954 وهي أقل من القيمة الجدولية التي تساوي $T_c=2,77$ ، وعليه فإن المتغير ليس لديه معنوية وبالتالي فنصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) لا يفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو، وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثاني مما مكنا من الحصول على النموذج الثالث؛

الفصل الثالث دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة اوريدو القطرية

➤ من خلال النموذج الثالث وجدنا أن قيمة الاحتمال (Prob) للمتغير (DIS) الذي يمثل حجم السيولة، قد بلغت 0,9664، وهي أكبر من درجة الثقة 5%، كما قدرت قيمة إحصائية student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 0,047609، وهي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي $T_c=2,57$ ، ومنه (DIS) ليس له معنوية إحصائية، مما يعني أن المتغير المستقل (DIS) لا يفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو القطرية، وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثالث.

ثالثاً: تقدير النموذج بعد التعديل

الجدول رقم (3-7): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل النهائي

Dépendent Variable: MVA				
Method: Least Squares				
Date: 06/19/22 Time: 13:43				
Sample: 2011 2020				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-475.1067	170.2103	-2.791292	0.0384
DPA	0.310752	0.227053	1.368632	0.2294
BPA	0.942044	0.184568	5.104048	0.0038
SIZE	26.33438	9.379964	2.807514	0.0377
ROE	-60.60018	24.64514	-2.458910	0.0573
R-squared	0.875587	Mean dependent var		9.634000
Adjusted R-squared	0.776056	S.D. dependent var		1.842448
S.E. of regression	0.871897	Akaike info criterion		2.870562
Sum squared resid	3.801021	Schwarz criterion		3.021854
Log likelihood	-9.352808	Hannan-Quinn criter.		2.704594
F-statistic	8.797150	Durbin-Watson stat		2.625347
Prob(F-statistic)	0.017411	Wald F-statistic		49.83346
Prob(Wald F-statistic)	0.000322			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

من خلال الجدول يمكننا كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$MVA = -475,1067 + 0,310752 DPA + 0,942044 BPA + 26,33438 SIZE - 60,60018 ROE$$

❖ اختبار جودة النموذج

يتم اختبار جودة النموذج من خلال معامل التحديد، (R-Squared) والذي يعبر عن القدرة التفسيرية للنموذج أي قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع.

ومن خلال الجدول نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج قدر بـ $R^2 = 87,55\%$ ، وهو ما يدل على جودة النموذج وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة في هذا النموذج (DPA, BPA, SIZE, ROE) تفسر $87,55\%$ من التغير الحاصل في القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو القطرية، أما النسبة المتبقية $12,45\%$ فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

الجدول رقم (3-8): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل النهائي

المتغيرات	قيمة الاحتمال Prob	قيمة إحصائية Student
DPA	Prob=0,2294	$T_{obs}=1,368632$
BPA	Prob=0,0038	$T_{obs}=5,104048$
SIZE	Prob=0,0377	$T_{obs}=2,807514$
ROE	Prob=0,0573	$T_{obs}=-2,458910$

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews12

من خلال الجدول نلاحظ:

➤ قيمة الاحتمال بالنسبة للمتغير (DPA) الموجود في هذا النموذج أكبر من مستوى المعنوية 5%، أما بالنسبة

للمتغيرات المتبقية (BPA,SIZE,ROE) فقيمة احتمالها اقل من مستوى المعنوية 5%؛

➤ القيمة الإحصائية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة Tobs للمتغيرين (BPA,SIZE) هي أكبر من القيمة

الجدولية $TC=2,57$ عند مستوى المعنوية 5%، أما المتغيرين (DPA,ROE) قيمتهما الإحصائية المحسوبة

بالقيمة المطلقة هي أصغر من القيمة الجدولية $TC=2,57$ ؛

ومن خلال هذه النتائج نستنتج أنه:

✓ توجد علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة السوقية

للمؤسسة لشركة اوريدو القطرية. ($Prob=0,0038 < 0.05$) و ($T_{obs}=5,104048 > 2.57$).

✓ توجد علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين حجم الشركة والقيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية

($Prob=0,0377 < 0.05$) و ($T_{obs}=2,807514 > 2.57$)

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بمقارنة قيمة إحصائية (Fisher) الجدولية $F(K, n-k)$ ، أي

$f(5,5)$ بقيمة فيشر المحتسبة F_{obs} . ومن خلال نتائج نموذج بعد التعديل النهائي نلاحظ أن قيمة فيشر

المحسوبة بلغت $F_{obs}=8,797150$ وهي اكبر من القيمة الجدولية التي قدرت ب $F_c=5,05$ عند مستوى

المعنوية 5%؛

ومن خلال القيمة الاحتمالية المرفقة الإحصائية (F-Statistic) Prob قدرت ب $0,017411$ وهي اقل

من مستوى المعنوية 5%؛ وعليه فان النموذج لديه معنوية كلية، والمعالم المقدرة له تختلف تماما عن الصفر،

وبناء عليه يتم قبول الفرضية البديلة (H1) ورفض الفرضية الصفرية (H0).

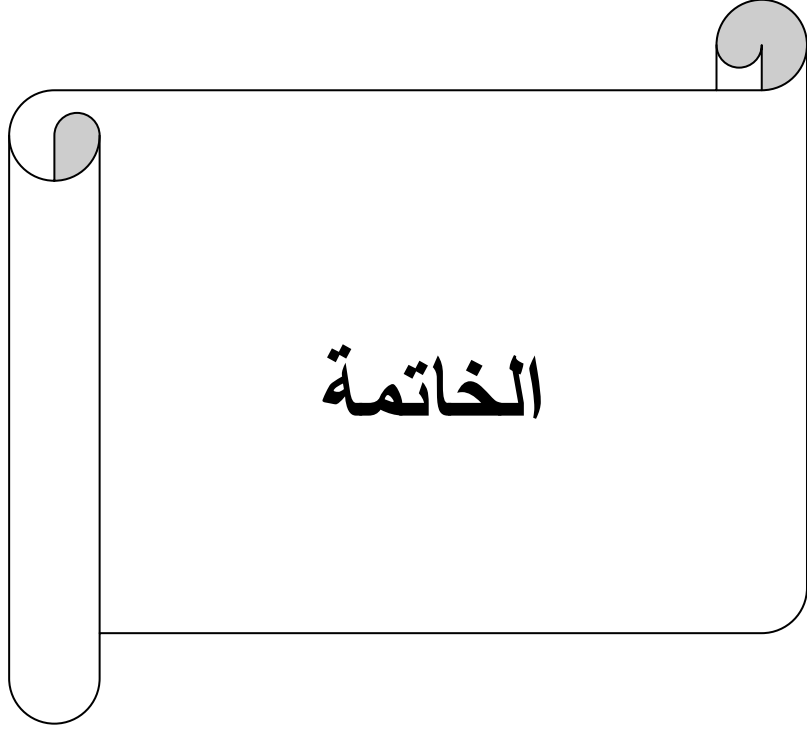
❖ مناقشة نتائج الدراسة

من خلال تحليل الارتباط والانحدار المتعدد نستنتج ما يلي:

- ✓ هناك تأثير مباشر وإيجابي لنصيب السهم من الأرباح المحققة على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية.
- ✓ هناك تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية.
- ✓ بينما تبين أنه كل من العوامل المتمثلة في سياسة التوزيعات، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة ليس لها تأثير مباشر على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية.
- ✓ كما أنه لم يظهر أي تأثير لكل من حجم السيولة وحقوق الملكية على القيمة السوقية لشركة اوريدو القطرية.

خلاصة

قما في هذا الفصل بتقديم دراسة قياسية تحليلية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو القطرية في الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2020، من خلال المتغيرات المستقلة المتمثلة في نصيب السهم من الأرباح المحققة، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وقيمة المؤسسة المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وقد أظهرت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح تفسر ما قيمته (88.99%) من قيمة مؤسسة اوريدو القطرية أما النسبة المتبقية (11.01%) فترجع لعوامل أخرى غير سياسة توزيع الأرباح وأن العنصر المؤثر بشكل مباشر هو نصيب السهم من الأرباح المحققة.



الخاتمة

من خلال الدراسة التي قمنا بها يتبين لنا أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذ على مستوى المؤسسات كونها تهم كل من المستثمرين والمؤسسة على حد سواء هذا من جهة، ومن جهة أخرى لارتباطها بكل من قرار الاستثمار والتمويل، فقرار التوزيع يكتسي أهمية قصوى سواء تم توزيع الأرباح على المستثمرين لكسب ولائهم من جهة أو احتجاز الأرباح لتوفير التمويل للمؤسسة من جهة أخرى. فسياسة توزيع الأرباح ليست بالمهمة السهلة على إدارة المؤسسة، لكونها تشكل التزاما ضمنيا منها بالحفاظ على مستوى معين من التوزيعات.

بالإضافة إلى ذلك فإن تعظيم القيمة السوقية للشركة يعتبر من أهم أهداف الإدارة المالية الحديثة، والذي يتأثر بمختلف القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، أبرزها قرار توزيع الأرباح، إلا أنه هناك اختلاف بين النظريات في تبيان اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة ، وذلك بين مؤيد لعملية توزيع الأرباح حيث ينظر إليها على أنها مسألة لا بد منها وبنى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف يؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة ، في حين ينظر آخرون على أن توزيع الأرباح أو احتجازها ليس له أي علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية .

أولا : 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

يمكن تلخيصها فيما يلي:

- تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين سواء في صورة نقدية أو في صورة أسهم أو الاحتفاظ بجزء من هذه الأرباح كمصدر للتمويل الذاتي، وبالتالي نستنتج أن هذه السياسة تلعب دورا مزدوجا من خلال محاولة إرضاء المساهمين بتوزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح من جهة، ومن جهة أخرى محاولة الإدارة الاحتفاظ بقدر من الأرباح لتمويل استثماراتها؛
- لا يوجد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح يمكن تطبيقها على جميع الشركات ، فعملية توزيع الأرباح تختلف من شركة لأخرى وذلك نظرا لاختلاف العوامل والظروف المؤثرة على هذه السياسة ؛

- تحدد قيمة المؤسسة بناء على مجموعة من الطرق منها ما تركز على مقارنة الذمة المالية، وأخرى تركز على مقارنة المردودية وهناك من يعتمد على الطرق المختلطة؛
- تعتبر نظرية القيمة وليدة الانتقادات التي وجهت إلى الربح كهدف اقتصادي تسعى المؤسسات الاقتصادية لتحقيقه؛
- هناك جدل قائم حول النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث يوجد تأثير إيجابي لتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وهذا ما أيده (Gordon) من خلال نموذجه الذي يؤكد أن القيمة السوقية للمؤسسة تساوي القيمة الحالية المتوقعة لتوزيعات الأرباح، أما نظرية التمييز الضريبي فتؤكد أن احتجاز الأرباح هو الذي يسهم في تعظيم قيمة المؤسسة؛
- عدم وجود وسيلة مثلى لاختبار مصداقية النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

❖ نتائج الدراسة التطبيقية

- من خلال قيامنا بالدراسة التطبيقية أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو (ooredoo) القطرية، تحصلنا على النتائج التالية:
- ظهرت نتيجة ايجابية أي علاقة موجبة ما بين القيمة السوقية ونصيب السهم من الأرباح المحققة؛
 - من خلال النتائج المتوصل إليها لم يظهر لنا أي اثر لنصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية لشركة اوريدو؛
 - من خلال النتائج المتوصل إليها لم يظهر لنا أي اثر لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لشركة اوريدو، وعلى العكس ظهرت لنا علاقة طردية ما بين القيمة السوقية وحجم الشركة .

ثالثا: اقتراحات الدراسة

- بناء على ما تقدم يمكن الوصول إلى جملة من الاقتراحات المتمثلة فيما يلي:
- استغلال سياسة توزيع الأرباح كأحدى القرارات المالية المهمة التي تعمل على تعظيم قيمة المؤسسة ؛
 - يستحسن وضع خطط واستراتيجيات من أجل القيام بالمفاضلة بين توزيع الأرباح أو احتجازها؛
 - قيام المؤسسات بدراسات وأبحاث فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة على قيمتها السوقية، من خلال إيجاد سياسة توزيع مثلى تمكنها من تعظيم قيمتها؛
 - على مؤسسة اوريدو (ooredoo) أن تعطي الأهمية أيضا للمخاطر التي تواجهها والعمل على وضع الحلول الممكنة لتجنبها.

رابعاً: آفاق الدراسة

في ختام هذه الدراسة يمكن القول أن هناك بعض المواضيع التي تستحق المزيد من الدراسة نذكر منها:

- أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؛
- دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؛
- سياسة توزيع الأرباح في إطار عمليات الاندماج - استحواذ؛
- اثر هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛
- اثر المديونية على قيمة المؤسسة.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

الكتب

- 1) احمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008.
- 2) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
- 3) اسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2012.
- 4) جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
- 5) حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013 .
- 6) حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 7) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، دار اليازوري، عمان، 2010.
- 8) سامر حمدي الكحلوت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014.
- 9) السعيد بربيش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
- 10) طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006.
- 11) طارق عبد العال حماد، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 12) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 13) عاطف جابر طه عبد الرحمان، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العلمي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 14) عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 15) عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودي مقارنة تاريخية، الطبقة الأولى، الفارابي للنشر والتوزيع، 2010.
- 16) عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 17) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- (18) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- (19) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002.
- (20) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة (مدخل اتخاذ القرارات)، الجزء الأول، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- (21) عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قريبا قص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
- (22) عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قريبا قص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- (23) عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008.
- (24) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008.
- (25) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008.
- (26) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
- (27) فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، عمان، إثراء للنشر، 2013.
- (28) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الأول، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
- (29) محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- (30) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- (31) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- (32) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- (33) محمد كمال عفانة، إدارة الائتمان المصرفي، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن 2018.
- (34) محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- (35) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

- (36) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب الغربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- (37) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- (38) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- (39) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في تمويل الشركات، منشأة المعارف، 2005،
- (40) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- (41) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
- (42) وليد محمد الشباتي، مبادئ المحاسبة والتقرير المالي، الطبعة الأولى، العبيكان للنشر، الرياض، 2014.
- (43) يوسف مامش، ناصر دداي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر، 2008.

المقالات

- (1) سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول، مجلة الدنانير، العدد الخامس عشر، جامعة الموثثة، 2019.
- (2) زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 03، 2018.
- (3) سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها على حجم التداول، دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الدنانير، العدد 15، جامعة المثنى، 2019.
- (4) سفيان دلوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، جامعة سطيف، 2018.
- (5) صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.
- (6) عبد القادر بريش، عيسى بذروني، سياسة توزيع الأرباح كألية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد الثاني، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.

- (7) عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح العوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد السابع عشر، العدد واحد، عمان، 2003.
- (8) عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009_2010.
- (9) علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 05، العدد 01، جامعة عمار تليجي، الأغواط 2014.
- (10) قدام جمال، ترفاس جمال الدين، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية المجلد الخامس، العدد 2، 2019.
- (11) متولي عطية، إثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث، 2020.
- (12) محمد زرقون، إثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي، مجلة الباحث، العدد 08، 2010.
- (13) نضال عمر زلوم، إسحاق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد الأول، 2015.
- (14) هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، 2010.
- (15) هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة ورقلة، 2007.
- (16) يحي سعيدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة الوادي، 2012.
- الرسائل والأطروحات الجامعية**
- (1) بلجية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.
- (2) بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات البترولية، شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2003.

- (3) زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس1، سطيف، 2013.
- (4) صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.
- (5) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
- (6) نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004_2005.
- (7) جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2006_2007.
- (8) حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، 2011.
- (9) خالد جمال نصر، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2015.
- (10) رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات دراسة مالية ومحاسبية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009_2010.
- (11) سامر حمدي الكحلوت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014.
- (12) صابر بن عباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015_2016.
- (13) هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2007_2008.

الملتقيات والمؤتمرات

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

- (2) نعيمة غلاب، زينات دراجي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، من 03_07 أكتوبر 2006.
- (3) هوارى سويبي، عبد القادر دبون، مداخلة بعنوان أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 08_09 مارس 2005.
- (4) -سحنون بونعجة، محاسبة شركات التأمين من منظور معايير المحاسبة الدولية، الملتقى الدولي السابع حول الصناعة التأمينية- الواقع العلمي وآفاق التطوير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012.
- (5) -نعيمة يحيياوي، حكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06_07 ماي 2012.

ثانيا: باللغة الأجنبية

A- Les livres

- 1) Mauguier Henri, l'évaluation des entreprises non cotées, édition Dunod, Paris, 1990.
- 2) Arnaud Thauvron, Evaluation D'entreprise, 3édition, Economica, Paris, 2000.
- 3) Béatrice & Francis Grandguillet, Analyse financière, 7ème édition Gualiol exteso éditions, 2001.
- 4) Brigham, Eugene F, Houston, Gael F, Fundamentals of Financial Management, 10th, Edition, Thomson, Boston, MA-2004.
- 5) DAMODARAN. A, Finance d'entreprise, Théorie et pratique, 1édition, Traduction de la 2emeamericaine sous la direction de HIRIGOYEN. G & autres, De Boeck, Bruxelles, 2010.
- 6) Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, gestion Financière ,15édition, Dunod, Paris ,2006.
- 7) Jean Michel Palon, Comptabilité, Groupe revue Fiduciaire, Paris, 2005.
- 8) Jean Michel Palou, les Méthodes d'évaluation d'entreprise, groupe Revenue Fiduciaire, Paris, 2003.
- 9) Mondher Bellalah, Gestion Financier, 2emeédition, Economica, Paris, 2004.
- 10) Nguéna Jokung Octave, Mathématique et gestion Financière ,1édition, Edition de Boeck, Paris ,2004.
- 11) Patrick Della Faille, Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises, Edition lancier, Braxelles, 2001.

12) Pierre Venimmen, Finance d'entreprise logique et politique ,3ème édition, Dalhoz, Paris ,1989.

B- Les sites électroniques

- 1) [www. argaam. Com](http://www.argaam.Com)
- 2) www.ooredoo.com
- 3) [www. ooredoo.qa.com](http://www.ooredoo.qa.com)
- 4) www.ar.m.wikipedia.org

الملاحق

الملحق رقم (1): بيان الدخل الموحد



بيان الدخل الموحد

للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١١

٢٠١٠	٢٠١١	إيضاحات
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري	
٢٧,٣٧٦,٥٨٢	٣١,٧٦٥,٣٤٦	٥ الإيرادات
(٨,٧٣٤,٦٤٧)	(٩,٩٥٨,٣٨٤)	٦ مصروفات التشغيل
(٦,٠٤٧,٥٧٠)	(٦,٩٥٩,١٤٧)	٧ مصروفات بيع وعمومية وإدارية
(٦,٣١٧,٤١٦)	(٧,٠١٤,٧٠٤)	٨ الإهلاك والإطفاء
(١,٨٠٤,٣٨٧)	(١,٩٠٢,٣١٥)	٩ تكاليف التمويل (صافي)
(٤٦,٢٥٠)	(٢٢١,٥١٦)	١٧, ٣٩ خسائر انخفاض قيمة موجودات غير ملموسة واستثمارات متاحة للبيع
-	١,٤٤٢,٨٣١	١٧, ١/٤ ربح من مساهمة محتفظ بها سابقا في شركة تابعة مستحوذ عليها
٦٥٧,٦١١	٧١,١٩٦	١٠ دخل (مصروف) آخر - صافي
(١٢٩,٦٣٦)	(٥٦,٨٧٩)	١٦ حصة من نتائج شركات زميلة
(٣٢٠,٨١٥)	(٣١٢,٢٣٨)	١١ امتيازات رسوم صناعية
٤,٦٣٣,٤٧٢	٦,٨٥٤,١٩٠	١٩ صافي الربح قبل ضريبة الدخل
(٥٤٥,٥٥٠)	(٩١٠,٩٩٦)	ضريبة الدخل
٤,٠٨٧,٩٢٢	٥,٩٤٣,١٩٤	صافي ربح السنة
٢,٨٨٧,٨٤٣	٢,٦٠٥,٥٥٠	منسوب إلى:
١,٢٠٠,٠٧٩	٣,٣٣٧,٦٤٤	مساهمي الشركة الأم
٤,٠٨٧,٩٢٢	٥,٩٤٣,١٩٤	مساهمات غير مسيطرة
١٦.٤١	١٤.٨٠	١٢ العائد الأساسي والمخفف للسهم (منسوب للمساهمين بالشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (2): بيان الدخل الموحد



إتصالات قطر (كيو تل) ش.م.ق.

بيان الدخل الموحد

للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٢

٢٠١١	٢٠١٢	إيضاحات	
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري		
٣١,٧٤٤,٩٣٠	٣٣,٧١٤,٢١١	٥	العمليات المستمرة الإيرادات
(٩,٤٣٨,٠٧٣)	(١٠,٥٠٨,٧١٤)	٦	مصروفات التشغيل
(٧,٤٥٤,٣٦٣)	(٧,٦٩٣,٩٣٣)	٧	مصروفات بيع وعمومية وإدارية
(٦,٩٨٩,٢٦٥)	(٧,٧٠٢,١٩٥)	٨	الإهلاك والإطفاء
(١,٩٠٠,٥٢٠)	(١,٩٢٠,٩٥٨)	٩	تكاليف التمويل (صافي)
(٢٢١,٥١٦)	(٤٢٧,٤٦٥)	(٢)١٤	انخفاض قيمة موجودات غير ملموسة واستثمارات متاحة للبيع
١,٤٤٢,٨٣١	-	٢/٤	ربح من مساهمة محتفظ بها سابقا في شركة تابعة مستحوذ عليها
٧١,١٩٦	٥٢٥,٦٦٨	١٠	دخل / (مصروف) آخر - صافي
(٥٦,٨٧٩)	٣٤,٦٢١	١٥	حصة من نتائج شركات زميلة، بالصفافي من الضريبة
(٣١٢,٢٣٨)	(٣٢٧,٨٥٠)	١١	امتيازات ورسوم صناعية
٦,٨٨٦,١٠٣	٥,٦٩٣,٣٨٥		صافي الربح قبل ضريبة الدخل
(٩١٠,٩٩٦)	(٩٧٥,٥٤٧)	١٨	ضريبة الدخل
٥,٩٧٥,١٠٧	٤,٧١٧,٨٣٨		الربح من العمليات المستمرة
(٣١,٩١٣)	(٦٨,١٦٩)	٣٩	العمليات المتوقفة خسارة من العمليات المستمرة، بالصفافي من الضريبة
٥,٩٤٣,١٩٤	٤,٦٤٩,٦٦٩		صافي ربح السنة
٢,٦٠٥,٥٥٠	٢,٩٤٣,٧١٤		منسوب إلى: مساهمي الشركة الأم
٣,٣٣٧,٦٤٤	١,٧٠٥,٩٥٥		مساهمات غير مسيطرة
٥,٩٤٣,١٩٤	٤,٦٤٩,٦٦٩		
٩,٩٠	٩,٨٨	١٢	العائد الأساسي والمخفف للسهم (منسوب للمساهمين بالشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (3): بيان الربح أو الخسارة الموحد



Ooredoo ش.م.ق.
(المعروفة سابقًا بشركة اتصالات قطر (كيوتل) ش.م.ق.)

بيان الربح أو الخسارة الموحد
للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٣

٢٠١٢	٢٠١٣	إيضاحات	
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري		
٣٣,٤٧٥,٦٠٩	٣٣,٨٥١,٣٤٠	٥	العمليات المستمرة الإيرادات
(١٠,٣٦٣,٠٥١)	(١١,٠٨٤,٣٨٩)	٦	مصروفات التشغيل
(٧,٥٧٩,٧٢٨)	(٨,٢٢٥,٠٨٣)	٧	مصروفات بيع، صومية وإدارية
(٧,٦١٢,٤٥٧)	(٧,٦٦٢,٨٤٩)	٨	الإهلاك والإطفاء
(١,٩٢١,٠٠٦)	(٢,٠٢٠,٨٨٢)	٩	تكاليف التمويل (صافي)
(٤٢٧,٤٦٥)	(٤١,٦٣٨)	١٤(٢)	انخفاض قيمة موجودات غير ملموسة واستثمارات متاحة للبيع (مصروف) / ربح آخر - صافي
٥٢٢,١٥٢	(٦٨٤,٧٤٨)	١٠	حصاة من نتائج شركات زميلة، بالصافي من الضريبة
٣٤,٦٢١	٩٧,٨٦٩	١٦	امتيازات ورسوم صناعية
(٣١٥,٩٩٥)	(٣٣٤,٤٧٤)	١١	
٥,٨١٢,٦٨٠	٣,٨٩٥,١٤٦		صافي الربح قبل ضريبة الدخل
(٩٧٧,١٥٤)	(٦١١,٨٨٩)	١٩	ضريبة الدخل
٤,٨٣٥,٥٢٦	٣,٢٨٣,٢٥٧		الربح من العمليات المستمرة
			العمليات المتوقفة
(١٨١,٠٣٨)	١٠,٠٧٣	٤١	ربح / (خسارة) من العمليات غير المستمرة، بالصافي من الضريبة
٤,٦٥٤,٤٨٨	٣,٢٩٣,٣٣٠		صافي ربح السنة
			منسوب إلى:
٢,٩٤٦,٥٦٧	٢,٥٧٨,٦٥٧		مساهمي الشركة الأم
١,٧٠٧,٩٢١	٧١٤,٦٧٣		مساهمات غير مهيمنة
٤,٦٥٤,٤٨٨	٣,٢٩٣,٣٣٠		
٩,٨٩	٨,٠٥	١٢	العائد الأساسي والمخفف للسهم (منسوب للمساهمين بالشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (4): بيان الربح أو الخسارة الموحد



Ooredoo ش.م.ق.

بيان الربح أو الخسارة الموحد
للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٤

٢٠١٣	٢٠١٤	إيضاح	
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري		
٣٣,٨٥١,٣٤٠	٣٣,٢٠٧,٢٠٩	٥	العمليات المستمرة الإيرادات
(١١,٠٨٤,٣٨٩)	(١٢,٠٤٣,٠١٩)	٦	مصروفات التشغيل
(٨,٢٢٥,٠٨٣)	(٨,٣٠٥,٤٠٨)	٧	مصروفات بيع، عمومية وإدارية
(٧,٦٦٢,٨٤٩)	(٧,٦٢٦,٣٠٩)	٨	الإهلاك والإطفاء
(٢,٠٢٠,٨٨٢)	(٢,٠٣١,٨٤٤)	٩	صافي تكاليف التمويل
(٤١,٦٣٨)	(٢٥,٩٦٣)	٢/١٤	انخفاض قيمة موجودات
(٦٨٤,٧٤٨)	٢٠٩,٥٢٨	١٠	ربح / (مصروف) آخر - صافي حصة من نتائج شركات زميلة ومشروع مشترك - بالصافي من الضريبة
٩٧,٨٦٩	٨٩,٠٩٨	١٦	الضريبة
(٣٣٤,٤٧٤)	(٣٩٢,٨٣٤)	١١	امتيازات ورسوم صناعية
٣,٨٩٥,١٤٦	٣,٠٨٠,٤٥٨	١٩	الربح قبل ضريبة الدخل ضريبة الدخل
(٦١١,٨٨٩)	(٥٩٨,٧٩٦)		
٣,٢٨٣,٢٥٧	٢,٤٨١,٦٦٢		الربح من العمليات المستمرة
			العمليات المتوقعة
١٠,٠٧٣	٤٦,٧٢٥	٤١	ربح من العمليات غير المستمرة، بالصافي من الضريبة
٣,٢٩٣,٣٣٠	٢,٥٢٨,٣٨٧		ربح السنة
			الربح المنسوب إلى: مساهمي الشركة الأم مساهمات غير مسيطرة
٢,٥٧٨,٦٥٧	٢,١٣٤,٣٣٤		
٧١٤,٦٧٣	٣٩٤,٠٥٣		
٣,٢٩٣,٣٣٠	٢,٥٢٨,٣٨٧		
			العائد الأساسي والمخفف للسهم (منسوب للمساهمين بالشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)
٨.٥٠	٦.٦٦	١٢	

الملحق رقم (5): بيان الربح او الخسارة الموحد



Ooredoo ش.م.ق.

بيان الربح أو الخسارة الموحد
للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٥

٢٠١٤	٢٠١٥	ايضاح	
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري		
٣٣,٢٠٧,٢٠٩	٣٢,١٦٠,٨٥٥	٤	العمليات المستمرة الإيرادات
(١٢,٠٤٣,٠١٩)	(١١,٤٠٠,٣٦٨)	٥	مصروفات التشغيل
(٨,٣٠٥,٤٠٨)	(٧,٧٥٦,٨٣٥)	٦	مصروفات بيع، صومية وإدارية
(٧,٦٢٦,٣٠٩)	(٧,٩٤٥,٣٦٠)	٧	الإهلاك والإطفاء
(٢,٠٣١,٨٤٤)	(٢,٠١٦,٧٩٨)	٨	صافي تكاليف التمويل
(٢٥,٩٦٣)	(٣٣٣,٠٨٦)	(٢)١٣	خسارة انخفاض في قيمة الشهرة و الموجودات الأخرى
٢٠٩,٥٢٨	٣١٠,٤٤٢	٩	ربح آخر - بالصافي حصة من نتائج شركات زميلة ومشروع مشترك - بالصافي من الضريبة
٨٩,٠٩٨	١٤,٦٧٧	١٥	الضريبة
(٣٩٢,٨٣٤)	(٤٠٨,٥٧٨)	١٠	امتيازات ورسوم
٣,٠٨٠,٤٥٨	٢,٦٢٤,٩٤٩		الربح قبل ضريبة الدخل
(٥٩٨,٧٩٦)	(٣٣١,٤٦٦)	١٨	ضريبة الدخل
٢,٤٨١,٦٦٢	٢,٢٩٣,٤٨٣		الربح من العمليات المستمرة
٤٦,٧٢٥	-	٤٠	العمليات غير المستمرة ربح من العمليات غير المستمرة - بالصافي من الضريبة
٢,٥٢٨,٣٨٧	٢,٢٩٣,٤٨٣		ربح السنة
٢,١٣٤,٣٣٤	٢,١١٨,٢٧٨		الربح المنسوب إلى: مساهمي الشركة الأم
٣٩٤,٠٥٣	١٧٥,٢٠٥		مساهمات غير مسيطرة
٢,٥٢٨,٣٨٧	٢,٢٩٣,٤٨٣		
٦,٦٦	٦,٦٦	١١	العائد الأساسي والمخفف للسهم (منسوب للمساهمين بالشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (6): بيان الربح أو الخسارة الموحد



Ooredoo (ش.م.ق)

بيان الربح أو الخسارة الموحد

للمدة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٦

٢٠١٥	٢٠١٦	إيضاح
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري	
٣٢,١٦٠,٨٥٥	٣٢,٥٠٣,٢٥٩	٤ الإيرادات
(١١,٤٠٠,٣٦٨)	(١١,٨٤٧,٠٣٢)	٥ مصروفات تشغيل
(٧,٧٥٦,٨٣٥)	(٧,٢٩١,٢٦٤)	٦ مصروفات بيع، عمومية وإدارية
(٧,٩٤٥,٣٦٠)	(٨,٣٦٤,٠٦٦)	٧ إهلاك وإطفاء
(٢,٠١٦,٧٩٨)	(١,٨٠٨,٥٤٣)	٨ صافي تكاليف تمويل
(٣٣٣,٠٨٦)	(١٩٢,٥٠٦)	١٣(ب) ١٦,١٥٠ خسارة انخفاض قيمة شهرة وموجودات أخرى
٣١٠,٤٤٢	٥٥٥,٩٤٤	٩ إيرادات أخرى - بالصادف
١٤,٦٧٧	١٤,١٥٢	١٥ حصة من نتائج شركات زميلة ومشروع مشترك - بالصادف من الضريبة
(٤٠٨,٥٧٨)	(٤٤٣,١٨٥)	١٠ إمتيازات ورسوم
٢,٦٢٤,٩٤٩	٣,١٢٦,٧٥٩	الربح قبل ضريبة الدخل
(٣٣١,٤٦٦)	(٣٧٩,٣٩٦)	١٨ ضريبة الدخل
٢,٢٩٣,٤٨٣	٢,٧٤٧,٣٦٣	ربح السنة
٢,١١٨,٢٧٨	٢,١٩٢,٥٥٤	الربح المنسوب إلى:
١٧٥,٢٠٥	٥٥٤,٨٠٩	مساهمي الشركة الأم
٢,٢٩٣,٤٨٣	٢,٧٤٧,٣٦٣	حقوق الملكية غير المسيطرة
٦٠٦١	٦٠٨٤	١١ العائد الأساسي والمخلف للسهم (منسوب لمساهمي الشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (7): بيان الربح أو الخسارة الموحد



Ooredoo (ش.م.ق.ع.ق.)

بيان الربح أو الخسارة الموحد

للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٧

٢٠١٦	٢٠١٧	ايضاح
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري	
٣٢,٥٠٣,٢٥٩	٣٢,٧٣٥,٠٣٢	٤ الإيرادات
(١١,٨٤٧,٠٣٢)	(١٢,٠١٨,٢٨٢)	٥ مصروفات تشغيل
(٧,٢٩١,٢٦٤)	(٦,٨٨٨,٦٠٨)	٦ مصروفات بيع، عمومية وإدارية
(٨,٣٦٤,٠٦٦)	(٨,٤١٩,٦٣٤)	٧ إستهلاك وإطفاء
(١,٨٠٨,٥٤٣)	(١,٧٤٠,٧٨٠)	٨ صافي تكاليف تمويل
(١٩٢,٥٠٦)	(٤,٧٧٢)	١٦,١٥,١٣ خسارة تنبي قيمة شهرة وموجودات أخرى
٥٥٥,٩٤٤	١٤٤,١٠٨	٩ إيرادات أخرى - بالصافي
١٤,١٥٢	(٤٥,٦٤١)	١٥ حصة من نتائج شركات زميلة وشركات مشروع مشترك- بالصافي من الضريبة
(٤٤٣,١٨٥)	(٥٦٤,٧٢٤)	١٠ إمتيازات ورسوم
٣,١٢٦,٧٥٩	٣,١٩٦,٩٩٩	الربح قبل ضريبة الدخل
(٣٧٩,٣٩٦)	(٨٠,١,٥٧٠)	١٨ ضريبة الدخل
٢,٧٤٧,٣٦٣	٢,٣٩٥,١٢٩	ربح السنة
٢,١٩٢,٥٥٤	١,٩٦٦,٥١٥	الربح المنسوب إلى:
٥٥٤,٨٠٩	٤٢٨,٦١٤	مساهمي الشركة الأم
٢,٧٤٧,٣٦٣	٢,٣٩٥,١٢٩	حقوق الملكية غير المسيطرة
٦,٠٨٤	٦,٠١٤	العائد الأساسي والمخفف للسهم
		(منسوب لمساهمي الشركة الأم)
		(ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (8): بيان الربح أو الخسارة الموحد



Ooredoo (ش.م.ق.ع.)

بيان الربح أو الخسارة الموحد

للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٨

٢٠١٧ (معدّلة)	٢٠١٨	إيضاحات
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري	
٣٢,٦٤٥,٩٤٩	٢٩,٩٢٩,٧٢٤	٤ إيرادات
(١٢,٠١٦,٧٢٣)	(١١,٨٠٣,٥١٠)	٥ مصروفات تشغيل
(٦,٩٤٣,٦٠١)	(٦,٤٠٩,٧١٢)	٦ مصروفات بيع، صومية وإدارية
(٨,٤١٩,٦٣٤)	(٨,٠٠٠,٤٩٧)	٧ إستهلاك وإطفاء
(١,٧٤٠,٧٨٠)	(١,٧٣٢,٨٠٢)	٨ صافي تكاليف تمويل
(٤,٧٧٢)	(١٧١,٤٣٣)	١٢,١٣,١٥,١٦,٢٢٢ خسارة تنفي قيمة الشهرة وموجودات مالية وموجودات أخرى
١٥٢,٢٣٥	٤٩٩,٣٤٠	٩ إيرادات أخرى - بالصافي
(٤٥,٦٤١)	٤٨٨,٧٣٧	١٥ حصة من نتائج شركات زميلة وشركات مشروع مشترك- بالصافي من العصرية
(٥٦٤,٧٢٤)	(٤٨٩,١٥٦)	١٠ إمتيازات ورسوم
٣,٠٦٢,٣٠٩	٢,٢٧٧,٦٩١	الربح قبل ضريبة الدخل
(٧٧٣,٦٤٨)	(٤٨٤,٩٦١)	١٨ ضريبة الدخل
٢,٢٨٨,٦٦١	١,٧٩٢,٧٣٠	ربح السنة
١,٨٩٧,٣١١	١,٥٦٥,٠٦٥	الربح المنسوب إلى:
٣٩١,٣٥٠	٢٢٧,٦٦٥	مساهمي الشركة الأم
٢,٢٨٨,٦٦١	١,٧٩٢,٧٣٠	حقوق الملكية غير المسيطرة
٥,٩٢	٤,٨٩	العائد الأساسي والمخفف للسهم
		(منسوب لمساهمي الشركة الأم)
		(ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (9): بيان الربح أو الخسارة الموحد



Ooredoo (ش.م.ق.ع.)

بيان الربح أو الخسارة الموحد
للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٩

٢٠١٨	٢٠١٩	إيضاح
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري	
٢٩,٩٢٦,٧٢٤	٢٩,٩١٥,٥٤١	٤ إيرادات
(١١,٨٠٣,٥١٠)	(١١,٠٣١,١٧٧)	٥ مصروفات تشغيل
(٦,٤٠٩,٧١٢)	(٦,٠٩٤,١٨٦)	٦ مصروفات بيع وعمومية وإدارية
(٨,٠٠٠,٤٩٧)	(٨,٥٨٧,٦٤٩)	٧ إستهلاك وإطفاء
(١,٧٣٢,٨٠٢)	(٢,٠٨٧,٦٦٦)	٨ صافي تكاليف تمويل
(١٧١,٤٣٣)	(٣٤٥,٧٦٧)	٢٣,١٦,١٣,١٢ خسائر تنفي الشهرة وموجودات مالية وموجودات أخرى
٤٦٩,٣٤٠	١,٣١١,٥٧٢	٩ إيرادات أخرى - بالصافي
٤٨٨,٧٣٧	٥٧,٠٧٢	١٦ حصة من نتائج شركات زميلة وشركات مشروع مشترك - بالصافي من الضريبة
(٤٨٩,١٥٦)	(٤٩١,٦٣٧)	١٠ إمتيازات ورسوم
٢,٢٧٧,٦٩١	٢,٦٤٦,١٠٣	الربح قبل ضريبة الدخل
(٤٨٤,٩٦١)	(٤٢٢,٠٩١)	١٩ ضريبة الدخل
١,٧٩٢,٧٣٠	٢,٢٢٤,٠١٢	ربح السنة
١,٥٦٥,٠٦٥	١,٧٢٤,٨٢٦	الربح المنسوب إلى:
٢٢٧,٦٦٥	٤٩٩,١٨٦	مساهمي الشركة الأم
١,٧٩٢,٧٣٠	٢,٢٢٤,٠١٢	حقوق الملكية غير المسيطرة
٠,٤٤٩	٠,٤٥٤	٤٦,١١ العائد الأساسي والمخفف للسهم (منسوب لمساهمي الشركة الأم) (ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (10): بيان الربح او الخسارة الموحد



Ooredoo (ش.م.ق.ع.)

بيان الربح أو الخسارة الموحد
للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠٢٠

٢٠١٩	٢٠٢٠	ايضاح
ألف ريال قطري	ألف ريال قطري	
٢٩,٩١٥,٥٤١	٢٨,٨٦٦,٥٦٥	٤ إيرادات
(١١,٠٣١,١٧٧)	(١٠,٨٠٦,١٣٢)	٥ مصروفات تشغيل
(٦,٠٩٤,١٨٦)	(٥,٩٦٦,٠٤٨)	٦ مصروفات بيع وعمومية وإدارية
(٨,٥٨٧,٦٤٩)	(٨,٢٤٥,٤٦٠)	٧ استهلاك وإطفاء
(٢,٠٨٧,٦٦٦)	(١,٨٩٥,٥٧٦)	٨ صافي تكاليف تمويل
(٣٤٥,٧٦٧)	(٤٤٨,٥٣٥)	٩ خسائر تنفي الشهرة وموجودات مالية وموجودات أخرى
١,٣١١,٥٧٢	٤٧٠,٦١٥	٩ إيرادات أخرى - بالصافي
٥٧,٠٧٢	٣٥,٢٧٦	١٦ حصة من نتائج شركات زميلة وشركات مشروع مشترك - بالصافي من الضريبة
(٤٩١,٦٣٧)	(٣٨٥,٦٧٦)	١٠ إمتيازات ورسوم
٢,٦٤٦,١٠٣	١,٦٢٥,٠٢٩	الربح قبل ضريبة الدخل
(٤٢٢,٠٩١)	(٢٠٣,٠٩٩)	١٩ ضريبة الدخل
٢,٢٢٤,٠١٢	١,٤٢١,٩٣٠	ربح السنة
١,٧٢٤,٨٢٦	١,١٢٦,٤٧٥	الربح المنسوب إلى:
٤٩٩,١٨٦	٢٩٥,٤٥٥	مساهمي الشركة الأم
٢,٢٢٤,٠١٢	١,٤٢١,٩٣٠	حقوق الملكية غير المسيطرة
٠,٥٤	٠,٣٥	العائد الأساسي والمخفف للسهم
		(منسوب لمساهمي الشركة الأم)
		(ريال قطري لكل سهم)

الملحق رقم (11): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 06/19/22 Time: 13:47
Sample: 2011 2020
Included observations: 10

Correlation Probability	MVA	DPA	DIV	BPA	BRA	DIS	SIZE	ROE
MVA	1.000000							
DPA	0.552289 0.0978	1.000000						
DIV	-0.066981 0.8541	0.663425 0.0365	1.000000					
BPA	0.620452 0.0556	-0.034826 0.9239	-0.746852 0.0131	1.000000				
BRA	0.248341 0.4890	-0.531731 0.1137	-0.966184 0.0000	0.864917 0.0012	1.000000			
DIS	0.194507 0.5903	0.349012 0.3229	-0.087984 0.8090	0.379231 0.2798	0.146177 0.6870	1.000000		
SIZE	0.746831 0.0131	0.144247 0.6909	-0.460467 0.1805	0.754981 0.0116	0.567566 0.0870	0.047699 0.8959	1.000000	
ROE	0.381038 0.2773	-0.302084 0.3963	-0.848493 0.0019	0.884082 0.0007	0.901118 0.0004	0.210778 0.5589	0.777141 0.0082	1.000000

ROE	0.3113 0.381038	0.3883 -0.303084	0.0018 -0.848493	0.0001 0.884082	0.0004 0.901118	0.2288 0.210778	0.0085 0.111141	1.000000
SIZE	0.0131 0.146831	0.6909 0.144247	0.1805 -0.460467	0.0116 0.754981	0.0870 0.567566	0.8959 0.047699	1.000000	
DIS	0.5903 0.194507	0.3229 0.349012	0.8090 -0.087984	0.2798 0.379231	0.6870 0.146177	1.000000		
BRA	0.4890 0.248341	0.1137 -0.531731	0.0000 -0.966184	0.0012 0.864917	1.000000			
BPA	0.0556 0.620452	0.9239 -0.034826	0.0131 -0.746852	1.000000				
DIV	0.8541 -0.066981	0.0365 0.663425	1.000000					
DPA	0.0978 0.552289	1.000000						
MVA								

الدراسة

الملحق رقم (12): نموذج الانحدار المتعدد قبل التعديل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-485.1428	427.6010	-1.134569	0.3742
DPA	-289.1899	1452.160	-0.199145	0.8606
BPA	290.3977	1452.854	0.199881	0.8601
DIV	-0.837524	36.83295	-0.022738	0.9839
BRA	-290.2087	1458.676	-0.198954	0.8607
SIZE	26.87976	23.83691	1.127653	0.3766
ROE	-33.72994	113.6195	-0.296867	0.7946
DIS	0.417710	8.773726	0.047609	0.9664
R-squared	0.889982	Mean dependent var		9.634000
Adjusted R-squared	0.504918	S.D. dependent var		1.842448
S.E. of regression	1.296385	Akaike info criterion		3.347599
Sum squared resid	3.361229	Schwarz criterion		3.589667
Log likelihood	-8.737993	Hannan-Quinn criter.		3.082051
F-statistic	2.311256	Durbin-Watson stat		2.849934
Prob(F-statistic)	0.334981			

الملحق رقم (13): نموذج الانحدار المتعدد قبل التعديل

Dependent Variable: MVA				
Method: Least Squares				
Date: 06/19/22 Time: 13:43				
Sample: 2011 2020				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-475.1067	170.2103	-2.791292	0.0384
DPA	0.310752	0.227053	1.368632	0.2294
BPA	0.942044	0.184568	5.104048	0.0038
SIZE	26.33438	9.379964	2.807514	0.0377
ROE	-60.60018	24.64514	-2.458910	0.0573
R-squared	0.875587	Mean dependent var		9.634000
Adjusted R-squared	0.776056	S.D. dependent var		1.842448
S.E. of regression	0.871897	Akaike info criterion		2.870562
Sum squared resid	3.801021	Schwarz criterion		3.021854
Log likelihood	-9.352808	Hannan-Quinn criter.		2.704594
F-statistic	8.797150	Durbin-Watson stat		2.625347
Prob(F-statistic)	0.017411	Wald F-statistic		49.83346
Prob(Wald F-statistic)	0.000322			

الملخص

تهدف هذه الدراسة لقياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمؤسسة اوريدو خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

وقد خلصت الدراسة في الجانب النظري إلى ظهور أكثر من اتجاه حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، منها من يرى أن هناك تأثير ومنها من يعارض ذلك، أما في الجانب التطبيقي فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير الإيجابي لنصيب السهم من الأرباح المحققة على قيمة المؤسسة، بينما نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة فلم يكن له تأثير على قيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة، نصيب السهم من الأرباح المحققة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، نصيب السهم من الأرباح الموزعة.

Résumé

Cette étude vise à mesurer l'impact de la politique de dividende sur la valeur de marché d'Ooredoo durant la période 2011 à 2020, en se basant sur un modèle de régression linéaire multiple afin de tester les hypothèses de l'étude.

Sur le plan théorique, l'étude a conclu que plus d'une tendance a émergé quant à l'impact de la politique de dividende sur la valeur de l'institution, certains d'entre eux pensent qu'il y a un effet, et d'autres s'y opposent. bénéfices réalisés sur la valeur de l'institution, tandis que la part de la part des bénéfices non distribués et la part de la part des dividendes n'avaient aucun effet sur la valeur de l'institution.

Mots clés : politique de dividende, valeur d'entreprise, part des bénéfices réalisés, part des bénéfices non distribués, part des dividendes.