

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
العنوان

تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم
دراسة قياسية للشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص: محاسبة وإدارة مالية

إشراف الأستاذ:
قدام جمال

إعداد الطالبين:
ترفاس جمال الدين
قحة ياسين

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة جيجل	الأستاذة: بوتسطة لمياء
مشرفاً ومقرراً	جامعة جيجل	الأستاذ: قدام جمال
مناقشاً	جامعة جيجل	الأستاذ: قيرة عمر

السنة الجامعية 2016-2017

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله، الأهل والأصدقاء.

بِسْمِ

قال تعالى: " وَإِذْ تَأْذِنُ رَبُّكُمْ لِنِشْكْرَتِكُمْ لِأَزِيدَنَّكُمْ وَلِنُنْكَفِرَنَّ عَنْكُمْ إِنْ كُنْتُمْ إِعْدَائِي
لشديد".....

الحمد لله في سرى وفي علني.... الحمد لله في حزني وفي فرحي.....

الحمد لله عما كنت أعلمه.....والحمد لله عما غاب عن قلبي.....

الحمد لله من حمد فضائله..... وأنعم الله أميته منطلق العدد.....

إذا قلت شكرا فشكري لن يوفيكم، حقا سعيتم فكان السعي مشكورا، إن جف حبري عن
التعبير يكتبكم قلبه به صفاء الحبه تعبيرا.

فبعد شكر الله على توفيقه وامتنانه، نتقدم بجزيل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف

" قدام جمال " الذي كان له الفضل في انجاز وإتمام هذا البحث، كما نخص بالشكر أيضا
الأستاذين الفاضلين " بوميمز فيصل " و " بوريجب عمران " على مد يد العون ولو بالشيء،
القليل.

شكر خاص لأساتذتنا الكرام الذين كان لهم الفضل في وصولنا لهذا المقام، كما نتقدم
بالشكر لكل من كان له فضل من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل.....

فهرس المحتويات

شكر

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

الصفحة	العنوان
أ.....	مقدمة.....

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

2.....	تمهيد.....
3.....	المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح.....
3.....	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....
4.....	المطلب الثاني: أهداف سياسة توزيع الأرباح.....
6.....	المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح.....
7.....	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.....
8.....	المطلب الأول: العوامل الخارجية.....
10.....	المطلب الثاني: العوامل المرتبطة بالشركة.....
11.....	المطلب الثالث: القيود القانونية والتعاقدية.....
13.....	المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح.....
13.....	المطلب الأول: سياسة التوزيعات النقدية.....
18.....	المطلب الثاني: سياسة التوزيعات الغير نقدية.....
21.....	خلاصة.....

الفصل الثاني: محددات السعر السوقي للسهم

23.....	تمهيد.....
24.....	المبحث الأول: ماهية السهم في الفكر المالي.....

24.....	المطلب الأول: مفهوم السهم.....
27.....	المطلب الثاني: الخصائص النوعية للسهم.....
31.....	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم.....
31.....	المطلب الأول: العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية.....
33.....	المطلب الثاني: العوامل المرتبطة بالسوق.....
37.....	المطلب الثالث: العوامل المرتبطة بالسهم.....
43.....	المبحث الثالث: طرق تقييم السهم.....
43.....	المطلب الأول: نماذج تحيين التوزيعات النقدية.....
47.....	المطلب الثاني: نماذج تحيين التدفقات النقدية.....
50.....	المطلب الثالث: النماذج المقارنة.....
53.....	خلاصة.....

الفصل الثالث: النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

55.....	تمهيد.....
56.....	المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل فرضيات كفاءة السوق.....
56.....	المطلب الأول: سياسة التوزيع في ظل التأكد التام.....
60.....	المطلب الثاني: سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد.....
63.....	المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق.....
64.....	المطلب الأول: سياسة التوزيع في ظل وجود الضرائب، تكاليف الإصدار والمعاملات.....
68.....	المطلب الثاني: سياسة التوزيع في الواقع العملي.....
72.....	المبحث الثالث: النماذج المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.....
72.....	المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....
73.....	المطلب الثاني: النموذج البياني.....
76.....	خلاصة.....

الفصل الرابع: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات

المدرجة في DJIA

78.....	تمهيد.....
---------	------------

79	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة.....
79	المطلب الأول: تقديم مؤشر داو جونز الصناعي.....
83	المطلب الثاني: الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة.....
87	المطلب الثالث: تحديد وعرض متغيرات الدراسة.....
92	المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة.....
93	المطلب الأول: تحليل اختبار العلاقة الخطية.....
94	المطلب الثاني: تحليل مصفوفة الارتباط.....
97	المطلب الثالث: تحليل نتائج الانحدار المتعدد.....
106	خلاصة.....
108	الخاتمة.....
114	قائمة المراجع.....

الملاحق

ملخص

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
15	سياسة التوزيع وفق معدل التوزيع المستقر	1-1
17	سياسات توزيع الأرباح للشركات الأمريكية المسعرة للفترة (1998-1926)	2-1
43	معاملات (β) للشركات الأمريكية	1-2
83	مكونات مؤشر DJIA	1-4
87	الدراسات الميدانية السابقة	2-4
92	عرض متغيرات الدراسة	3-4
95	الارتباط الثنائي للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع	4-4
96	الارتباط المزدوج للمتغيرات المستقلة	5-4
98	نتائج اختبار جودة النموذج الأولي	6-4
98	نتائج تحليل التباين للنموذج الأولي	7-4
99	نتائج اختبار معنوية المعالم للنموذج الأولي	8-4
100	مراحل استبعاد متغيرات الدراسة	9-4
101	نتائج اختبار جودة النموذج النهائي	10-4
102	نتائج تحليل التباين للنموذج النهائي	11-4
103	نتائج اختبار معنوية المعالم للنموذج النهائي	12-4

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
7	إجراءات أول توزيع لأرباح شركة (Microsoft)	1-1
14	التمثيل البياني لسياسة التوزيعات المستقرة	2-1
16	التمثيل البياني لسياسة توزيع المتبقي من الأرباح	3-1
33	آلية تحديد قيمة السهم	1-2
42	مستقيم الانحدار الخطي لعائد السهم والسوق	2-2
47	تطور معدل النمو للنموذج (H)	3-2
56	أثر توزيع الربح على قيمة السهم	1-3
65	تطور معدل الضريبة على التوزيعات وفوائض القيمة في الولايات المتحدة الأمريكية	2-3
69	أثر تغيير سياسة توزيع الأرباح على مردودية السهم	3-3
74	اختبار نظريات التوزيع في حالة عدم ملائمة التوزيعات	4-3
75	اختبار نظريات التوزيع في حالة ملائمة التوزيعات	5-3
81	تطور مؤشر DJIA خلال الفترة 1929-2017	1-4
86	تقييم اختبار Durbin-Watson	2-4
93	لوحة الانتشار للمتغير المستقل (sp)	3-4
94	التمثيل البياني لمستقيم الانحدار الخطي	4-4
99	التمثيل البياني لاختبار (D-W) للنموذج الأولي	5-4
102	التمثيل البياني لاختبار (D-W) للنموذج النهائي	6-4

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
جدول توزيع (Student)	01
جدول توزيع (Fisher)	02
جدول توزيع (Durbin Watson)	03
القوائم المالية المختصرة لـ (3M Co.)	04
القوائم المالية المختصرة لـ (American Express Co.)	05
القوائم المالية المختصرة لـ (Apple Inc.)	06
القوائم المالية المختصرة لـ (Boeing Co.)	07
القوائم المالية المختصرة لـ (Caterpillar Inc.)	08
القوائم المالية المختصرة لـ (Cisco Systems Inc.)	09
القوائم المالية المختصرة لـ (Coca-Cola Co.)	10
القوائم المالية المختصرة لـ (Chevron Corp.)	11
القوائم المالية المختصرة لـ (E.I. Dupont De Nemours & Co.)	12
القوائم المالية المختصرة لـ (General Electric Co.)	13
القوائم المالية المختصرة لـ (Goldman Sachs Group Inc.)	14
القوائم المالية المختصرة لـ (Home Depot Inc.)	15
القوائم المالية المختصرة لـ (Intel Corp.)	16
القوائم المالية المختصرة لـ (International Business Machines Corp.)	17
القوائم المالية المختصرة لـ (Johnson & Johnson)	18
القوائم المالية المختصرة لـ (JPMorgan Chase & Co.)	19
القوائم المالية المختصرة لـ (McDonald's Corp.)	20
القوائم المالية المختصرة لـ (Merck & Co. Inc.)	21
القوائم المالية المختصرة لـ (Microsoft Corp.)	22
القوائم المالية المختصرة لـ (Nike Inc.)	23
القوائم المالية المختصرة لـ (Pfizer Inc.)	24
القوائم المالية المختصرة لـ (Procter & Gamble Co.)	25
القوائم المالية المختصرة لـ (Travelers Cos. Inc.)	26

القوائم المالية المختصرة لـ (United Health Group Inc.)	27
القوائم المالية المختصرة لـ (United Technologies Corp.)	28
القوائم المالية المختصرة لـ (Verizon Communications Inc.)	29
القوائم المالية المختصرة لـ (Visa Inc.)	30
القوائم المالية المختصرة لـ (Wal-Mart Stores Inc.)	31
القوائم المالية المختصرة لـ (Walt Disney Co.)	32
القوائم المالية المختصرة لـ (Exxon Mobil Corp.)	33

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
β	معامل حساسية السهم
λ	معامل يقيس تأثير التوزيعات على معدل العائد المطلوب
ε	معامل الخطأ المعياري
A	
AMEX	American exchange
B	
B	beta
C	
CAPM	capital asset pricing model
CF	cash flow
CSO	common shares outstanding
D	
D	dividend
DPR	dividend payout ratio
DPS	dividend per share
DR	Délai de recouvrement
DY	Dividend yield
DJIA	dow Jones industrial average
E	
EV	equity to market value
EPS	earning per share
ESR	equity per share ratio
F	
FCFE	free cash flow to equity
G	
GOA	growth of assets
L	
LEV	leverage

M

MV	market value
MVA	market value added

N

NASDAQ	national association of securities dealers automated quotation
NYSE	New York security exchange

O

OFCF	operation free cash flow
------	--------------------------

P

PBR	price to book ratio
PEG _R	price earnings growth ratio
PER _R	relative price earnings ratio
PSR	price to sales ratio
PER	price to earnings ratio
RPS	retained earnings per share

R

ROA	return on assets
ROE	return on equity
ROI	return on investment
R _R	required return
R _F	Free return
R _M	market returns
R _D	debt returns

S

SP	share price
SPS	sales per share
ST	stock turnover

T

T	tax
---	-----

V

V	enterprise value
---	------------------

W

WACC	waged average cost of capital
------	-------------------------------

مقدمة

تلعب الأسواق المالية دورا محوريا في تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمار، بالإضافة إلى توفير التمويل اللازم للشركات وضمان السيولة وانسيابية المعلومات المساعدة على اتخاذ القرارات الاستثمارية، وتحضى الشركة بركن مهم في السوق المالي باعتبارها الجهة التي تسعى للحصول على التمويل من خلال عمليات طرح الأسهم للاكتتاب على المستثمرين الذين يسعون بدورهم لتعظيم ثروتهم المتمثلة في تعظيم القيمة السوقية لأسهمهم المستثمرة في الشركة.

تعتبر الإدارة المالية الركيزة الأساسية في تسيير أي شركة، وتتضمن هذه العملية اتخاذ قرارات من شأنها التأثير سلبا أو إيجابا على قيمتها، فبعد كل من قراري الاستثمار والتمويل نجد قرار توزيع الأرباح الذي يمثل حجم الأرباح التي ترغب الشركة بتوزيعها على المساهمين في شكل توزيعات نقدية أو توزيعات الأسهم نظير استثمارهم في رأسمالها وتحملهم المخاطر المترتبة على ذلك، وأي مقاربة لسياسة توزيع الأرباح يجب أن تكون مبنية على الفرص الاستثمارية المحتملة، وكذلك منهج التمويل الذي تريد الشركة أن تتبعه لأن سياسة توزيع الأرباح هي جزئية مهمة من نظرية الهيكل المالي.

إن تحديد السياسة المثلى لتوزيع الأرباح يعتمد أساسا على رغبات المستثمرين، نظرا لتوجههم للمفاضلة بين العوائد الأيرادية أو التضحية بالتوزيعات النقدية للفترة الحالية مقابل الحصول على عوائد أكبر مستقبلا، وعلى هذا المنوال فإن مشكلة تحديد السياسة المثلى لتوزيع الأرباح أصبح يورق الباحثين والعاملين في مجال الإدارة المالية على وجه الخصوص، نظرا لتأثر سياسة توزيع الأرباح بكل من السياسة الاستثمارية والتمويلية للشركة، لذا فالمدراء الماليون ملزمون باعتماد سياسات توزيع معتدلة تتضمن الموازنة بين السياسات الثلاث، وهذا ضمن مساعيهم لتعظيم قيمة الشركة المتمثلة في تعظيم القيمة السوقية لأسهمها.

1. إشكالية البحث:

بناء على كل ما سبق، يمكن إدراج الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؟

و للوصول إلى إجابة لهذا التساؤل الرئيسي، لابد من الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مفهوم سياسة توزيع الأرباح وما هي أهم العوامل المؤثرة عليها؟
- كيف يتم تحديد قيمة السهم؟
- فيما تتمثل أهم النظريات المفسرة للعلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بسعر السهم؟
- كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؟

II. فرضيات الدراسة:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم والسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم والسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مردودية السهم والسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

III. أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:
- إعطاء نظرة عامة لسياسة توزيع الأرباح؛
 - معرفة العوامل المؤثرة على سعر السهم والطرق التي يتم بموجبها تقييمه؛
 - التطرق للمقاربات الفكرية التي عالجت العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بسعر السهم؛
 - تجسيد العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة السهم على أرض الواقع من خلال دراسة ميدانية لعينة من الشركات.

IV. المنهج المتبع و الأدوات المستخدمة:

من أجل الوصول إلى إجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات المطروحة، تم الاعتماد في الجانب النظري على المنهج الوصفي من خلال تقديم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وسعر السهم، بالإضافة إلى المنهج التحليلي الذي تم استخدامه في تفسير المقاربات النظرية التي عالجت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم .

أما في الجانب التطبيقي للدراسة، استعملنا المنهج التاريخي عند عرض التطور التاريخي لمؤشر داو جونز الصناعي وأهم الأحداث التي مر بها، واعتمدنا كذلك على المنهج الإحصائي-التحليلي من خلال دراسة العلاقة الإحصائية الموجودة بين المتغير المستقل والتابع وتحليل نتائجها.

فيما يخص الأدوات المستخدمة في الدراسة تم الاعتماد على الكتب والمذكرات المرتبطة بالموضوع، وكذلك المقالات والمجلات العلمية، بالإضافة إلى القوائم والتقارير المالية المنشورة من قبل المواقع الإلكترونية المتخصصة في مجال المعلومات المالية التي نذكر منها:

- www.gurufocus.com
- www.tele-trader.com
- www.market-watch.com
- www.dividend-stocks.com

أما عن البرنامج الإحصائي المستخدم في معالجة البيانات وتحليلها، فقد تم استخدام برنامج SPSS

.STATISTIC 24

V. أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في العديد من النقاط أهمها ارتباط قيمة السهم بالهدف الحديث للإدارة المالية المتمثل في تعظيم ثروة الملاك، وكذلك أهمية سياسة توزيع الأرباح في حد ذاتها باعتبارها من أهم القرارات المالية بعد كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار، بالإضافة للعلاقة الوطيدة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بسعر السهم، وأخيرا الاهتمام الكبير الذي تبديه إدارة أي شركة لسياسة توزيع الأرباح عند صياغة الإستراتيجية العامة للشركة وتوجهاتها المستقبلية.

VI. أسباب اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع استنادا لجملة من الاعتبارات أهمها:

- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع؛
- الأهمية البالغة التي تحظى بها سياسة توزيع الأرباح في إطار النظرية المالية؛
- تطلعنا لدراسة السياسات التي تعتمدها الشركات العالمية الكبرى عند توزيع أرباحها ومعرفة تأثير ذلك على أسعار أسهمها.

VII. حدود الدراسة:

لمعالجة إشكالية البحث قمنا بحصر الدراسة بالشكل الآتي:

▪ الحدود الموضوعية:

نهدف بهذه الدراسة توضيح أثر سياسة توزيع الأرباح من خلال أبعادها الثلاثة المتمثلة في الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم ومردودية السهم على سعر الأسهم العادية للشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

▪ الحدود المكانية:

شملت الدراسة عينة مشكلة من ثلاثين شركة أمريكية مسعرة في كل من بورصة NYSE وبورصة

NASDAQ ومدرجة في مجملها ضمن مؤشر DJIA.

■ الحدود الزمنية:

الفترة الزمنية المحددة للدراسة هي سنة مالية واحدة الموافقة لسنة 2016.

.VIII الدراسة السابقة:

من بين الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث نذكر:

■ دراسة عبد الوهاب دادن و حورية بديدة (2011) بعنوان: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2007-2009، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في هذا المؤشر بعد استثناء المؤسسات المالية والبنكية، كشفت النتائج عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركات لأن غالبية المتعاملين في سوق باريس المالي يميلون إلى سياسة التوزيعات النقدية.

■ دراسة (2012) Mohammad HASHEMIJOO and al تحت عنوان: **The Impact Of Dividend Policy On Share Price Volatility In The Malaysian Stock Market**، خلصت دراستهم بعد تشكيل عينة مكونة من 84 شركة على فترة ممتدة من 2005-2010 إلى وجود أثر سلبي بين قيمة السهم ومحددات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في مردودية السهم و معدل توزيع الأرباح، وكذلك أشار هذا البحث إلى وجود أثر سلبي بين سعر السهم وحجم المؤسسة.

■ دراسة (2013) Jun JIANG and Komain JIRANYAKUL بعنوان: **Capital Structure, Cost Of Debt And Dividend Payout Of Firms In New York And Shanghai Stock Exchanges**، قام الباحثان بدراسة مقارنة لعينتين مكونتين من 378 شركة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية، و 537 شركة مدرجة في سوق شنغهاي على فترة ممتدة من 1992-2008، أبرزت نتائج الدراسة أن نوعية التمويل هو المحدد الأساسي لمعدل توزيع الأرباح، وأن المستثمرين في الأسواق النامية يبدون اهتماماً أكبر لتوزيعات الأرباح على حساب العوائد الثابتة للسندات.

■ دراسة (2014) Zahra LASHGARI and Mousa AHMADI تحت عنوان: **The Impact Of Dividend Policy On Stock Price Volatility In The Tehran Stock Exchange**، شكل الباحثان عينة مكونة من 51 شركة مدرجة في سوق طهران لتداول الأسهم في الفترة 2007-2012، خلصت الدراسة لوجود أثر سلبي لمعدل التوزيع على سعر السهم، في حين هناك أثر ايجابي بين معدل نمو الأصول وسعر السهم، وأشارت

الدراسة كذلك لعدم وجود علاقة ذات معنوية بين كل من الرفع المالي، نمو الأرباح، حجم الشركة وقيمة السهم.

■ دراسة (2016) Syed Akif Shah and Umara Noreen بعنوان: **Stock Price Volatility And Role Of Dividend Policy : Empirical Evidence From Pakistan**، شكل الباحثان عينة مكونة من 50 شركة مدرجة في سوق كراتشي لتداول الأوراق المالية في الفترة 2005-2012، أشارت الدراسة لوجود أثر سلبي بين السعر السوقي للسهم وسياسة توزيع الأرباح، كما أشار الباحثان لوجود متغيرات أخرى تؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة كحجم المؤسسة، النتيجة العملية وعائد السهم.

■ دراسة (2013) Wasfi ALTROUDI and Maysa MILHEM بعنوان: **Cash Dividend, Retained Earnings And Stock Prices : Evidence From Jordan** شملت الدراسة 390 شركة مدرجة في سوق عمان لتداول الأسهم في الفترة 2005-2010، أشارت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية ايجابية بين كل من الأرباح النقدية الموزعة، الأرباح المحتجزة، ربحية السهم وسعر السهم، في حين كانت العلاقة بين سعر السهم والرفع المالي ايجابية لكنها غير معنوية.

IX. هيكل البحث:

ضمن مساعينا للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة والتساؤلات الفرعية، قمنا بتقسيم دراستنا إلى جانبين، جانب نظري يحتوي على ثلاث فصول، وجانب تطبيقي يضم فصلا واحدا، وعليه فإن الهيكل العام للدراسة أخذ التقسيم الآتي:

تضمن الفصل الأول الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تكلمنا في المبحث الأول عن مفهوم سياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني فحاولنا ذكر مختلف العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، وأخيرا المبحث الثالث الذي شمل أنواع سياسات توزيع الأرباح.

تطرقنا في الفصل الثاني إلى محددات السعر السوقي للسهم، حيث ضم هذا الفصل أيضا ثلاث مباحث، المبحث الأول عالج مفهوم السهم، أما المبحث الثاني فخصص للعوامل المؤثرة على سعر السهم، في حين شمل المبحث الثالث طرق تقييم السهم.

قمنا في الفصل الثالث بعرض النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم، تطرقنا في المبحث الأول إلى النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل فرضيات كفاءة السوق، أما المبحث الثاني فكان لدراسة النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل

إسقاط فرضيات كفاءة السوق، في حين كان المبحث الثالث مخصصا للنماذج المستخدمة في اختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.

شمل الجانب التطبيقي فصلا واحدا قمنا من خلاله بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، تطرقنا فيه إلى عرض الإطار العام للدراسة في المبحث الأول، في حين خصص المبحث الثاني لتحليل وتفسير نتائج الدراسة.

X. صعوبات الدراسة:

عند إعدادنا لهذا البحث واجهنا العديد من الصعوبات أبرزها:

- ضيق الفترة الممنوحة لإعداد الدراسة؛
- نقص المراجع في المكتبة الجامعية؛
- عدم وجود القوائم المالية للشركات محل الدراسة في المواقع الرسمية للبورصات؛
- ارتفاع تكاليف الحصول على البيانات نظرا لأن المواقع المتخصصة تشترط الاشتراك للاطلاع على البيانات التاريخية للشركات.

الفصل الأول:

الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح.

تمهيد:

تسعى الشركة من خلال أنشطتها إلى تحقيق الربح، نظرا لكون هذا الأخير أهم هدف أنشأت من أجله وأحد أهم المؤشرات والدلالات على نجاحها، وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من شركة إلى أخرى أو حتى في ذات الشركة عبر الزمن في ظل اختلاف سياسات التوزيع المنتهجة من قبل مسيرتها. إن قرار توزيع الأرباح يبقى من سلطة الجمعية العامة للمساهمين، فلهم الحق في الإعلان عن توزيع الربح أو احتجازه لضمان التمويل الذاتي، إلا أن تقرير إجراء توزيعات على المساهمين سيجعل من ذلك دينا على عاتق الشركة، ولا يمكنها الرجوع عن هذا القرار مهما كانت الأسباب، لذا فقرار توزيع الأرباح يعتبر قرارا جديا حساسا، وعملية تنفيذه تتطلب انتقاء السياسات المناسبة التي تحقق للشركة أهدافها دون إلحاق الضرر بقيمتها أو سمعتها.

سنقوم في هذا الفصل بالتطرق إلى الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، من خلال تقسيمه للمباحث

التالية:

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح.

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

تلعب سياسة توزيع الأرباح دورا بارزا في التأثير على توجهات المستثمرين، من خلال خلق فرص استثمارية وانتهاج سياسات تلائم رغباتهم، وللإحاطة بالجوانب الأساسية لهذه السياسة، سنتطرق لمفهوم سياسة توزيع الأرباح في المطلب الأول، ثم تقديم أهم أهداف هذه السياسة في المطلب الثاني، وفي الأخير سنمر على الإجراءات التي يتم بموجبها توزيع الأرباح على حملة الأسهم.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

يختلف مفهوم توزيع الأرباح عن السياسة التي يتم انتهاجها لتوزيعه، بحيث يمكن تفسير توزيع الأرباح على أنه الإطار العملي لهذه السياسة، ولتوضيح هذا الجانب سنتناول تعريف توزيع الأرباح كمرحلة أولية، ثم ننتقل لمحتوى سياسة توزيع الأرباح.

أولاً: تعريف توزيع الأرباح

يعرف توزيع الأرباح على أنه "النقد أو الأسهم أو أي نوع من ملكية الشركة يتم توزيعه على حملة أسهمها"¹.

و يعرف كذلك على أنه " العملية التي تقوم من خلالها الشركة بتوزيع أرباحها على المساهمين، باعتبارهم ملاك الشركة"².

كما يمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها " تلك المبالغ النقدية أو التي يحصل عليها حملة الأسهم في الشركة نتيجة العوائد المحققة من الأنشطة المختلفة لها، سواء كانت عوائد حالية أو عوائد سنوات متراكمة قررت الجمعية توزيعها كليا أو جزء منها"³.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن توزيع الأرباح هو العملية التي تقوم من خلالها الشركة بتوزيع مبالغ نقدية من عوائد حالية وسابقة أو أسهم مجانية على المساهمين نظير استثمارهم في هذه الشركة.

ثانياً: تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها "السياسة التي تنتهجها الشركة لتوزيع أرباحها على مساهميها، بكل

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص869.

² Owen JAKATA and Philimon NYAMUGURE, **The Effects Of Dividend Policy On Share Prices: Empirical Evidence From The Zimbabwe Stock Exchange**, International Journal Of Science And Research, Vol.06, No.14, 2013, P:674.

³ أحمد مجد غنيم، الإدارة المالية، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008، ص208.

استقلالية عن خيار الاستثمار والتمويل"¹.

وتعرف كذلك على أنها "مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتقوم الشركات بوضع سياستها بما يتلاءم مع أهدافها"².

كما يقصد بسياسة توزيع الأرباح " كفاءة توزيع صافي الربح بعد الضريبة بين حملة الأسهم والاستثمارات المتوقعة للشركة، سواء تم توزيع الأرباح كلياً أو جزء منها"³.

من التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن سياسة توزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تقوم على إحداث التوازن بين التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي للأرباح، وتختلف السياسات المنتهجة من حيث الغرض والشكل، إلا أن هدفها الوحيد هو تعظيم قيمة الشركة.

المطلب الثاني: أهداف سياسة توزيع الأرباح

إن الغرض من إتباع سياسة معينة لتوزيع الأرباح هو تحقيق جملة من الأهداف التي تختلف من شركة لأخرى، إلا أن غالبها يصب حول المحتوى المعلوماتي للسياسة، والأطراف التي لها علاقة بهذا المحتوى، بالإضافة إلى استعمالها كأداة لحل مشكلة تضارب المصالح.

أولاً: سياسة توزيع الأرباح كإشارة للسوق المالي

تعتبر سياسة توزيع الأرباح وسيلة اتصال بين الشركة والمستثمرين، معنى ذلك أن المسيرين مطالبون بإعطاء إشارات إيجابية عن أوضاع الشركة حتى وإن كانت لا تعبر عن حقيقة الوضع، فالشركات التي تحقق مردودية فعلية تسعى إلى إرسال إشارات مالية لا تستطيع الشركات التي تواجه صعوبات مالية تقليدها، ولعل أبرز هذه الإشارات هي التوزيعات النقدية وشراء الأسهم، في حين أن تخفيض نسبة التوزيع لا يدل بالضرورة أن الشركة تواجه صعوبات مالية، بحيث يمكن أن يكون مدلول هذه الإشارة أن للشركة فرص استثمارية تتطلب احتجاز قدر أكبر من الأرباح لتمويلها"⁴.

أما بالنسبة لحملة الأسهم فإتباع سياسة توزيع مستقرة سوف يؤدي إلى زيادة ولاء المساهمين وعدم توجيههم للمخاطرة في استثمار أموالهم في أسهم تكون عوائدها مبهمة، لأن المستثمر بطبعه يتميز بالرشد ويفضل الاستقرار"⁵.

¹ Zri BODIE et Robert MERTON, **Finance**, 2^{ème} Edition, Nouveaux Horizons Edition, Paris, 1999, P:277.

² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص373.

³ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص405.

⁴ Pascal Quiry et Yann Lefur , **Finance D'entreprise**, 9^{ème} Edition, Dalloz Edition, Paris, 2011, P:875.

⁵ Frank CRUNDWELL, **Finance For Engineers**, Springer Edition, London, 2008, P:526.

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح كوسيلة لجذب المستثمرين

تختلف سياسة توزيع الأرباح من حيث الشكل باختلاف الأفراد التي تستهدفهم هذه السياسة، فالشركات التي هي في طور النمو تسعى إلى توزيع معدلات منخفضة من الأرباح قد تصل إلى الصفر، في حين أن الشركات التي بلغت درجة النضج تقوم بتوزيع معدلات مرتفعة قد تفوق نتائجها المحققة، والهدف وراء اختلاف السياستين هو أن كل شركة تسعى إلى جذب نوع معين من المستثمرين، حيث أن لكل فئة معينة من المستثمرين توجهات ورغبات، فهناك من يفضل التوزيعات المرتفعة والعكس، بحيث إذا ما قامت الشركة بتطبيق سياسة معينة لتوزيع الأرباح فهي بكل بساطة تختار الفئة المراد استهدافها من المستثمرين، وإذا ما غيرت في سياستها فهذا لاستهداف فئة أخرى فقط¹.

ثالثا: سياسة توزيع الأرباح كحل لمشكلة الوكالة

يسعى المسيريون إلى الاحتفاظ بقدر كبير من السيولة لضمان التمويل الذاتي والمستمر للشركة، الشيء الذي يتعارض مع رغبات المساهمين ودخلهم الشخصي، فالإسراف في احتجاز الأرباح سيؤدي إلى إساءة استخدامها من طرف المسيرين، وقيامهم باستثمارها بشكل لا يحقق مردودية تليق بحجم تلك الأموال، أو استخدامها كمكافآت لحسابهم الشخصي، بالتالي سوف تتعرض مراكز الشركة للخطر، سواء كان ذلك عن طريق العروض العامة للشراء من الكيانات الخارجية، أو عدم حصول الشركة على إعانات من طرف الدولة في حالة حدوث أزمات مالية نظرا لتوفرها على قدر كبير من السيولة، فسياسة توزيع الأرباح تعتبر وسيلة لحل هذا المشكل لأنها تعمل على نقل هذه السيولة إلى خارج الشركة.

فيما يخص الدائنين، غالبا ما تكون توجهاتهم معارضة للتوزيعات المرتفعة للأرباح، ويرون في ذلك زيادة في مخاطرمهم، الشيء الذي يدفع بالإدارة إلى ضرورة خدمة مصالح جميع الأطراف، بما في ذلك مصلحتها ومصلحة الشركة، لذا فإتباع سياسة توزيع معتدلة سيؤدي لحل مشكلة الوكالة أو للتقليل من حدة تأثيرها².

رابعا: سياسة توزيع الأرباح كأداة لإرضاء المساهمين

أظهرت العديد من الدراسات أن المستثمرين مستعدين لدفع مبالغ طائلة على أسهم الشركات التي تتبع سياسات توزيع سخية، وتوجههم إلى سوء تقدير أسهم الشركات التي تتبع سياسات توزيع ضعيفة أو صفرية، فحتى لو أن سعر السهم في السوق سينخفض بنفس مقدار الربح الموزع، تبقى عملية الحصول على التوزيعات

¹ Stephen ROSS and al, **Fundamentals Of Corporate Finance**, 10th Edition, Mcgraw-Hill Irwin Edition, New York, 2011, P:571.

² Jonathan BERK and Peter DEMARZO, **Corporate Finance**, 3rd Edition, Pearson Education Edition, Boston, 2014, P:606.

عاملا إيجابيا على نفسية المستثمرين، لأنها ستتمكنهم من الحصول على عائد معتبر، وتجنبهم بذلك اللجوء لبيع أسهمهم و تحمل تكاليف المعاملات والضرائب الرأسمالية المترتبة لتغطية حاجاتهم من السيولة¹.

المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

تمر عملية توزيع الأرباح بعدة تواريخ مهمة، تنطلق بإعلان مجلس إدارة الشركة عن قرار التوزيع لعامة الجمهور، وتنتهي بحصول المساهمين على نصيبهم من التوزيعات، لكن التطبيق العملي لهذه السياسة يتطلب تسلسل الإجراءات وتواريخ محددة لضمان سلامة العملية.

أولاً: يوم الإعلان (Declaration Date)

يوم الإعلان هو اليوم الذي يقوم فيه أعضاء مجلس الإدارة بإعلان قرار توزيع الأرباح على المساهمين المدونين في دفاتر الشركة بتاريخ التسجيل، وكذلك عن مقدار الربح المقرر توزيعه لكل سهم². أما في حالة توزيع أسهم مجانية، فمضمون الإعلان يكون حول الحجم الإجمالي للتوزيعات وقيمة السهم الموزع الذي يشترط أن يكون مكافئاً لقيمة الأسهم المتداولة³.

ثانياً: يوم ما بعد الحق في التوزيع (Ex-Dividend Date)

هو اليوم الأول الذي إذا ما تم شراء السهم فيه، يفقد الحامل الجديد الحق في الحصول على الأرباح المقرر توزيعها، فكل سهم يشتري قبل هذا التاريخ يحصل على التوزيعات المقررة بشكل عادي، وحتى إذا ما تنازل عليه حامله يبقى حق الحصول على التوزيعات من نصيبه، أما في حالة شراء السهم بعد هذا التاريخ، الحامل الجديد لا يحصل على نصيب من التوزيعات المقررة للفترة الحالية، وتبقى أهم ميزة لهذا التاريخ هو انخفاض القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار الربح الموزع⁴.

ثالثاً: يوم التسجيل (Record Date)

بعد مراجعة الدفاتر وسجلات المعاملات، تقوم الشركة بإعداد قائمة يطلق عليها تسمية قائمة حاملي التسجيل، تحتوي هذه القائمة على جميع أسماء المساهمين المدونين في سجلات الشركة قبل تاريخ انتهاء الحق في التوزيع، والسبب وراء هذا الإجراء هو في حالة شراء الأسهم بعد التاريخ السالف الذكر، يحتمل أن ترسل الشيكات للأشخاص الخاطئين، في هذه الحالة يجب إعطاء الوقت الكافي لعملية البيع أو الشراء حتى تسجل في

¹ Pascal Quiry et Yann Lefur, **Op.Cit**, P :877.

² Haim LEVY and Thierry POST, **Investments**, 1st Edition, Prentice Hall Edition, Harlow, 2005, P:35.

³ Paul KIMMEL and al, **Accounting Tools For Business Decision Making**, 4th Edition, John Wiley & Sons Edition, Hoboken, 2011, P:586.

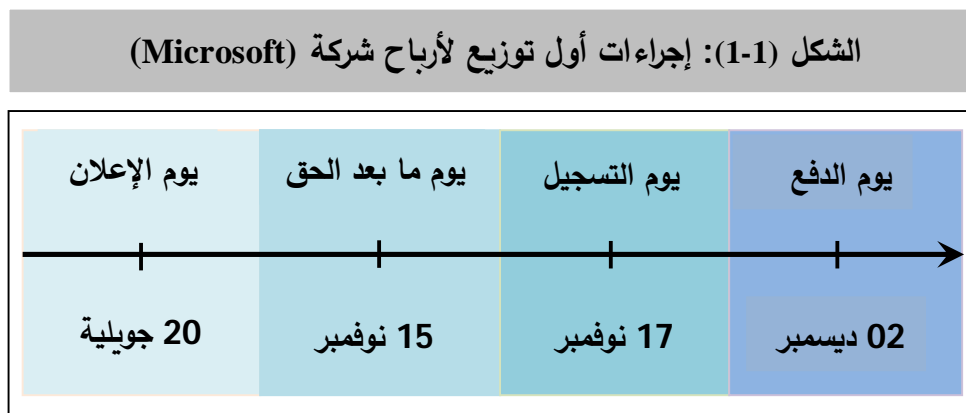
⁴ John VAN DER HOEK and Robert ELLIOTT, **Bionomial Models In Finance**, Springer Edition, New Jersey, 2006, P:127.

دفاتر الشركة¹.

رابعاً: يوم الدفع (Distribution Date)

يكون يوم الدفع في غالب الأحيان بعد عدة أسابيع من يوم التسجيل، الشيء الذي يوفر للشركة الوقت الكافي لإتمام إجراءات تحرير الشيكات وإرسالها عبر البريد، كما يمكن للشركة توكيل بنكها التجاري لإتمام هذه الإجراءات، حيث يقوم البنك بتحويل التوزيعات المقررة من حساب الشركة إلى أرصدة الزبائن مقابل عمولة تتحملها الشركة².

لتبسيط المراحل السابقة، يمثل الشكل (1-1) إجراءات أول توزيع في تاريخ شركة (Microsoft) والمقرر للثلاثي الأخير من سنة (2004).



Source: Jonathan BERK et Peter DEMARZO, Op.Cit, P:586.

قامت الشركة بإعلان توزيع (\$3) لكل سهم بتاريخ 20 جويلية، يتم دفعها بتاريخ 02 ديسمبر لكل حملة الأسهم المسجلين في سجلات الشركة بتاريخ 17 نوفمبر، وتم تحديد تاريخ ما بعد الحق في التوزيع بيومي عمل قبل تاريخ التسجيل أي 15 نوفمبر 2014.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تتوقف سياسة التوزيعات التي تقررها الشركة على مجموعة من العوامل، يتعلق بعضها بالمحيط الخارجي للشركة والبعض الآخر يتعلق بالإدارة الداخلية للشركة وطريقة تصرفها في أرباحها المحققة، كما أن بعضها يرجع إلى اعتبارات تشريعية أو قيود يضعها المقرضون وذوي المصالح.

¹ Stephen ROSS and al, Op.Cit, P:562.

² Herbert MAYO, Investment An Introduction, 11th Edition, South-Western Edition, Mason, 2014, P:273.

المطلب الأول: العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية من أهم العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند صياغة أي سياسة لتوزيع الأرباح لما لها من تأثير واضح سواء على الشركة أو المساهمين، وتتمثل أهم هذه العوامل في معدل التضخم، الضرائب بأنواعها، بالإضافة إلى هيكل الملكية.

أولاً: معدل التضخم

تؤثر معدلات التضخم المتوقعة على سياسة توزيع أرباح الشركة، فإذا كان من المتوقع زيادة معدل التضخم خلال الفترة المقبلة فإن ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، مما يمثل عقبة أمام الشركة عند قيامها بإحلال أصولها التي انتهى عمرها الإنتاجي¹.

فارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع تكلفة استبدال الأصول الثابتة، وعدم كفاية المخصصات المشككة لاستبدال هذه الأصول، وبالتالي تلجأ الشركة إلى احتجاز الأرباح في مثل هذه الحالات لتمويل استبدال هذه الأصول، مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وبالتالي انخفاض التوزيعات في فترات التضخم². أما إذا كان من المتوقع انخفاض معدل التضخم خلال الفترات المقبلة سيؤدي بالشركة لزيادة مقدار الأرباح الموزعة كعائد على المساهمين مقابل الاحتفاظ بجزء أقل من الأرباح المحتجزة لديها³.

ثانياً: الضرائب

تعد الضرائب المفروضة أيضاً من بين الأسباب التي تؤثر على توزيعات الأرباح، ولعل أبرز هذه الضرائب هي الضرائب الشخصية على دخل المساهم، كذلك الضرائب على المبالغة في احتجاز الأرباح، بالإضافة إلى الضريبة على أرباح الشركات.

1. الضرائب الشخصية على دخل المساهم

يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح والمكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيعه لأصوله المالية، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات، وفقاً لهذه الميزة الضريبية فإن الملاك يفضلون أن تقوم الشركة بتمويل الاستثمارات من الأرباح المحتجزة وتدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن⁴.

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص216.

² فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، إثراء للنشر والتوزيع، الرياض، 2013، ص267.

³ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص216.

⁴ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص205-206.

2. الضريبة على المبالغة في احتجاز الأرباح

إذا تراكم لدى الشركة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول قد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول و المتجاوز للمستوى المقبول، ورغم أن هذا الجزء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء الشركات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح¹.

3. الضرائب على أرباح الشركات

الضريبة على أرباح الشركات هي ضريبة نسبية تقطع سنويا على مجمل الأرباح والمداخيل التي تحققها الشركات وغيرها من الأشخاص المعنويين لصالح الدولة بصفة إجبارية ونهائية ومن دون أي مقابل، وهذا وفقا لقواعد قانونية محددة².

ويلاحظ أن الميزة الضريبية للقروض الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي تشجع على استخدام القروض في التمويل، وبذلك نجد أن الميزة الضريبية للفوائد ترجح التمويل بالمديونية، وتشكل نسبة لا بأس بها في هيكل رأس المال مقارنة بالتمويل عن طريق الأسهم، فبتطبيق مثل هذا الأسلوب يعني مزيدا من التدفق النقدي الخارج من الشركة في شكل فوائد بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية³.

ثالثا: هيكل الملكية

إن إصدار أسهم جديدة كأسلوب للتمويل في الشركات الكبيرة لا يؤثر على المساهمين، أما في الشركات الصغيرة أو المتوسطة الحجم فإن المساهمين يعارضون هذا الأسلوب لأنه يؤدي إلى تشتت الملكية نتيجة إضافة مساهمين جدد في الشركة، لذلك فإنهم يفضلون التمويل بالديون أو بالأرباح المحتجزة على التمويل بالأسهم، مما يؤدي إلى زيادة احتجاز الأرباح في مثل هذه الشركات وبالتالي انخفاض الأرباح الموزعة⁴.

ويجب على القائمين على إدارة الشركات أن يأخذوا بعين الاعتبار رغبات واحتياجات المساهمين باعتبارهم ملاكا لتلك الشركات وذلك عند تصميم سياسة توزيع الأرباح، فمثلا إذا أراد المساهمون المحافظة على درجة سيطرتهم على الشركة فإن ذلك يؤدي إلى الحد من بيع الأسهم العادية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى حجزها

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007، ص 404.

² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية للنشر، الجزائر، 2008، ص 210.

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

⁴ فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 267.

لقدر أكبر من الأرباح مقارنة بالمقدار الذي كانت تحتجزه في الظروف العادية¹.

المطلب الثاني: العوامل المرتبطة بالشركة

على عكس العوامل الخارجية، تأثير العوامل المرتبطة بالشركة يكون نتيجة لأدائها الاقتصادي والمالي، وطريقة تصرفها في أرباحها المحققة، بالإضافة إلى احتياجاتها التمويلية وإستراتيجيتها المستقبلية.

أولاً: الاحتياجات التمويلية وتمويل النمو

يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار توزيع الأرباح، ومن ثم تعد قائمة مصادر واستخدامات الأموال وكذلك الموازنات النقدية التقديرية من الأدوات المهمة لتحديد الموقف المالي والنقدي للشركة، كما يتوقف توزيع الأرباح أو احتجازها على سياسة الإدارة بشأن التوسع والنمو، وبصفة عامة فإن الشركات الجديدة تفضل الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضج، في هذه الحالة تبدأ في توزيع الأرباح بدلاً من احتجازها².

ثانياً: توافر السيولة

إن قدرة الشركة على توزيع الأرباح يعتمد على حجم النقدية المتوفرة لديها، ولا يعتمد على حجم الأرباح المحتجزة لديها لأن 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 للشركة³.

ثالثاً: المركز الائتماني والقدرة الاقتراضية

سبق الإشارة إلى أن درجة توافر السيولة يعد عنصراً مهماً في إجراء التوزيعات النقدية، يمكن للشركة التغلب على هذا المشكل عن طريق الحصول على قروض قصيرة الأجل لتمويل قرارات التوزيع، وتتوقف قدرة الشركة في حصولها على القروض بضرورة تمتعها بمركز مالي قوي، وكذلك مدى توافر طاقة اقتراضية غير مستغلة لدى الشركة، بالإضافة إلى ذلك فإن اعتماد الشركة 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 الشركة منخفضة يمكنها الحصول على قروض بتكلفة أقل من تكلفة استخدام الأرباح المحتجزة، في هذه الحالة يمكن

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 215.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 415.

³ فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 266.

للشركة أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين حتى لو كانت تعاني نقصا في السيولة¹.

رابعا: تكاليف الإصدار والمعاملات

تكاليف الإصدار والمعاملات هي تكاليف تتحملها الشركة ويمتد تأثيرها للمساهم، وتأخذ عملية تأثيرها عدة أبعاد يمكن استخلاصها فيما يلي:

1. تكلفة الإصدار

إذا كانت الشركة بحاجة لتمويل مستوى معين من الاستثمارات عن طريق حقوق الملكية، تقوم باحتجاز جزء من أرباحها أو تقوم عوض ذلك بإصدار أسهم جديدة، فإذا كانت مصاريف الإصدار مرتفعة تكون تكلفة الإصدار أكبر من معدل العائد المطلوب، الشيء الذي يؤدي بها إلى تخفيض معدل التوزيعات والتمويل بالأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة².

2. تكلفة المعاملات

يفضل المستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأس مال الشركة أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح بدلا من حصوله على توزيعات، وذلك باستخدام حصيلته في شراء المزيد من الأسهم، السبب وراء ذلك هو رغبته في تجنب تكاليف المعاملات المتمثلة في عمولات السمسرة التي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعا عندما يتضمن أمر الشراء عدد صغير من الأوراق³.

خامسا: تذبذب الأرباح

كلما زادت درجة تذبذب أرباح الشركة كلما قلت نسبة توزيعات الأرباح والعكس، أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح ونسبة التوزيعات علاقة عكسية، فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن قدرة الشركة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة، نظرا لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية، وعندما تتحقق هذه الأرباح فإن إدارة الشركة تحتجز قدرا أكبر من الأرباح لسداد احتياجاتها، لذلك يؤدي استقرار الأرباح في الشركة إلى زيادة قدرتها على توزيع جزء أكبر من هذه الأرباح على المساهمين⁴.

المطلب الثالث: القيود القانونية والتعاقدية

تتأثر سياسة توزيع الأرباح كذلك ببعض القيود التي تفرض عليها جراء تعاملاتها مع الأطراف الخارجية أو

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 416.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 235.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص 348.

⁴ فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 267.

من طرف الهيئات الرسمية، وتتمثل هذه القيود أساسا في القيود القانونية التي تضعها التشريعات والقيود التعاقدية التي تفرضها المعاملات المالية.

أولاً: القيود القانونية

تقوم الدول بإصدار بعض التشريعات الخاصة بالشركات لتسهيل عملية التداول في سوق رأس المال وتنظيم سياسات توزيع الأرباح، وتصب أغلب هذه القيود حول¹:

1. قيد إضعاف رأس المال

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

2. قيد صافي الأرباح

يرتبط قيد صافي الربح بقيد إضعاف رأس المال وقد يكون بديلا له، حيث يقضي بأنه لا ينبغي أن تجرى التوزيعات ما لم تكن هناك أرباح سبق أن تحققت، والهدف من وراء ذلك هو منع الملاك من سحب استثماراتهم في الشركة.

3. قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم

يقصد بقيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم، امتناع إدارة الشركة عن إجراء توزيعات إذا كانت أصول الشركة غير كافية للوفاء بما عليها من التزامات، فإجراء توزيعات في مثل هذه الظروف يعني بوضوح الإضرار بمركز المقرضين والمساهمين في حد ذاتهم لأن ذلك سيعرض أموالهم للخطر.

4. قيد العقوبة الضريبية

إذا ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب، أي بطريقة تستهدف تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية، بما يعطي للمستثمرين فرصة لتأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم، حينئذ يمكنها توقيع جزاء على الشركة وذلك بفرض ضريبة خاصة إضافية، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات التأثير لأكثرية المساهمين على سياسة التوزيعات وذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص338-339.

ثانيا: القيود التعاقدية

إن قدرة الشركات على توزيع الأرباح تقيدتها الشروط التعاقدية بين الشركة والمؤسسات المقرضة من خلال شروط العقد، فعلى سبيل المثال تمنع بعض الاتفاقيات التعاقدية الشركة المقرضة من توزيع الأرباح النقدية بعد تحقيق مستوى أرباح معين، أو قد يتم تحديد مبالغ يسمح بتوزيعها، كذلك قد تكون الأرباح خاضعة لنسبة محددة وليس مبالغ من الأرباح، ومن الطبيعي أن يكون الهدف الأساسي من هذه القيود التعاقدية هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة الشركة على سداد التزاماتها المالية اتجاههم¹.

كما يمكن أن يتضمن العقد قيودا يقضي بالآلا يجرى أي توزيعات من أرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتولدة بعد ذلك التاريخ، كما قد ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد في مستوى معين، ذلك بهدف ضمان توفر موارد يمكن تحويلها إلى نقدية لخدمة الدين، وقد يتضمن عقد إصدار الأسهم الممتازة قيودا يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المزمعة لهم عن سنوات سابقة وهو ما يطلق عليه بقيد الأسهم الممتازة².

المبحث الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح

تختلف سياسة التوزيع المنتهجة من طرف المؤسسة لاعتبارات كثيرة يبقى أهمها السيولة المتوفرة لديها ورغبات المساهمين بالإضافة إلى حاجاتها التمويلية، فقرار توزيع الأرباح يعتبر عملية موازنة بين مختلف هذه العوامل، في هذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من السياسات هما سياسة التوزيعات النقدية وغير النقدية.

المطلب الأول: سياسة التوزيعات النقدية

يجب أن تركز سياسة توزيع الأرباح على تحقيق هدفين أساسيين يتمثل الأول في توفير كميات كافية من الأموال، والهدف الثاني هو تعظيم ثروة حملة الأسهم، وهناك أربع سياسات للتوزيعات النقدية، تتمثل في سياسة التوزيعات المستقرة، سياسة توزيع المتبقي من الأرباح، سياسة غياب التوزيع بالإضافة إلى سياسة توزيع إجمالي الربح.

أولاً: سياسة التوزيعات المستقرة

يقصد بسياسة استقرار التوزيعات أن الشركة تتبع سياسة ثابتة لتوزيع أرباحها على مر الزمن، ويختلف

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 373.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 350.

مفهوم الاستقرار حسب طبيعة التوزيع المستهدف، فقد يكون الاستقرار في المبلغ النقدي الموزع من فترة لأخرى، أو الاستقرار في معدل التوزيع، كما يمكن أن يكون في شكل توزيع ثابت مع إضافات أخرى في بعض الأحيان.

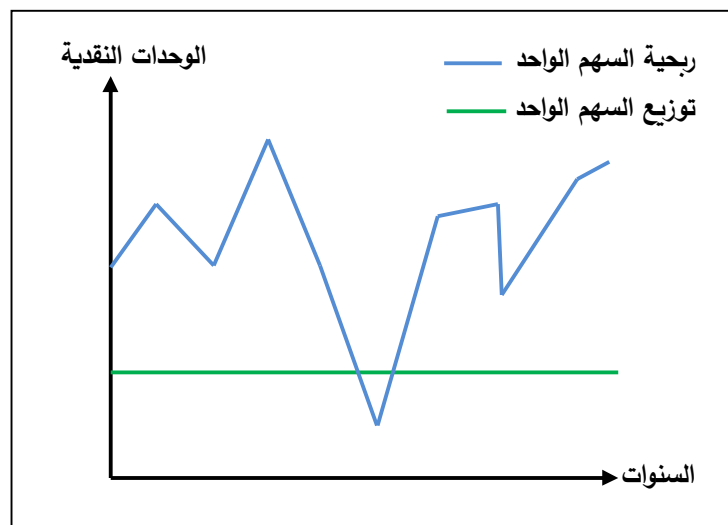
1. استقرار توزيعات السهم الواحد

يتم وفقا لهذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين، بغض النظر عن مستوى الأرباح الذي تحققه الشركة كل سنة، وفي ضوء ذلك فإن هذا المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغا مستقرا من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى أخرى، حيث أن معظم الشركات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات الأزمات المالية التي تتعرض لها¹.

تسعى الشركات إلى تجنب تخفيض معدل توزيع الأرباح حتى في ظل انخفاض أرباحها أو إذا ما توفرت لديها فرص استثمارية كبيرة، فهي لا تغير التوزيعات إلا إذا اقتنع مجلس الإدارة بأن متوسط الأرباح قد ازداد إلى مستوى أعلى وبصفة دائمة².

يوضح الشكل (2-1) مقارنة بيانية بين ربحية السهم الواحد وتوزيعات السهم، يمكن من خلاله الملاحظة أن منحني الأرباح أخذ اتجاه صعودي ونزولي من فترة لأخرى، إلا أن الربح الموزع للسهم الواحد بقي ثابتا مع مرور السنوات.

الشكل (2-1): التمثيل البياني لسياسة التوزيعات المستقرة



Source: Jacques TEULIE et Patrick TOPSACALIAN, *Finance*, 4^{eme} Edition, Vuibert Edition, Paris, 2005, P:503.

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص218.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص217.

2. استقرار توزيعات السهم مع توزيعات إضافية

إن ميزة هذه السياسة أنها تمنح المساهمين دخلاً منتظماً وتطفي نوعاً من الثقة بالشركة، بالإضافة إلى أنها تتيح للمساهمين الانتفاع بالأرباح الاستثنائية التي تحققها الشركة، معنى ذلك أن الشركة إذ ما حققت أرباحاً استثنائية فإنها تقوم مباشرة بتوزيع أرباح بمبالغ إضافية عن التوزيعات المقررة في كل مرة، وبالتالي فإن دفع الأرباح الإضافية لا يعتبر إلزامياً وإنما مشروطاً بتحقيق أرباحاً غير عادية¹.

3. استقرار نسبة الأرباح الموزعة

تقوم الشركة وفقاً لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ويصبح من السهل على الشركات تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت توزيعها المبدئي، ويترتب على هذه السياسة عدم ثبات توزيعات الأرباح بالإضافة إلى عدم قدرة المساهمين على التنبؤ بها في حالة تقلب أرباح الشركة².
يمثل الجدول (1-1) توزيعاً مفترضاً لشركة ما على مدار ست سنوات، يلاحظ من خلاله أن ربحية السهم أخذت عدة قيم باتجاه صعودي، تبعته توزيعات السهم بشكل طردي، حيث شملت نسبة التوزيع لكل سنة (50%) من إجمالي ربحية السهم.

الجدول (1-1): سياسة التوزيع وفق معدل التوزيع المستقر

السنة	ربحية السهم	توزيعات السهم	معدل التوزيع
2000	1.9	0.65	50%
2001	2.2	1.1	50%
2002	2.5	1.25	50%
2003	2.6	1.3	50%
2004	2.8	1.4	50%
2005	3.0	1.5	50%

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

ثانياً: سياسة توزيع المتبقي من الأرباح

من أكثر السياسات قبولا لدى عامة المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة هي سياسة توزيع الدخل المتبقي، ومضمون هذه الأخيرة أن المساهمين يسعون إلى تعظيم ثروتهم، فهم لا يمانعون

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 378.

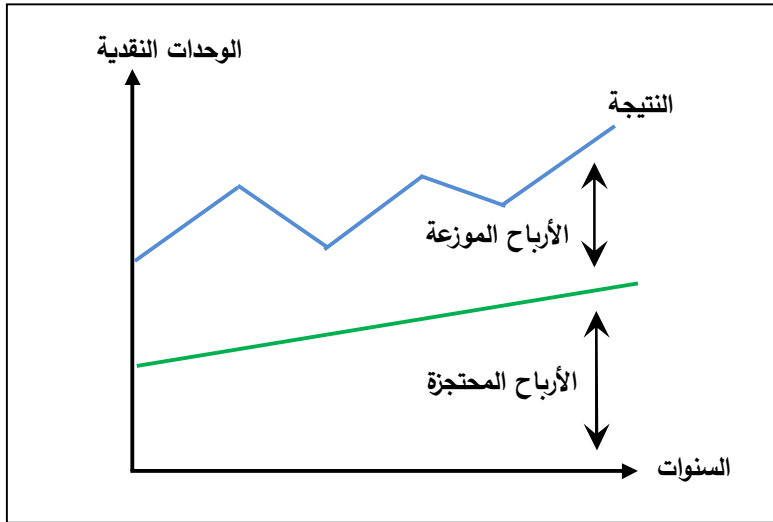
² أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 217.

قيام الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها إذا ما كانت أمامها فرص استثمارية جديدة و مربحة، شرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل الملاك¹.

وفقا لهذه السياسة، تعتبر الأرباح الموزعة دالة تابعة للاستثمار، فالمسير يحدد حجم الاستثمار ثم الغطاء المالي الواجب لتغطية الاحتياج ومن ثمة توزيع المتبقي على المساهمين، فبافتراض ثبات العوامل الأخرى تبقى التوزيعات غير مستقرة نتيجة لأثر الاستثمار، وزيادة حجم الاستثمار في ظل هذه السياسة سيؤدي إلى تراجع في التوزيعات والعكس².

يأخذ منحني توزيع المتبقي من الأرباح اتجاها غير مستقر كما يوضحه الشكل (3-1)، حيث أن التغير المستمر في الأرباح من سنة لأخرى يؤثر على حجم التوزيعات النقدية الممنوحة للمساهمين وبالتالي الأرباح الموزعة هي من تتحمل أثر التغير في النتيجة.

الشكل(3-1): التمثيل البياني لسياسة توزيع المتبقي من الربح



Source: Hervé HUTIN, *Toute La Finance*, 3^{eme} Edition, Edition D'organisation, Paris, 2004, P:289.

ثالثا: سياسة غياب التوزيعات

أبرزت العديد من الدراسات الحديثة أن نسبة الشركات المسعرة التي تقوم بتوزيع أرباحها في انخفاض مستمر، وتفسير هذه الظاهرة هو أن الشركات التي تدخل السوق حاليا أصغر من الشركات التي سجلت دخولها

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 891.

² علي بن الضب، دراسة الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009، ص 131.

في الماضي، بالتالي تكون الاحتياجات التمويلية لهذه الشركات كبيرة، الشيء الذي يؤدي إلى انخفاض احتمال توزيعها للأرباح.

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا مهما للمؤسسة من أجل تمويل استثماراتها التي تستعمل خاصة في عمليات النمو والتوسع، وتتحدد نسبة الأرباح المحتجزة وفقا لسياسة التوزيع المنتهجة من قبل المؤسسة، وذلك حسب ما يقره مجلس الإدارة، الذي يقضي باحتجاز كل أو جزء من الأرباح المحققة في الدورة¹.

يوضح الجدول (2-1) إحصائية لعينة من الشركات المسعرة في كل من سوق (AMEX، NYSE،NASDAQ)، حسب دراسة قام بها (Fama & French (1999)، ففي سنة (1998) من بين (5.655) شركة مسعرة في الولايات المتحدة الأمريكية، هناك (4.484) شركة لا تدفع أي توزيع نقدي لمساهميها مشكلة نسبة تقارب (79%) من إجمالي العينة، بما فيها (3.981) شركة لم تقم مطلقا بأي توزيع للأرباح منذ نشأتها.

الجدول (2-1): سياسات توزيع الأرباح للشركات الأمريكية المسعرة للفترة (1998-1926)

السنوات	62-26	77-63	82-78	87-83	92-88	97-93	98
إجمالي الشركات	787	2.531	3.742	4.391	4.326	5.202	5.655
الشركات الموزعة للأرباح	%74,7	%65,5	%58,3	%36,3	%29,5	%24,5	%20,7
الشركات الغير موزعة	%25,3	%34,5	%41,7	%63,7	%70,5	%75,5	%79,3
الشركات التي لم توزع أبدا	81	640	1.182	2.257	2.526	3.397	3.981

Source: Arnaud THAUVRON, *Evaluation D'entreprise*, 3^{eme} Edition, Economica Edition, Paris, 2009, P:139.

رابعا: سياسة توزيع إجمالي الربح

اقترح (Rubner (1966) توزيع الشركة لإجمالي أرباحها، وفسر اقتراحه بأن المساهمين يفضلون دائما الحصول على أكبر قدر من التوزيعات، في حين أن التطبيق العملي لهذه السياسة يبقى صعبا، بل أن غالبية الشركات لا تتبنى هذه الإستراتيجية لأنها غير مشجعة لا من الجانب الضريبي ولا من جانب تفضيلات المساهمين، والسبب وراء ذلك هو أن لتوزيع إجمالي الربح تأثير مباشر على التمويل الذاتي للشركة وعلى نمو ثرة المساهمين².

¹ عبد الكريم بوحادرة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص109.

² Mondher BELLALAH, *Réflexions Sur La Politique Optimal De Dividende En Présence De Coûts D'information*, Cahiers De Recherche N°200009, Université Paris-Dauphine, 2000, P:4.

المطلب الثاني: سياسة التوزيعات الغير نقدية

على غرار سياسة التوزيعات النقدية للأرباح توجد صور أخرى يمكن اعتمادها في توزيع الأرباح، تتمثل أبرزها في العمليات التي تقوم بها الشركة على هيكل رأسمالها، أو التي تتضمن التأثير على حجم الأسهم.

أولاً: توزيع الأسهم المجانية

يقصد بالتوزيعات في شكل أسهم إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، على أن يتم سداد قيمة ما يحصل عليه من نصيبه من الأرباح المحتجزة، ومع هذا يطلق على تلك الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم الشركة¹. وفقا لما سبق، تقوم إدارة الشركة بتوزيع أسهم عادية عوضا عن التوزيعات النقدية، إلا أن بعض الشركات تقوم بتوزيع أرباح نقدية وترفق معها توزيع أسهم مجانية إذا لم تتوفر لديها السيولة الكافية، وبالرغم من أن الأسهم التي يتم توزيعها ليست بذات قيمة لذاتها إلا أن المستثمرين يفضلون أحيانا هذا النوع من التوزيعات². تقوم الشركات عموما بتوزيع الأسهم المجانية لتحقيق الأهداف التالية³:

1. تلبية رغبات المساهمين دون استعمال سيولتها؛
2. إعادة استثمار السيولة الموفرة نظير توزيع الأسهم عوضا عن توزيعها أرباحا نقدية؛
3. زيادة حجم الأسهم المتداولة الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض السعر السوقي لكي يصبح سهم الشركة متاحا لصغار المستثمرين.

ثانياً: إعادة شراء الأسهم

عندما تقرر الشركة توزيع أرصدة معتبرة على المساهمين، فإنها غالبا ما تختار اللجوء إلى إعادة شراء الأسهم عوضا عن الرفع في معدل التوزيعات النقدية، والسبب وراء ذلك هو أن الضرائب على التوزيعات النقدية غالبا ما تكون أكبر من الضرائب على فوائض القيمة، ولكن هذه الطريقة تطرح العديد من التساؤلات خاصة إذا ما قررت الشركة إلغاء التوزيعات النقدية والتفرغ لإعادة شراء الأسهم، ففي هذه الحالة ستجد نفسها متابعه من طرف مصلحة الضرائب، وكننتيجة لهذا السبب فإن غالبية الشركات لا يعلنون أبدا عن هذه السياسة لتجنب العقوبات الضريبية⁴.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص369.

² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص378.

³ Paul KIMMEL and al, **Op.Cit**, P:586.

⁴ Richard BREALEY et autres, **Principles De Gestion Financière**, 8^{ème} Edition, Pearson Education Edition, Paris, 2006, P:442.

أما الدافع الثاني هو توزيع نقد أكبر على المساهمين، فطالما أن العوائد والأرباح التي تحققها الشركة ثابتة نسبيا فإن تقليل عدد الأسهم المتداولة من خلال شراء بعضها سوف يزيد من ربحية السهم الواحد، وبالتالي زيادة سعر السهم في السوق، وعليه يمكن القول أن تأثير قرار الشركة بإعادة شراء الأسهم يشابه تأثير قرار الشركة بتوزيع الأرباح النقدية¹.

هنالك العديد من الطرق التي يمكن للشركات استخدامها لإعادة شراء الأسهم، تتمثل بصفة أساسية في العمليات التالية²:

1. عمليات السوق المفتوحة (Open Market Repurchase)

إعادة الشراء عن طريق السوق المفتوحة هو أكثر الطرق المستعملة عند تطبيق هذه السياسة، تقوم بموجبها الشركة بالإعلان عن نيتها في شراء أسهمها المتداولة كأى مستثمر آخر، وقد تأخذ هذه العملية مدى طويل يتجاوز السنة، ولا يشترط على الشركة استعمال جميع المبلغ المخصص عند تقرير السياسة، مقابل ذلك توضع العديد من القيود على هذه العملية، حيث لا يجب أن تتجاوز حصة الشراء (25%) من حجم التداول اليومي، كما يمنع على الشركة الشراء في النصف ساعة الأولى والأخيرة من مواقيت عمل السوق المالي.

2. العرض العام للشراء (Tender Offer)

يتضمن العرض العام للشراء إبداء الشركة استعدادها لشراء أسهمها بسعر يفوق سعر التداول، حيث يمتد هذا العرض في غالب الأحيان إلى عشرين يوما، ويتضمن سعر العرض زيادة تصل إلى (20%) من السعر السوقي، كما يمكن استعمال طريقة المناقصة الألمانية التي تقوم فيها الشركة بتشكيل سلم أسعار ويختار المساهمون السعر الذي يرونه أنسبا، بعد ذلك تختار الشركة أقل سعر ممكن لشراء الكمية التي تحتاجها من الأسهم.

3. العروض المستهدفة (Targeted Repurchase)

يمكن للشركة شراء الأسهم مباشرة من المساهمين الذين يحوزون على عدد كبير من أسهمها، في هذه الحالة يكون السعر تفاوضي بين البائع والشركة، لكن ما يؤخذ على هذه الطريقة هو تأثيرها الكبير على السعر السوقي للسهم، بالإضافة إلى رفض المساهمين الذين يشكلون الأغلبية بيع أسهمهم للحفاظ على مراكز السلطة داخل الشركة.

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 381.

² Jonathan BERK and Peter DEMARZO, Op.Cit, P:587.

ثالثاً: اشتقاق الأسهم

تسعى الشركات لتجزئة أسهمها لتشجيع المستثمرين على شراء أكبر قدر منها، كما يترتب على هذه العملية انخفاض عمولة السمسرة التي يدفعها المتعاملون عند قيامهم ببيع أو شراء تلك الأسهم، إضافة إلى تأثيرها على ربحية السهم وسعره السوقي، في ضوء ذلك فإن عملية تجزئة الأسهم ما هي إلا طريقة تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة، دون إحداث أية تغييرات في حقوق ملكية المساهمين أو في مجموع القيمة السوقية للأسهم وقت إجراء عملية التجزئة¹.

مبدئياً عملية تجزئة السهم هي نفس عملية توزيع الأسهم المجانية، إلا أن الفرق الجوهرى بينهما يكمن في أن عملية الاشتقاق يعبر عنها بمعدل ما، في حين توزيعات الأسهم تكون بنسبة معينة لكل سهم، فعند الإعلان عن تجزئة السهم يتضاعف هذا الأخير إلى مقدار محدد، كمثال عن ذلك، في عملية الاشتقاق ثلاثة لواحد(3-1) كل سهم قديم يتحول إلى ثلاث أسهم جديدة².

ويمكن للاشتقاق أن يأخذ اتجاهاً آخر، يسمى في هذه الحالة معكوس الاشتقاق (Reverse splits)، تلجأ إليه الشركة عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة بسبب مشكلات خاصة تعاني منها، أو بسبب كساد عصف بالصناعة التي تنتمي إليها، ومن ثم يكون الغرض من هذا الإجراء زيادة القيمة السوقية للسهم، وهناك مبرر آخر قد يكون وراء تخفيض عدد الأسهم المتداولة، يتمثل في رغبة الشركة تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة التي تتسم بها الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة³.

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص228.

² Stephen ROSS and al, **Op.Cit**, P:582.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص389.

خلاصة:

تناولنا في هذا الفصل الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، تطرقنا من خلاله إلى تعريف هذه السياسة، والأهمية التي تكتسيها في الواقع العملي، وكذلك الإجراءات التي يتم بموجبها تطبيق هذه السياسة، ففي ظل تعدد العوامل المؤثرة والعراقيل التي تحول بين التطبيق الكفء والفعال لهذه السياسة، يستوجب على مدراء الشركات بناء السياسات التي تلائم حجم شركاتهم وقدراتهم التمويلية.

تعددت سياسات توزيع الأرباح من الناحية العملية، ولكننا نرى أنه ينبغي على الإدارة أن تختار السياسة التي تؤدي إلى تحقيق هدف مزدوج، ينطلق بتحقيق الاستقرار في أسعار الأسهم وفي نفس الوقت ضمان حد أدنى من العائد المستقر في شكل توزيعات نقدية أو توزيعات الأسهم، الشيء الذي ينعكس إيجاباً في الأجل الطويل على القيمة السوقية للسهم.

الفصل الثاني:

محددات السعر السوقي للسهم

المبحث الأول: ماهية السهم في الفكر المالي؛

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على قيمة السهم؛

المبحث الثالث: طرق تقييم السهم.

تمهيد:

يعد السهم أحد الأدوات الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية، ويعتبر كذلك من أقدم الوسائل المستخدمة من قبل المتدخلين في هذا السوق، فكان أول ظهور للشركة ذات الأسهم المتداولة مع مطلع القرن السابع عشر، ومع مرور الزمن أخذ مفهوم السهم ينتشر بين أوساط الجمهور والمستثمرين ليصبح على ما هو عليه في وقتنا الراهن، و بهذا صارت عملية تداول الأسهم تحتل أهم ركن من أقسام السوق المالي.

السهم كباقي الأوراق المالية لديه خصائص ومحددات نوعية تميزه عن باقي الأدوات الاستثمارية، بالإضافة إلى مداخل متعددة للتقييم تختلف باختلاف المدارس ووجهات نظر المفكرين الماليين، ناهيك عن احتلاله المرتبة الأولى من حيث درجة المخاطرة، ومع ذلك فهو يتمتع بميزات تمكن من التحكم في حجم هذه المخاطر وتسييرها بدرجة أكبر من الفاعلية.

سنقوم في هذا الفصل بتقديم الإطار النظري للسهم، وكذلك العوامل المؤثرة في سعره السوقي، بالإضافة إلى طرق تقييم السهم.

وفي هذا الإطار تم تقسيم هذا الفصل على النحو التالي:

المبحث الأول: ماهية السهم في الفكر المالي؛

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم؛

المبحث الثالث: طرق تقييم السهم.

المبحث الأول: ماهية السهم في الفكر المالي

تعتبر الأسهم المحرك الأساسي لسوق رأس المال باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذا السوق، ومفهوم السهم يحمل في طياته العديد من الخصائص التي تميزه عن باقي الأوراق المالية، بالإضافة إلى الحقوق التي تمنح له بمجرد امتلاكه، وكذلك القيم والأشكال التي تختلف حسب طبيعة التحليل المستند إليه.

المطلب الأول: مفهوم السهم

يعبر مفهوم السهم عن الخصائص التي يتمتع بها، والمزايا التي يمنحها لحملة هذه الورقة المالية، وقبل التطرق إلى أنواع وأشكال الأسهم المختلفة، سنقوم بتقديم تعريف شكلي للسهم ثم سنتطرق للحقوق والميزات التي يضمنها لحامله.

أولاً: تعريف السهم

يعرف السهم على أنه "ورقة مالية تعتبر مستند ملكية لحاملها في رأسمال الشركة، ويستفيد صاحب السهم من جزء من الأرباح المحققة في الشركة إذا تقرر توزيعها، كما أنه في حالة الخسارة فإنه يتحمل جزء منها"¹. ويعرف كذلك على أنه "أصل مالي غير قابل للاستحقاق، ولا يمكن التنازل عنه إلا عن طريق بيعه بالإضافة إلى أنه لا يضمن لمالكه الحصول على عوائد، ويقوم المساهم بممارسة سلطته عن طريق حق التصويت المرتبط بالسهم"².

ويعرف أيضاً على أنه "صك قابل للتداول يصدر عن شركة المساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأسمال الشركة"³.

ما يمكن استخلاصه من التعاريف السابقة أن السهم يمثل مستند ملكية قابل للتداول، يستفيد حامله من الأرباح في حالة التوزيع، كما تستعمله الشركات للحصول على تمويل طويل الأجل، و رأس مال هذه الشركات مقسم إلى أجزاء تتمثل في القيمة الإسمية لأسهمها المصدرة، هذه الأخيرة لا يمكن استرداد قيمتها إلا بالتنازل عنها لطرف آخر.

ثانياً: حقوق السهم

يتمتع المساهم بحقوق متعددة تنشأ بمجرد امتلاكه للسهم ولا تنزع منه إلا بزوال هذه الملكية، ويطلق على

¹ مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص195.

² Pascal Quiry et Yann Lefur, **Op.Cit**, P:535.

³ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص109.

هذه الحقوق تسمية الحقوق الفردية أو الخاصة للمساهم، ولا يجوز لنظام الشركة ولا للجمعية العمومية للمساهمين أن تسلبه أيا من هذه الحقوق، إلا أن هنالك بعض عقود الإصدار تتضمن حرمان السهم من أحد هذه الحقوق، مقابل إعطائه حقوق أخرى مضاعفة أو مضمونة، ويضمن السهم لحامله العديد من الحقوق أهمها:

1- حق التصويت

يقوم حق التصويت على تعيين مدراء يتكفلون بتسيير أمور الشركة، وفق هذا يمارس المساهمون سلطتهم على الشركة عن طريق تنصيب الأشخاص الذين يرونهم أنسب للقيام بهذه المهمة، ويتم تعيين المدراء كل سنة في اجتماع الجمعية العامة العادية، بحيث يقوم مبدأ التصويت أنه لكل سهم واحد صوت واحد في غالب الأحيان، وهنالك مقاربتان أساسيتين لمبدأ التصويت هما¹:

- التصويت المباشر: وفق هذه الطريقة يتم تعيين المدراء مباشرة، بحيث من يملك أعلى حصة من الأسهم هو من يقوم باختيار أعضاء مجلس الإدارة جميعا ويمارس تحكمه في الشركة، وهذا لا يعطي الفرصة لصغار المساهمين للترشح والفوز بمقعد في الإدارة بما أن المناصب يتم اختيارها دفعة واحدة.
- تجميع الأصوات: تسمح هذه الطريقة بإعطاء الفرصة لمن يحمل عددا معتبرا من الأسهم بالترشح لمنصب إداري، بحيث تخول للمساهمين الغير مهتمين بتسيير الشركة بإعطاء أصواتهم لأكثر من شخص حسب تقديراتهم الشخصية.

2- الحق في الأرباح

من أهم الحقوق الملازمة لملكية السهم حق المساهم في الحصول على نصيب من الأرباح إذا ما تقرر توزيعها، فهذا هو الحق الأساسي الذي يعطى للمساهم ويدخل في تكوين الشركة بوجه عام لأنه الهدف الذي يصبو إليه المساهم عند دخوله في الشركة².

ويتضمن هذا الحق كذلك الأرباح المحتجزة من طرف الشركة سواء القانونية أو الاختيارية، لأن حق المساهم لا يقتصر على النسبة الموزعة فقط وإنما يشمل جميع الثروة المضافة لاستثماره المبدئي، وإذا ما حققت الشركة نتيجة سالبة يمكن أن يقرر أعضاء مجلس الإدارة توزيع جزء من الاحتياطات الغير قانونية على المساهمين³.

¹Stephen ROSS and al, **Op.Cit**, P:246.

² إلياس ناصيف، الشركة المغفلة الأسهم، دار الحلبي للمنشورات الحقوقية، بيروت، 2004، ص223.

³ Yves-Alain ACH et Catherine DANIEL, **Finance D'entreprise**, 1^{ère} Edition, Hachette Edition, Paris, 2004, P:100.

3- حق التفويض

يقوم مبدأ التفويض على توكيل شخص آخر من قبل المساهم للتصويت نيابة عنه، وغالبية المساهمين في الشركات الكبرى يستعملون هذا الحق خاصة في ظل تعدد استثماراتهم ومواطن إقامتهم، لهذا السبب يعمل غالبية المسيرين على جمع أكبر قدر من تفويضات المساهمين لاستغلال تشنتهم ويضمنوا بذلك استمرارهم على رأس الشركة والسيطرة على كل القرارات، أما إذا كان المساهمون غير مقتنعين بأداء المسيرين الحاليين أو الأعضاء الموكلين من داخل الشركة، يمكنهم اللجوء إلى أشخاص من خارج الشركة للنيابة عنهم في ممارسة حق تصويتهم¹.

4- الحق في باقي التصفية

بعد حل الشركة تجري عملية تصفيته وبالتالي يتعين أولاً إيفاء الديون المترتبة عليها، على اعتبار أن حقوق الدائنين تتقدم على حقوق المساهمين فيها، فإذا تم إيفاء جميع الديون وبقيت هناك موجودات للشركة فيتم إيفاء حقوق المساهمين، وتتمثل هذه الحقوق المالية في حقهم في استرداد باقي التصفية للأسهم التي دفعوها عند تأسيس الشركة لتكوين رأس المال، شرط أن تكون هذه الأسهم قد أوفيت بكاملها، وإذا كان إيفؤها لم يكتمل فلا يكون لهم الحق باسترداد قيمة الأسهم الإسمية بكاملها بل فقط استرداد المبلغ المدفوع من أصلها، وقد يبقى ثمة موجودات تشكل فائض من الأموال بعد إيفاء الديون وقيمة الأسهم الإسمية ويطلق عليها تسمية فائض التصفية، فتجري قسمتها بين المساهمين أيضاً بنسبة ما يملك كل منهم من الأسهم².

5- حق الأولوية في الاكتتاب

إن السماح لمساهمين جدد في الاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال يؤدي إلى إشراكهم في الأموال الاحتياطية التي تكونت من اقتطاع نسبة سنوية معينة من الأرباح قبل توزيعها على المساهمين القدامى، وهذا يعني استفادة المساهمين الجدد من أموال لم يساهموا في تكوينها، وعلى هذا الأساس تزيد قيمة الأسهم القديمة على حساب الأسهم الجديدة بدون حق، هذا فضلا على أن المساهمين القدامى هم الذين تحملوا المشروع في بدايته وسنوات الكفاح الأولى للشركة حتى أصبحت من الشركات الناجحة، ولاسيما إذا كانت زيادة رأس المال بهدف التوسع في المشروع نتيجة لنجاحه وحسن سمعته المالية والاقتصادية³.

¹ Stephen ROSS and al, **Op.Cit**, P:246.

² إلياس ناصيف، مرجع سبق ذكره، ص323.

³ نفس المرجع السابق، ص369.

لذا يمنح للمساهمين القدامى أولوية الاكتتاب عند إصدار أسهم جديدة على أن يتم شراؤها بنفس نسبة الملكية في رأس المال، وإذا ما تعذر جمع الأموال من طرف المساهمين الحاليين يمكن للشركة أن تطرح أسهمها للادخار العام، هنا يصبح الحامل الجديد للسهم يتمتع بامتيازات الحامل القديم للسهم، وتصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد¹.

المطلب الثاني: الخصائص النوعية للسهم

إن اختلاف العوامل و ظروف البيئة الخارجية للشركات دفعت المسيرين والمهندسين الماليين إلى تطوير كم هائل من الابتكارات المالية لمنافسة باقي الشركات في الحصول على مصادر للتمويل من جهة و تعظيم القيمة السوقية لشركاتهم من جهة أخرى، وهذا باشتقاق أوراق مالية من أخرى تقليدية تحمل خصائص هجينة، و على ضوء هذا سنقوم بالحديث عن القيم المختلفة التي يأخذها السهم، بالإضافة إلى أهم الابتكارات التي حصلت في مجال التعامل بالأسهم.

أولاً: أنواع قيم السهم

قيمة الشيء هي ما ينبع عنه من منفعة أو قدرته على خلق منافع جديدة، وبالتالي فإن قيمة السهم هي ما ينتج عنه أو ما يذره على مالكيه من منافع اقتصادية، ويمكن التمييز بين عدة أنواع لقيم السهم أهمها:

1. القيمة الإسمية

هي قيمة السهم التي يتم تحديدها في العقد التأسيسي للشركة، وهذه القيمة تظل ثابتة طالما لم يتحقق تأثير اقتصادي لنشاط الشركة على قيمة السهم، ويمكن الوصول إلى قيمة السهم الإسمية من خلال استعراض ميزانية الشركة، حيث تتحدد قيمة السهم بقسمة رأس المال على عدد الأسهم المصدرة للحصول القيمة الإسمية للسهم الواحد².

2. القيمة الدفترية

تحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد من خلال جمع قيم الأصول المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الديون ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، تحسب من خلال العلاقة التالية³:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{قيمة الأصول} - \text{الديون} / \text{عدد الأسهم العادية} \dots (1.2)$$

¹ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص28.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص164.

³ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص95.

3. القيمة السوقية

هي أهم قيمة معروفة لدى المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي، وتتمثل في السعر الحالي للسهم في السوق، ويتم تحديد هذه القيمة من خلال عمليات التداول اليومي إذ تتغير تبعاً لظروف السوق، وتتأثر هذه القيمة بتفاعل قوى العرض والطلب بحيث يمكن لأي شخص معرفة قيمة السهم السوقية عن طريق الصحف أو الأنترنت أو الاتصال بالوسيط¹.

4. القيمة الاستثمارية

عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، وتكون أسهل في الفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة لمشتري محدد².

5. القيمة الاحلالية

تمثل التكلفة المطلوبة للحصول على سهم بنفس الميزات، لذلك فهي لا تمثل القيمة البيعية للأصل المالي بل القيمة المطلوبة لإحلال أصل محله يحمل نفس المواصفات³.

6. قيمة شهرة المحل

يمكن تعريف شهرة المحل بأنها مجموع الصفات الغير قابلة للوزن أو القياس بدقة والتي تجذب العملاء إلى شركة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب، ويتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع نظير الشركة المكتسبة والقيمة السوقية العادلة للأصول المكتسبة مع استبعاد الخصوم⁴.

7. القيمة الحقيقية

يطلق عليها أيضاً بالقيمة العادلة أو القيمة الجوهرية، وهي ما يفترض أن يكون عليه سعر السهم في السوق، تحسب من خلال إيجاد القيمة الحالية للدخل المستقبلي للشركة، وتعكس هذه القيمة كافة المعلومات المتوفرة حول الورقة المالية للمستثمرين، وتحدد هذه القيمة على ضوء معطيات موضوعية كموجودات الشركة والأرباح الموزعة للمستثمرين بالإضافة إلى كفاءة الإدارة العليا في التسيير⁵.

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص74.

² طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص14.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص165.

⁴ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص15.

⁵ سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص74.

8. قيمة التصفية

هي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء نشاط الشركة وتصفيتها، وبالتالي يحتمل بشكل كبير أن تكون أدنى قيمة للسهم لافتراض وجود مشاكل تسببت في تصفية الشركة¹.

9. القيمة المتبقية

هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى، بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك وينقرر إخراجها من الخدمة².

ثانياً: أشكال السهم

الأسهم هي صكوك ملكية تعد حقا في ملكية الشركة، تصدر بقيم وحقوق متساوية، لكن مع مرور الزمن ولمواكبة التطورات التي طرأت على الأسواق المالية والاحتياجات المالية للشركات، ظهرت العديد من الأشكال تتفق من حيث المبدأ لكن هدفها مختلف، يمكن تصنيف مضمونها كما يلي:

1. الأسهم المصنفة

تصدر بعض الشركات أكثر من صنف واحد لأسهمها، وتكون معروضة للبيع بحقوق تصويت متفاوتة، فعلى سبيل المثال نذكر شركة (Ford) التي لديها أكثر من صنف، حيث الصنف (B) غير معروض للتداول على الجمهور ومملوك فقط من قبل العائلة، هذا الصنف يحوز على نسبة (40%) من إجمالي الأصوات رغم انه لا يشكل سوى (10%) من إجمالي الأسهم المتداولة.

كذلك هو الحال بالنسبة لشركة (Alphabet) الإسم الحديث لشركة (Google)، يتم تداول أسهم هذه الأخيرة وفق عدة أصناف، فالصنف (A) مملوك من قبل الجمهور بحيث يحوز كل سهم على صوت واحد، و الصنف (B) يملك كل سهم 10 أصوات ومملوك فقط من قبل المؤسسين و المسيرين.

تبقى الغاية من إصدار أسهم ذات أصناف مختلفة هو ممارسة سلطة الملاك المؤسسين والمسيرين على الشركة، وقطع الطريق أمام المستثمرين الذين يحاولون شراء أكبر قدر من الأسهم من أجل تملك الشركة، ولكن تعتبر هذه النقطة جد حساسة نظرا لعدم سماح بعض البلدان للشركات بإصدار أسهم تتمتع بحقوق تصويت متفاوتة³.

¹ محمود مجد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص165.

² طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص20.

³ Stephen ROSS and al, Op.Cit, P:248.

2. أسهم الأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، غير أن شركة (General Motors) خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينيات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (E) وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (H) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات¹.

3. الأسهم ذات التوزيعات المخصصة

إن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، ولكن في ثمانينات القرن الماضي صدر تشريع في الولايات المتحدة يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها إلى العاملين بها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة².

4. الأسهم المضمونة

هي الأسهم التي يحصل صاحبها على تعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين يتم الاتفاق عليه مسبقاً ولفترة زمنية محددة، فبهذا الشكل سيتمكن حاملي الأسهم المضمونة من تحقيق أرباح رأسمالية كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، في حين أن الخسائر ستكون محدودة ويتم تعويض المستثمر إما بمنحه أسهم إضافية أو أوراق مالية أخرى بالإضافة إلى إمكانية التعويض النقدي³.

5. أسهم الأولوية في الأرباح دون حق التصويت

تقوم الشركات بإصدار هذا النوع من الأسهم لتغطية احتياجاتها التمويلية إذا ما كانت ملاءتها المالية لا تسمح لها باللجوء للتمويل بالسندات، ويشترط في هذا النوع من الأسهم ألا تتجاوز نسبة الاكتتاب ثلثي رأس المال، بالإضافة إلى عدم إمكانية شرائها من طرف المسيرين الحاليين للشركة، وعلى الرغم من عدم تمتعها بحق التصويت فلحملة هذه الأسهم الحق في نصيب من توزيعات الأرباح لا يقل عن توزيعات الأسهم الأخرى، ولا يجب أن تكون نسبة هذه التوزيعات أقل من (7.5%) قيمتها الإسمية، بحيث تقطع مباشرة من الأرباح الصافية

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 39-40.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2006، ص 95.

³ سميرة لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 34.

قبل إجراء أي نوع من التوزيعات على الأسهم الأخرى، وفي حالة عدم كفاية الموارد المالية خلال الدورة الجارية، ترحل التوزيعات المستحقة لحملة هذه الأسهم إلى الدورات القادمة، ويعطى حق التصويت لهذا النوع من الأسهم في حالة عدم الحصول على الحقوق المترتبة لثلاث دورات متتالية¹.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على سعر السهم

عندما نتكلم عن العوامل المحددة لقيمة السهم فإننا نخص بالذكر قيمته السوقية، لأنها القيمة التي يباع ويشترى بها هذا الأصل المالي، ويتحدد السعر بالعديد من العوامل أبرزها تلك المرتبطة بالبيئة الاقتصادية، وكذلك التي تحتكم إليها ميكانيزمات وآليات السوق المالي، بالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالورقة المالية في حد ذاتها.

المطلب الأول: العوامل المرتبطة بالبيئة الاقتصادية

إن العوامل المتعلقة بالبيئة الاقتصادية غير مرتبطة مباشرة بقيمة السهم، لكن تأثيرها يكون على إجمالي المتعاملين الاقتصاديين والقطاعات، والسهم باعتباره عملة الشركة يتأثر بها بطريقة أو بأخرى، وتتمثل أبرز هذه العوامل في النمو الاقتصادي ومعدل التضخم، بالإضافة إلى السياسة النقدية والضريبية المتبعة من طرف الدولة.

أولاً: معدل النمو الاقتصادي

إن أثر الزيادة في معدل النمو الاقتصادي يمكن أن يكون مدلوله إيجابياً أو سلبياً على سعر السهم، لذلك يتوجب معرفة الاتجاه المحتمل للأثر، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل بالأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها، وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الناتج الوطني قد تلقى بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل، ويحدث هذا إذا ما ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض النقدي وبالتالي زيادة معدل التضخم².

ثانياً: معدل التضخم

يقصد بالتضخم تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة، أي أنها عدم التأكد بشأن القوى الشرائية المستقبلية للأموال، وينظر البعض أحياناً إلى أن الأسهم محمية من التضخم، غير أن هذا ليس صحيحاً بوجه عام، والحقيقة هي أن الأسهم تميل للمعاناة بدرجة أقل من مخاطر انخفاض القوى الشرائية مقارنة بالاستثمارات ذات

¹ Yves-Alain ACH et Catherine DANIEL, Op.Cit, P:100.

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

الدخل الثابت، غير أنها لم تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها تحوط جزئي فقط من التضخم¹.

وفي غالب الأحيان يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثر على أسعار الأسهم، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أثرا عكسيا على أسعار الأسهم، فمضمون التقارير الدالة عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض في القيمة السوقية للأسهم².

وهناك بعض الأنواع من الأسهم يمكن أن تلائم أيضا البيئة التضخمية، فالشركات التي تمتلك كميات كبيرة من الموارد المادية تزدهر في فترات التضخم وذلك لأن قيمة أصولها تزيد مع الزيادة العامة للأسعار، والقيمة الحقيقية لهذه الأصول عادة ما يتم إخفاؤها عن المستثمرين لأن الشركات تقيد الأصول في ميزانياتها العمومية بسعر التكلفة وليس بالقيمة السوقية الجارية، ومع ذلك فإن أسعار أسهم تلك الشركات قد ترتفع بارتفاع تكلفة إحلال الزيادات في هذه الأصول³.

ثالثا: السياسة الضريبية والنقدية

تقوم السياسة الضريبية على الإجراءات التي تتبعها الدولة لتمويل نفقاتها، فإذا ما لجأت الحكومة لتخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة الشركات، فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا ايجابيا على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية والمتمثلة في تقلص موارد موازنة الدولة، مما قد يضطر الحكومة إلى التمويل بالعجز أي المزيد من الإصدار النقدي وهو ما يتسبب عادة في حدوث تضخم، وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الايجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح الشركات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح⁴.

أما السياسة النقدية فيقصد بها مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض النقدي، وكشفت العديد من الدراسات وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، ذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يشجع على الاستثمار ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج الذي عادة ما ينعكس على مستوى الطلب على المنتجات، ونظرا للتأثير الايجابي

¹ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص369.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص290.

³ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات مرجع سبق ذكره، ص64-56.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص288.

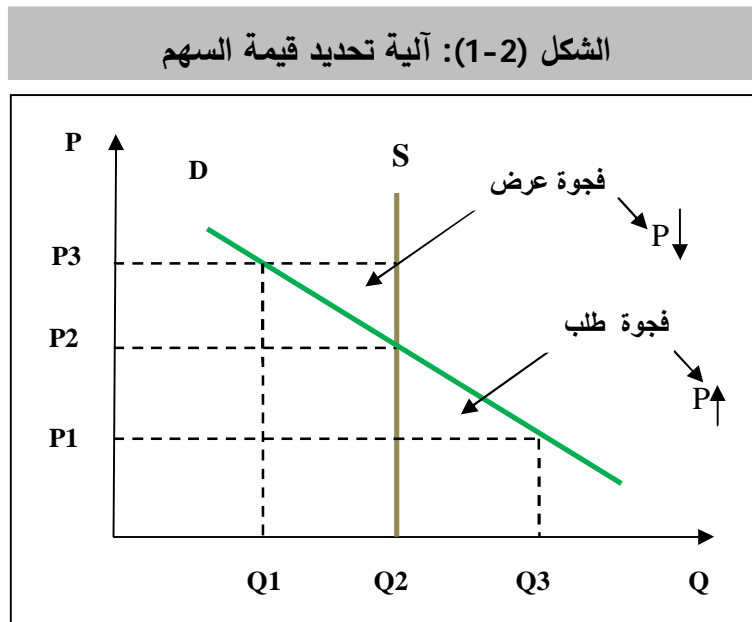
المحتمل لتلك الأحداث على أرباح شركات الأعمال، فإنه قد يمكن الإدعاء بأن ارتفاع مستوى أسعار الأسهم في السوق هو المحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود¹.

المطلب الثاني: العوامل المرتبطة بالسوق

تعتبر العوامل المرتبطة بالسوق من أهم المحددات الخارجية لسعر السهم، لاعتبارها حلقة الوصل بين الشركات المدرجة والمتدخلين في السوق المالي، بحيث أن أداء أي سهم يكون مرتبطا بعوامل السوق والمتعاملين فيه، ومستقلا عن إرادة الشركات التي تكتفي بإرسال إشارات مالية للتأثير على مستقبلها.

أولاً: آلية العرض و الطلب

السهم أصل مالي تتحدد قيمته بناء على قوى العرض والطلب، فعند لحظة زمنية معينة يعد عرض الأسهم لشركة ما ثابتا يمكن التعبير عنه بمنحنى ذو مرونة صفرية، حيث تكون الاستجابة النسبية للكمية المعروضة من الأسهم في هذا الفاصل الزمني صفرا للتغيرات النسبية في السعر، وبالتالي يأخذ شكل خط مستقيم عمودي على المحور السيني، كما يوضحه الشكل التالي:



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص162.

أما الطلب على الأسهم فيستجيب للتغيرات في السعر عكسياً، فعند ارتفاع سعر السهم يتوجه المستثمرون المتقائلون للشراء على الرغم من أنهم قلة كما يلاحظ عند السعر (P_3) حيث يكون الطلب بمستوى (Q_1) ، أما عند السعر المنخفض للسهم مثل (P_1) فإن الطلب يزداد ويصل إلى (Q_3) ، ويمكن توضيح آلية تحديد السعر التوازني

¹ نفس المرجع السابق، ص291.

من خلال التقاء تيار العرض (S) وتيار الطلب (D) عند السعر (P_2) حيث تتعادل الكمية المطلوبة مع المعروضة¹.

ثانياً: كفاءة السوق

من سمات السوق الكفاء أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، وللسوق عدة صيغ للكفاءة تتمثل فيما يلي²:

1. فرضية الصيغة الضعيفة

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى.

2. فرضية الصيغة المتوسطة القوة

تقضي صيغة السوق المتوسطة القوة بأن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو الشركة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

3. فرضية الصيغة القوية

تقضي الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يملكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى لو كان هو رئيس مجلس إدارة الشركة المصدرة للسهم.

¹ نفس المرجع السابق.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 51-61.

ثالثا: منافسة سعر الفائدة

تتغير أسعار الفائدة على الأوراق المالية مع التغيرات في كل من العرض والطلب على الأوراق المالية الحكومية، فمثلا إذا ما كان هناك عجز في الميزانية العمومية تقوم الحكومة بزيادة إصدارات سندات الخزنة وبالتالي يزداد المعروض منها، ولكي تدفع المستثمرين المحتملين لشراء تلك الكميات، تقوم بإصدارها بسعر فائدة أكبر من السندات القديمة، في هذه الحالة تسير أسعار الفائدة في إجمالي السوق نحو الارتفاع¹.

تتحرك أسعار الأسهم في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة السوقية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق انخفضت أسعار الأسهم والعكس، يؤثر هذا الارتفاع والانخفاض في معدل العائد الذي يحققه المستثمر، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة السوقية سيتوجه المستثمرون للتعامل بالسندات على حساب تعاملهم بالأسهم، مما يعظم مخاطر الأسهم وذلك لانخفاض أسعارها في السوق، الأمر الذي يقلص معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر أو قد يحقق خسائر جراء ذلك².

رابعا: اتجاه السوق

يقصد باتجاه السوق حركة جميع الأسهم المتداولة في السوق، بحيث لا تكون محصورة في سهم معين أو فئة معينة من الأسهم، ويأخذ اتجاه السوق أحد الأشكال التالية³:

1. السوق الصاعد

كمرحلة أولى للسوق الصاعد يلاحظ المضاربون أن الجمهور أصبح متشائما من مناخ الأعمال السائد نظرا لكثرة التقلبات في الأسعار، فيقومون بعملية تجميع الأسهم التي تقوم على شرائها من المستثمرين المتخوفين من حركة السوق، وتكون نتيجة هذه العملية أن المعروض من الأسهم أصبح أقل من ذي قبل، فيقوم المضاربون بطرح الأسهم تدريجيا كمرحلة ثانية لهذه العملية، بعد ذلك يبدأ العامة بملاحظة أن فكرة الربح الرأسمالي بدأت تخطف الأنظار فيزداد السوق نشاطا، وتستمر الأسعار في الصعود لدرجة أن المستثمر يصبح محتارا أي سهم يشتري وأي سهم يبيع.

2. السوق النازل

تبدأ المرحلة الأولى من السوق النازل عندما يبلغ السوق ذروته، يلاحظ فيها فئة من المستثمرون أن غالبية

¹ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2006، ص105.

² محمود إبراهيم نور وآخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر، عمان، 2012، ص40.

³ Edward BASSETTI, *Technical Analysis Of Stock Trends*, 9th Edition, Amacom Edition, San Francisco, 2007, P:17-18.

الأسعار بلغت مستوى يطرح العديد من التساؤلات، ويزداد بذلك ارتيابهم نحو المستقبل، فيقومون بعرض أسهم بوتيرة تدفع الأسعار نحو الانخفاض بشكل تدريجي، لتبدأ المرحلة الثانية التي تمتاز بأن جميع المتعاملين في السوق يريدون البيع لكن دون وجود أطراف ترغب في الشراء، أما في المرحلة الثالثة والأخيرة تصبح الأسعار في أدنى مستوياتها ويكون الجميع متخوفا من سوق الأسهم، ولعل أهم ما يميز هذه المرحلة أنها مماثلة للمرحلة الأولى من السوق الصاعد، وهذا ينطبق على أهم مبدأ للتحليل الفني الذي يفترض أن التاريخ يعيد نفسه.

خامسا: التحكم

على عكس حركة السوق التي تلعب فيها نفسية المتعاملين دورا أساسيا، التحكم بالأسعار هو نشاط يقوم به فرد أو مجموعة من الأفراد للسيطرة والتأثير على الأسعار بوسائل مصطنعة لجعل السعر السائد في السوق أعلى أو أقل من السعر الطبيعي، أي جعل السعر مغايرا لذلك السعر الذي كان في حالة غياب تلك العوامل المصطنعة، ويكون ذلك بالبيع الصوري أو تجميع الأسهم وكذلك عن طريق الاستفادة من المعلومات التي لم تعرض على الجمهور، وعلى كل فإن الهدف من التحكم في الأسعار هو تحقيق الأغراض التالية¹:

1. رفع السعر:

ويقصد به إحداث اتجاه صعودي مصطنع في الأسعار، ودفع جمهور المتعاملين إلى الشراء ثم يقوم المتحكمين بالبيع وتفريغ حملاتهم من الأسهم وهذا التصرف هو أكثر أنواع التلاعب شيوعا.

2. تثبيت الأسعار:

الغرض من تثبيت الأسعار هو محاولة بيع السهم بسعر أفضل من السعر الذي كان متوقعا أن يسود طبيعيا لو لم يحدث التدخل من جانب المتلاعبين في السوق، ويحدث هذا التدخل عادة بواسطة الجهة صاحبة المصلحة في رفع أو مساندة السعر لترويج أسهم جديدة، مثل عمليات رفع رأس المال و طرح أسهم جديدة.

3. خفض الأسعار:

يكون بإحداث اتجاه نزولي ومصطنع في الأسعار لدفع الجمهور لبيع أسهمهم، ثم يقوم المتآمرون بالحصول على هذه الأوراق بأسعار منخفضة، ولا يتجه إلى هذه العملية إلا المضاربون على النزول الذين توسعوا في البيع الآجل توقعوا لانخفاض الأسعار، فإذا ما باءت توقعاتهم بالفشل فإنهم يقومون بهذه الأعمال لإجبار الأسعار على الانخفاض.

¹ محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص55.

المطلب الثالث: العوامل المرتبطة بالسهم

تعتبر مؤشرات السهم من أهم العوامل المحددة لقيمته السوقية، بحيث تسمح للمحللين بالدراسة الكمية للسهم على عكس العوامل الأخرى التي تعتبر شكلية لحد كبير، سنتناول في هذا المطلب أهم المؤشرات المستخدمة من قبل المتعاملين في سوق الأسهم، والمتمثلة في المؤشرات المالية والهجينة بالإضافة إلى حساسية السهم.

أولاً: المؤشرات المالية

تعتبر المؤشرات المالية عاملاً أساسياً لتحديد قيمة السهم، ومن الأمور الضرورية التي تسهر لجان مراقبة أعمال البورصة على توفيرها للجمهور، وتسمح هذه المؤشرات بالاطلاع على جميع المعلومات ذات الطبيعة السوقية أو المالية للسهم، وتمكن المستثمرين من معرفة القيمة الحقيقية للسهم مقارنة مع أدائه.

1. عائد السهم (EPS)

يستخدم هذا المؤشر أساساً لتقييم ربحية السهم العادي، ويتم حسابه عادة وفق طبيعة هيكل رأس المال المستثمر في الشركة، فإذا كان هيكل رأس المال المستثمر بسيطاً أي خالي من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية يحسب وفق العلاقة التالية¹:

$$EPS_{basic} = \frac{\text{توزيعات الأسهم الممتازة - صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}} \dots \dots (2.2)$$

ويطلق عليه في هذه الحالة عائد السهم الأساسي (basic EPS) أما إذا كان هيكل رأس المال المستثمر مركباً باحتوائه عدداً من الأدوات المالية التي يحتمل تحويلها إلى أسهم عادية، والمتمثلة في السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل للأسهم العادية بالإضافة إلى الخيارات وصكوك شراء الأسهم، فحينئذ يتم حساب عائد السهم المخفض (diluted EPS) التي تشير إلى الانخفاض الذي يطرأ على عائد السهم الأساسي نظراً لإضافة الأوراق المالية السالفة الذكر، ويعتبر إجبارياً على الشركات التي تعتمد هيكلها مالياً مركباً نشر كلا القيمتين أي الأساسية والمخفضة².

2. الربح الموزع للسهم (DPS)

تحدد هذه الحصة بعد تسديد حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها من طرف الإدارة، وتحسب بطرح توزيعات الأسهم الممتازة من المبلغ الإجمالي للتوزيعات، ثم قسمتها على عدد الأسهم المسجلة في

¹ James WAHLEN and al, **Financial Reporting, Financial Statement Analysis, And Valuation**, 7th Edition, South-Western Edition, Mason, 2010, P:250.

² Ibid, P:254..

دفاتر الشركة قبل تاريخ نهاية الحق في توزيعات الأرباح، ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية¹:

$$DPS = \frac{\text{توزيعات الأسهم الممتازة - التوزيعات المعلن عنها}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة في الشركة}} \dots \dots (3.2)$$

3. معدل التوزيع (DPR)

معدل التوزيع هو مقدار يقيس حجم الربح الموزع من نتيجة السنة المالية المقفلة، كما قد يكون بالاقطاع من أرباح السنوات السابقة المتمثلة في الاحتياطات أو المرحل من جديد، ويتم حساب معدل توزيع الأرباح بقسمة التوزيعات المعلن عنها على الربح الصافي للشركة كما توضحه العلاقة التالية²:

$$DPR = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{الربح الصافي}} \dots \dots \dots (4.2)$$

ويمكن كذلك حساب معدل التوزيع بقسمة الربح الموزع للسهم على عائد السهم كالتالي:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \dots \dots \dots (5.2)$$

إذا ما كان معدل التوزيع يفوق (100%) فإن الشركة تضيف إلى رصيد التوزيعات الاحتياطات المجمعة من أرباح السنوات السابقة، أما إذا كان معدل التوزيع (0%) فمعناه أن الشركة قد أعادت استثمار إجمالي أرباحها لغرض التمويل الذاتي³.

4. مردودية السهم (DY)

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى استثمارات أخرى، ويحسب بقسمة آخر ربح موزع للسهم (DPS) على سعره الجاري (P₀)، ويحسب كالتالي⁴:

$$DY = \frac{DPS}{P_0} \dots \dots \dots (6.2)$$

5. معدل السعر على العائد (PER)

يعرف مضاعف السعر على العائد أيضا بتسمية معامل رسمة الأرباح، ويعتبر من المفاهيم البورصية الأكثر شهرة وأوسعها استعمالا، يقيس هذا المعدل العلاقة الموجودة بين السعر (P) وعائده (EPS)، ويعبر مدلوله عن عدد المرات اللازمة لاسترجاع تكلفة شراء السهم مقارنة مع الأرباح التي يذرها، ويحسب كالتالي⁵:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص268.

² Paul KIMMEL et autres, **Op.Cit**, P:701.

³ Pascal Quiry et Yann Lefur, **Op.Cit**, P:539.

⁴ Stephen ROSS and al, **Op.Cit**, P:377.

⁵ Simon PARIENTE, **Analyse Financière Et Evaluation D'entreprise**, 2^{ème} Edition, Pearson Education, Paris, 2009, P :115.

$$PER = \frac{P}{EPS} \dots\dots\dots (7.2)$$

6. معدل دوران السهم (ST)

يقيس هذا المؤشر مدى الإقبال على السهم في السوق المالي معبرا عنه بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم، ويحسب وفق العلاقة التالية¹:

$$ST = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة}}{\text{عدد الأسهم المسجلة}} \dots\dots\dots (8.2)$$

7. حجم التداول (Volume)

يتمتع السهم بالسيولة إذا كانت عملية شراء وبيع عدد معتبر من الأسهم لن تؤثر على اتجاه السهم في البورصة، وتستخدم السيولة لمعرفة ما إذا كان هناك ارتباط بين السهم والقيمة السوقية، بالتالي تحليل اتجاه سهم لا يتم مبادلتها إلا مرة واحدة في الأسبوع مثلا لن يكون له أي معنى، وتقاس سيولة السهم بحجم المعاملات اليومية أو التداول، وقبل أن يتخذ المستثمر قراره بالاستثمار في شركة ما يقوم بدراسة الوقت الذي تأخذه عملية شراء الأسهم، وكذلك الوقت اللازم لعملية التنازل².

8. الرسملة السوقية (MV)

يمثل مبلغ الرسملة البورصية القيمة السوقية للأموال الخاصة، وهي عبارة عن حاصل ضرب عدد الأسهم في السعر الجاري للسهم، وهذه القيمة لا تعبر عن المبلغ النقدي الذي يدفعه المستثمر إذا ما أراد شراء إجمالي أسهم شركة لأن هذه الأخيرة تتحدد بسعر تفاوضي بإضافة علاوة الاستحواذ للسعر الجاري، ولكنها تستعمل لتقدير حجم الشركة، مع إمكانية مقارنتها مع الشركات الأخرى³.

ثانيا: المؤشرات الهجينة

المؤشرات الهجينة هي التي يستند في عملية حسابها إلى متغيرات مالية وأخرى محاسبية، وتستعمل هذه المؤشرات لقياس المردود الداخلي للشركات المصدرة للسهم وكمقياس للمخاطر المالية، فالمؤشرات السوقية تقيس الأداء السوقي للسهم، أما الثانية فيقتصر عملها على تشخيص الأداء الداخلي للشركات.

1. معدل العائد على الأصول (ROA)

يعرف معدل العائد على الأصول أيضا بتسمية المردودية الاقتصادية، ويستخدم كأداة لقياس قدرة الشركة

¹ طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص89.

² Pascal Quiry et Yann Lefur, Op.Cit, P:542.

³ Ibid, P:543.

على خلق الأرباح من خلال نشاطها الاستغلالي، ويحسب بقسمة النتيجة التشغيلية على قيمة الأصل الاقتصادي، كما توضحه المعادلة التالية¹:

$$ROA = \frac{\text{النتيجة قبل الفوائد والضريبة}}{\text{مجموع الأصول}} \dots \dots \dots (9.2)$$

2. معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

تستعمل نسبة العائد على حقوق الملكية أو المردودية المالية كمقياس للثروة التي حققها المساهمون خلال السنة، ويمكن هذا المؤشر معرفة العائد الذي يحققه المساهمون نظير مساهمتهم في الشركة، وتحسب كالآتي²:

$$ROE = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع حقوق الملكية}} \dots \dots \dots (10.2)$$

3. معدل العائد على الاستثمار (ROI)

يشير هذا المؤشر إلى مدى الكفاءة التشغيلية للشركة، ويستخدم للمقارنة بين الشركات في نفس القطاع، كما يشير إلى مدى قوة الشركة على المدى الطويل ومدى استغلال وإدارة كافة الأموال المتاحة لديها من المساهمين والأموال المقترضة، ويحسب من خلال قسمة صافي الربح على موجودات الشركة، كما توضحه المعادلة التالية³:

$$ROI = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع الأصول}} \dots \dots \dots (11.2)$$

4. معدل الأموال الخاصة للسهم (ESR)

هو عبارة عن القيمة المحاسبية للأموال الخاصة مقسومة على عدد الأسهم، وهو بتعبير آخر مقارنة للقيمة الدفترية لقيمة السهم، وبالتالي فهي مقارنة بين القيمة المحاسبية والقيمة المالية، ومعدل الأموال الخاصة للسهم هو نتيجة السياسات المنتهجة حتى تاريخ التحليل، ويكافئ كذلك المبلغ المستثمر من قبل المساهمين في الشركة، ويحسب وفق العلاقة التالية⁴:

$$ESR = \frac{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} \dots \dots \dots (12.2)$$

¹ Aswath DAMODARAN, **Investment Valuation**, 2nd Edition, John Wiley & Sons Edition, New York, 2002, P:230

² Herbert MAYO, **Op.Cit**, P:292.

³ سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص210

⁴ Pascal Quiry et Yann Lefur, **Op.Cit**, p:540.

5. الرفع المالي (LEV)

ينطلق مبدأ تحليل الملاءة المالية للشركة من تحليل خصومها، وعلى وجه الخصوص ديونها المالية، فكلما زاد اعتماد الشركات على الديون، تزداد معها حدة المخاطرة، وتمثل هذه النسبة أيضا مقدار مساهمة الديون في تركيبة الهيكل المالي للشركة، ويتم حسابه بقسمة الديون المالية على إجمالي الأصول كالتالي¹:

$$LEV = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{مجموع الأصول}} \dots\dots (13.2)$$

6. مضاعف القيمة الدفترية (PBR)

يقيس هذا المعامل العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية للأموال الخاصة، ويمكن حسابه بقيمة الرسملة السوقية على إجمالي الأموال الخاصة أو السعر السوقي للسهم على القيمة المحاسبية له، فإذا كان المعدل أكبر من الواحد الصحيح معناه أن القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية للأموال الخاصة، والعكس إذا كان المعدل أصغر من الواحد معناه أن القيمة الدفترية أقل من القيمة السوقية، ويحسب وفق العلاقة التالية²:

$$PBR = \frac{\text{الرسملة البورصية}}{\text{القيمة الدفترية للأموال الخاصة}} \dots\dots (14.2)$$

ثالثا: حساسية السهم

يقيس المعامل (β) المخاطر النظامية التي يتعرض لها المساهمون، ويمثل إجمالي الخطر الذي يترتب عن الاستثمار في أسهم شركة ما مقابل إجمالي خطر السوق الذي يكون مساويا للواحد الصحيح، ويأخذ هذا المعامل قيم عديدة تختلف من شركة لأخرى ومن سوق لآخر، بحيث يكون لكل شركة معامل خاص بها³.

يمكن حساب القيمة التاريخية لـ (β) سهم ما من خلال تعديل المعادلة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بشكل يعرف بنموذج السوق والتمثل في العلاقة التالية⁴:

$$R_i = \alpha + \beta_i R_M \dots\dots (15.2)$$

يكون تحديد قيمة المعاملات (α) و (β_i) من خلال مستقيم الانحدار الخطي لعائد السهم (R_i) وعائد السوق

(R_M) الممثلة بيانيا في الشكل (2-2).

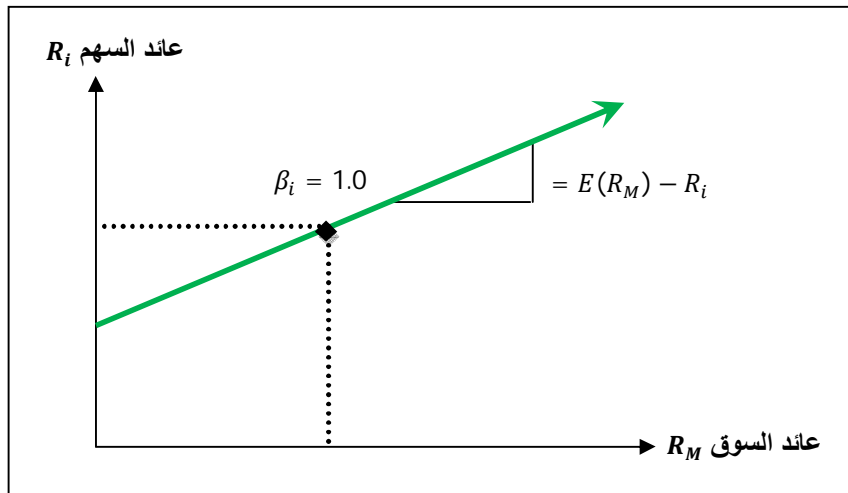
¹ Herbert MAYO, **Op.Cit**, p:293.

² Pascal Quiry et Yann Lefur, **Op.Cit**, P:542.

³ James HITCHNER, **Financial Valuation**, 3rd Edition, John Wiley & Sons Edition, New Jersey, 2011, P:223.

⁴ Frank CRUNDWELL, **Op.Cit**, P:355.

الشكل (2-2): مستقيم الانحدار الخطي لعائد السهم والسوق



Source: Stephen ROSS and al, Op.Cit, P:436.

ولتحديد قيمة (β) حسابيا، فيكفي حساب الارتباط الموجود بين مردودية السهم (R_i) ومردودية السوق (R_M)، وقسمته على التباين في مردودية السوق، أي¹:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{V(R_m)} \dots \dots (16.2)$$

مع:

$$COV(R_i, R_m) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i) (R_{mt} - \bar{R}_m) \dots \dots (17.2)$$

و:

$$V(R_m) = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (R_{mt} - \bar{R}_m)^2 \dots \dots (18.2)$$

حيث أن:

(R_{it}): مردودية السهم (i) في التاريخ (t)؛

(\bar{R}_{it}): المردودية المتوسطة للسهم (i) في الفترة (t)؛

(R_{mt}): مردودية السوق في التاريخ (t)؛

(\bar{R}_{mt}): المردودية المتوسطة للسوق خلال الفترة (t)؛

(n): عدد الفترات المستعملة في حساب المردودية.

وكمثال عن ذلك نستعرض الجدول (1-2) الذي يمثل مجموعة من المعاملات لمجموعة من الشركات

¹ Annaick GUYVARC'H et Arnaud THAUVRON, Manuel De Finance, Sup' Fourcher Edition, Paris, 2009, P:43.

الأمريكية المسعرة في بورصة نيويورك لتداول الأوراق المالية.

الجدول(1-2):معاملات (β) للشركات الأمريكية

Company	Beta
Allergen	0.94
Black and Decker	1.06
Chevron	0.70
Colgate-Palmolive	1.11
Compaq	1.26
Eastman Kodak	0.54
McDonald's	0.93
Merck	0.73
Monsanto	0.89
Walt Disney	1.42

Source: Frank CRUNDWELL, Op.Cit, P:357.

إن غالبية القيم (β) تكون محصورة ما بين (0.4) و (1.8)، يمكن تفسير القيم التي تأخذها (β) كما يلي¹:

- $(\beta) > 1$: معناه أن حركة السهم أكثر تقلبا من إجمالي السوق، وبالتالي فهو أكثر خطورة؛
- $(\beta) = 1$: معناه أن للسهم نفس التغير الذي يطرأ على السوق؛
- $(\beta) < 1$: معناه أن التغير في حركة السهم يكون أقل شدة من باقي السوق.

المبحث الثالث: طرق تقييم السهم

إن الهدف الرئيسي للمستثمر عند شرائه أي سهم هو الحصول على بعض العوائد من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة أو تحقيق بعض المكاسب الرأسمالية المتمثلة في الفارق الإيجابي لأسعار تلك الأسهم عند بيعها، لذلك فإن عملية تقييم السهم تأخذ اهتماما أكبر عند اتخاذ القرار الاستثماري، وقد أوجدت البحوث الحديثة عدة طرق ونماذج لهذا الغرض، أبرزها نماذج تحيين التوزيعات النقدية والتدفقات الحرة المتاحة للملاك، بالإضافة إلى النماذج المقارنة.

المطلب الأول: نماذج تحيين التوزيعات النقدية

تعتبر نماذج تحيين التوزيعات النقدية من النماذج الواسعة الانتشار في مجال تقييم الأسهم، بحيث تقوم على تحيين العوائد المترتبة للسهم والمتمثلة في التوزيعات التي يتحصل عليها طيلة مدة الاحتفاظ بالإضافة إلى سعر

¹ Jean BARREAU et autres, *Gestion Financière*, 15^{ème} Edition, Dundo Edition, Paris, 2008, P:47.

البيع في نهاية الفترة، وبالتالي فإن قيمة السهم تقاس بكل بساطة بالقيمة الحالية لهذين النوعين من التدفقات، وتطبيق هذه النماذج يشترط وضع فرضيات فيما يخص تطور التوزيعات النقدية الموزعة على المساهمين، وكذلك سعر بيع السهم في المستقبل.

أولاً: النموذج العام

عندما يقوم مستثمر بشراء أسهم شركة ما ينتظر مقابل ذلك الحصول على أرباح في شكل توزيعات أو سعر بيع أكبر من السعر الذي دفعه لإقتناء السهم، ويأخذ النموذج العام في الحسبان التوزيعات المستقبلية للسهم على مدار فترة الاحتفاظ إضافة إلى سعر البيع في نهاية الفترة، وبما أن هذه التدفقات لا يتحصل عليها سوى المساهمون فإن عملية التحيين تتم بمعدل العائد المطلوب للشركة المصدرة لهذا الأصل، وعلى هذا المنوال تحسب قيمة السهم كالتالي¹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n} \dots \dots (19.2)$$

حيث:

(P₀): القيمة الحالية للسهم؛

(D_t): التوزيعات النقدية لـ n سنة؛

(P_n): سعر بيع السهم في نهاية الفترة؛

(K): معدل العائد المطلوب.

وإذا ما افترضنا أن قيمة بيع السهم في المستقبل تساوي قيمة التوزيعات المتراكمة، تصبح قيمة السهم مساوية لقيم التوزيعات المستقبلية المحينة من ما لا نهاية، وتكتب العلاقة كالتالي²:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \dots \dots (20.2)$$

فإذا كان سعر السهم المتوقع أكبر من السعر في السوق معناه أن السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة، وإذا ما كان السعر المتوقع أقل من السعر السوقي فهذا دلالة على أن سعر التداول أعلى من القيمة العادلة له، في هذه الحالة ينصح حامله بالبيع في الأجل القصير³.

¹Jonathan BERK and Peter DEMARZO, **Op.Cit**, P:300.

² Frank REILLY and Keith BROWN, **Investment Analysis & Portfolio Management**, 10th Edition, South-Western Edition, Mason, 2012, P:393.

³ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر، القاهرة، 2008، ص148.

إن تطبيق هذه العلاقة على أرض الواقع يعتبر أمراً صعباً، لأن التوزيعات المتعلقة بالسهم لا تكون معلومة مسبقاً، بالإضافة إلى عدم وجود تاريخ لاستحقاق الأسهم، وكذلك صعوبة تحديد معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم، وبالتالي عدم الدقة في تحيين العوائد المتوقعة لإعطاء قيمة واقعية للسهم، الشيء الذي أدى إلى ضرورة إيجاد نموذج بديل لهذا النموذج¹.

ثانياً: نموذج النمو الثابت

بغرض مواجهة صعوبات تطبيق النموذج العام قام (Gordon & Shapiro) بتطوير نموذج ينطلق من النموذج العام، وأضافا إليه فرضية أساسية تتمثل في النمو الثابت للأرباح (g)، وهذا ما ساعدهم على ربط القيمة الحالية للسهم بالتوزيعات المترتبة عنه، وتحصلوا في الأخير على العلاقة التالية²:

$$P_0 = D_1 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^{t-1}}{(1+K)^t} \dots \dots \dots (21.2)$$

على نفس خطى النموذج العام، نموذج النمو الثابت يفترض أن معدل نمو التوزيعات ثابت، في هذه الحالة (g) هو كذلك الربح الرأسمالي أي قيمة بيع السهم، إذن³:

$$P_0 = \frac{D_1}{K-g} \dots \dots \dots (22.2)$$

يتمثل احتمال الخطأ في تطبيق هذا النموذج في سوء تقدير معدل نمو الأرباح (g)، هذا الأخير يمثل معدل نمو مفترض للتوزيعات إلى أجل غير محدد، بحيث لا يمكن أن يكون مساوياً لمعدل نمو أرباح الشركة، وعملية اختيار معدل نمو التوزيعات له أثر على عملية التقييم لذا يستحسن حصر المعدل بدل الاستدلال به كمعدل صريح، كذلك هو الشأن بالنسبة لمعدل العائد المطلوب الذي يعتبر العامل الثاني الذي له تأثير على عملية التقييم، وعلى كل يستحسن استعمال هذا النموذج لتقييم أسهم الشركات التي بلغت مرحلة النضج ولا تترقب معدلات نمو كبيرة لنتائجها⁴.

لمواجهة الصعوبات المتعلقة في تحديد معدل الخصم، تستعمل الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) والتي تحسب بتطبيق العلاقة التالية:

$$R_R = R_F + \beta_i(R_M - R_F) \dots \dots \dots (23.2)$$

بحيث تمثل القيمة (R_M-R_F) المخاطر المترتبة عن الاستثمار في الورقة المالية، التي تقاس بالفرق بين عائد المحفظة الاستثمارية للسوق ومعدل العائد الخالي من المخاطر الذي غالباً ما يأخذ قيمته من معدل الفائدة على

¹ Stephen ROSS and al, **Op.Cit**, P:235.

² Jean BRILMAN et Claude MAIRE, **Op.Cit**, P:81.

³ Zri BODIE et Robert MERTON, **Op.Cit**, P:285.

⁴ Arnaud THAUVRON, **Op.Cit**, P:132.

السندات الحكومية، أما بالنسبة للقيمة (β_i) وكما ذكرنا سابقا فهي تمثل معدل الخطر الإضافي الذي يتوقع المستثمر تحقيقه كمكافأة نظير تحمله خطرا يفوق العائد عديم المخاطرة (R_F) ¹.

ثالثا: نموذج النمو المتعدد

إن الافتراض الذي بني على أساسه النموذج السابق المتمثل في معدل النمو الثابت والوحيد يمكن أن يؤدي إلى سوء تقدير قيمة السهم، ونخص بالذكر في هذا المجال الشركات التي هي في طور النمو حيث تتميز أرباحها بعدم الاستقرار، وللتغلب على هذا المشكل يمكن تقسيم مستقبل الشركة إلى مرحلتين، في بادئ الأمر يتم تحيين التوزيعات بمعدل نمو مرتفع نسبيا كمقابل للوتيرة المتسارعة التي تنمو بها الأرباح، ثم الإنتقال إلى معدل النمو الثابت للتعبير عن مرحلة النضج التي يكون فيها نمو الشركة مستقرا لنحصل في الأخير على العلاقة التالية²:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_1)^t} + \frac{D_{n+1}}{K_2 - g} \times \frac{1}{(1 + K_1)^n} \dots \dots (24.2)$$

حيث:

(D_t) : قيمة الأرباح الموزعة حتى نهاية مرحلو النمو المرتفع؛

(RC_1, RC_2) : معدل العائد المطلوب للمرحلة الأولى والثانية على التوالي؛

(g) : معدل النمو الثابت.

يمثل الجانب الأيسر من المعادلة قيمة السهم في مرحلة النمو المرتفع، بحيث يتم تحيين التوزيعات باستخدام المعدل (K_1) ، أما الجانب الأيمن فيمثل مرحلة النضج التي تتميز بمعدل نمو محدود (g) ، وكذلك انخفاض معدل العائد المطلوب (K_2) نظرا لانخفاض الخطر الذي يتحمله المساهمون، ويكون هذا النموذج ملائما للاستخدام من طرف الشركات التي لديها ريادة في استخدام براءة اختراع لتكنولوجيا معينة، نظرا لأن العوائد المترتبة عن استخدام هذه الأخيرة تكون مضمونة لعدد محدد من السنوات.

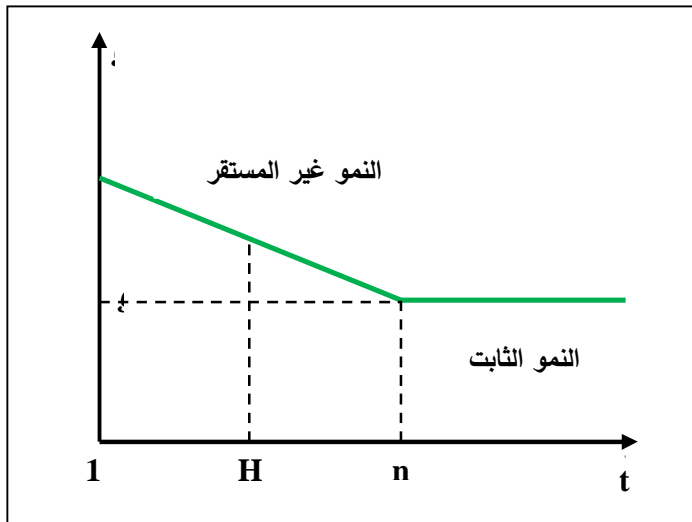
يتطلب التطبيق العملي لهذا النموذج أن تكون الفرضيات الموضوعية للتقييم متناسقة مع الظروف الفعلية للشركة، خاصة فيما يتعلق بمعدل نمو التوزيعات، فلا يعقل أن ينتقل هذا المعدل من (30%) إلى (4%) بين اليوم والآخر على سبيل المثال، لهذا السبب قام Fuller & Hsia (1984) بتقديم نموذج مطور لسابقه، وأطلقا عليه تسمية النموذج (H) الذي افترضنا فيه أن النمو في المرحلة الأولى سيعرف انحدارا خطيا حتى مرحلة التي

¹ Yves-Alain ACH et Catherine DANIEL, Op.Cit, P:75.

² Annaick GUYVARCH et Arnaud THAUVRON, Op.Cit, P:76.

يكون فيها الإستقرار، ويمكن التعبير عن هذه العملية بالشكل التالي:

الشكل(2-3): تطور معدل النمو للنموذج (H)



Source: Arnaud THAUVRON, Op.Cit, p:135.

على عكس النماذج الأخرى لتحسين توزيعات الأرباح، لا يتم الانطلاق في عملية الحساب من التوزيع (D₁) وإنما من آخر توزيع محصل (D₀)، ويكون النموذج كالتالي¹:

$$P_0 = \frac{D_0}{K - g_n} [(1 + g_n) + H(g_a - g_n)] \dots \dots (25.2)$$

حيث:

(H): المعامل الخطي؛

(g_a): معدل النمو المرتفع؛

(g_n): معدل النمو لفترة الثبات.

المطلب الثاني: نماذج تحيين التدفقات النقدية

إن الفرق الأساسي بين صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية والأرباح الموزعة بالنسبة للمستثمر هو أن المعيار الأول يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للأصل، بينما الثاني لا يأخذها في الحسبان على اعتبار أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي تدفق دائم وغير محدد، بذلك فإن قيمة أي أصل من الأصول المالية هي القيمة الحالية للتدفقات التي يدرها ذلك الأصل.

¹ Idem.

أولاً: نموذج تحيين التدفقات النقدية الحرة للاستغلال

عملية التقييم في هذا النموذج وعلى عكس نماذج تحيين توزيعات الأرباح تتم بتحيين قيمة المؤسسة ككل، فمبدأ هذه العملية هو حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المتعلقة بالنتيجة التشغيلية قبل المصاريف المالية وبعد طرح تكاليف تجديد الأصول، ولغرض تحيين إجمالي قيمة المؤسسة يجب استعمال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال كمعدل للخصم بعد طرح قيمة الديون المالية، بذلك تكون عملية الحساب كالتالي¹:

$$v_j = \sum_{t=1}^n \frac{OF CF_t}{(1 + WACC_j)^t} \dots \dots (26.2)$$

حيث:

(v_j): قيمة الشركة (j)؛

(n): عدد الفترات المفترضة إلى (∞)؛

(OF CF_t): التدفقات النقدية الحرة للاستغلال للفترة (t)؛

(WACC_j): المتوسط المرجح لتكلفة رأسمال الشركة (j).

وعلى نفس خطى نموذج تحيين توزيعات الأرباح، يمكن إدراج معدل مفترض لنمو التدفقات النقدية، بحيث إذا ما شملت عملية التقييم شركة بلغت مرحلة النضج أو استقرار معدل النمو، يمكن اعتماد مكافئ نموذج النمو الثابت الذي تم التطرق إليه في المطاب السابق، وتعديله بالشكل التالي²:

$$v_j = \frac{OF CF_1}{WACC_j - g_{OF CF}} \dots \dots (27.2)$$

حيث:

(OF CF₁): التدفقات النقدية الحرة للاستغلال في الفترة₁؛

(g_{OF CF}): معدل النمو الثابت للتدفقات.

يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال العائد الإجمالي الذي يجب على الشركة الحصول عليه خلال دورة حياة أصولها للحفاظ على قيمة أسهمها، ويمثل كذلك العائد المطلوب لأي استثمار للشركة يحمل نفس مخاطر نشاطها، لذلك إذا ما كنا بصدد تقييم التدفقات النقدية نستعمل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال كمعدل خصم، ويحسب كالتالي³:

¹ Frank REILLY and Keith BROWN, **Op.Cit**, P:346.

² David LARRABEE and Jason VOSS, **Valuation Techniques**, John Wiley & Sons Edition, New Jersey, 2013, P:230.

³ Stephen and al, **Op.Cit**, P:458.

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_D \times (1 - t) \dots (28.2)$$

حيث:

(WACC): المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛

(E/V): القيمة السوقية لحقوق الملكية؛

(D/V): القيمة السوقية للديون؛

(R_E): معدل العائد المطلوب؛

(R_D): تكلفة الديون؛

(T_C): الضريبة على أرباح الشركات.

ثانيا: نموذج تحيين التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملاك

يشير مفهوم التدفق النقدي الحر المتاح إلى المبلغ الذي تكون الشركة على استعداد لدفعه كتوزيعات، ويمكن حساب التدفق النقدي الحر المتاح للملاك من خلال إجراء بعض التعديلات على نتيجة الدورة، والمتمثلة أساسا في المصاريف غير النقدية، وتحسب كما يلي¹:

التدفق النقدي الحر المتاح للملاك = الربح الصافي - (النفقات الرأسمالية - خسائر القيمة) - (التغير في رأس المال العامل) + (الإصدارات الجديدة للديون - الديون المدفوعة).....(29.2)

بما أننا بصدد تحيين التدفقات النقدية الحرة للملاك، نستعمل معدل العائد المطلوب (K) كمعدل خصم على عكس النموذج السابق، وتحسب قيمة الشركة كما يلي²:

$$v_j = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K)^t} \dots (30.2)$$

حيث:

(v_j): قيمة الشركة (j)؛

(n): عدد الفترات المفترضة إلى (∞)؛

(FCFE_t): التدفقات النقدية الحرة للملاك في الفترة (t).

أما عن طريقة استخدام هذا النموذج العام، تتوقف عملية التقييم على تحديد وضعية الشركة في دورة حياتها، فإذا كانت تتوقع نموا ثابتا يمكن استخدام نموذج معدل النمو الثابت، أما إذا كانت تتوقع نموا غير ثابت،

¹ Aswath DAMODARAN, *Investment Valuation, Op.Cit*, P:491.

² David LARRABEE and Jason VOSS, *Op.Cit*, P:230.

فيمكن حينئذ استخدام نموذج النمو المتعدد¹.

المطلب الثالث: النماذج المقارنة

يقوم منطق استخدام النماذج المقارنة على تشكيل عينة من أسهم لشركات ما، ثم استخدام طرق موحدة للمقارنة فيما بينها، وتتمثل أهم هذه الطرق في المضاعفات السوقية وفترة الاسترداد بالإضافة إلى القيمة السوقية المضافة.

أولاً: نماذج المضاعفات السوقية

تعتبر المضاعفات السوقية أحد أهم المؤشرات المستخدمة في عملية المقارنة بين الأسهم، ويصب غالبها على مقارنة السعر السوقي للسهم مع أحد المتغيرات المالية أو المحاسبية للشركات المصدرة لهذه الأسهم، ويتم استخدام هذه النماذج خاصة في عملية تقييم الشركات التي لا تقوم بتوزيع أرباحها، وتتمثل في:

1. مضاعف السعر/العائد (PER)

كما ذكرنا سابقاً، يقيس معدل السعر/العائد العلاقة بين سعر السهم وعائده، وتقوم عملية التقييم انطلاقاً من هذا المضاعف بضرب قيمة المضاعف (PER) في ربحية السهم (EPS)، شرط أن تكون ربحية السهم هي نفس القيمة التي تم الاعتماد عليها في حساب المضاعف، بالتالي تصبح قيمة السهم كالتالي²:

$$P_S = PER \times EPS \dots\dots (31.2)$$

2. مضاعف السعر/العائد المرتبط بالسوق (PER_R)

عندما تكون العينة المقارنة متضمنة لأسهم من أسواق مالية مختلفة، يتأثر معدل كل شركة بالسوق الذي تكون مدرجة فيه، ولمحو هذا الأثر يتم قسمة كل معدل على المعدل المتوسط لإجمالي السوق، بعد ذلك تحسب قيمة السهم بالشكل التالي³:

$$P_S = PER_R \times PER_M \times EPS_F \dots\dots (32.1)$$

حيث:

(P_S): سعر السهم؛

(PER_R): معدل السعر/العائد للعينة؛

(PER_M): معدل السعر/العائد للسوق؛

(EPS_F): ربحية سهم الشركة.

¹ Frank REILLY and Keith BROWN, Op.Cit, P:347.

² Robert PAPIN, *Stratégie Pour La Création D'entreprise*, 12^{ème} Edition, Dunod Edition, Paris, 2007, P:259.

³ Jacques TEULIÉ et Patrick TOPSACALIAN, Op.Cit, P:646.

3. مضاعف النمو (PEG)

يحضى هذا المؤشر بنفس الإهتمام الذي يأخذه مضاعف السعر على العائد، فبالإضافة لتحديده المعدل الذي تتضاعف به الأرباح، يضيف متغيرا آخرأ أكثر أهمية، ألا هو النمو المتوقع (g) لهذه الأخيرة، ويحسب المضاعف كالتالي¹:

$$PEG = \frac{PER}{g} \dots \dots \dots (33.2)$$

بالتالي فإن قيمة السهم وفق هذا المضاعف تصبح مساوية لـ²:

$$P_S = PEG_R \times EPS_F \times g_F \dots \dots (34.2)$$

حيث:

(P_S): سعر السهم؛

(PEG_M): مضاعف النمو للعينة؛

(EPS_F): ربحية سهم الشركة؛

(g_F): معدل نمو الشركة.

4. مضاعف السعر/المبيعات (PSR)

يسمح هذا المضاعف بإعطاء قيمة للسهم بناء على رقم الأعمال المحقق، ويستعمل في حالة ما إذا كانت نتيجة السنة المالية سالبة، لكن منطق حساب هذا المعدل هو نفسه بالنسبة لمعدل السعر على العائد، حيث يتم استعمال رقم الأعمال عوضا عن الربح، وتحسب قيمة السهم كالتالي³:

$$P_S = PSR \times SPS \dots \dots (35.2)$$

حيث:

(P_S): سعر السهم؛

(PSR): مضاعف السعر على المبيعات؛

(SPS): المبيعات على عدد الأسهم.

ثانيا: فترة الاسترداد (DR)

يستعمل هذا النموذج لمعرفة الفترة التي يحتاجها المستثمر لاسترجاع تكلفة أصله، وتقوم هذه العملية على الموازنة بين السعر المبدئي والتدفقات المترتبة عن السهم، ولبناء نموذج فترة الاسترداد يجب إضافة فرضيات

¹ Frank REILLY and Keith BROWN, *Op.Cit*, P:159.

² Annaick GUYVARC'H et Arnaud THAUVRON, *Op.Cit*, P:358.

³ Stephen ROSS and al, *Op.Cit*, P:245.

تسمح بتبسيط عملية الحساب، بحيث تقوم هذه الفرضيات على توزيع إجمالي الربح، بالإضافة إلى حيادية الضرائب، وكذلك تفترض أن القيمة المتبقية معدومة، ليصبح النموذج كالتالي¹:

$$DR = \frac{\log \left[\frac{P_0}{E_0} (Q - 1) + 1 \right]}{\log Q} \dots \dots \dots (36.2)$$

تحسب قيمة (Q) بافتراض أن (K) هو معدل العائد المطلوب و (g) هو معدل النمو المفترض، ويعبر عنها وفق العلاقة:

$$Q = \frac{1 + K}{1 + g} \dots \dots \dots (37.2)$$

من خلال المعادلة (36.2) يمكن الوصول إلى نتيجة تسمح بالمقارنة البورصية بين مختلف الأسهم، واختيار القيم التي تشكل المحافظ الاستثمارية، بحيث أن الفرضيات التي بني عليها هذا النموذج تبدو أقرب لخصائص السوق المالي، وتعكس بدرجة أكبر نفسية المستثمرين².

ثالثاً: القيمة السوقية المضافة (MVA)

تقيس القيمة السوقية المضافة الأداء الخارجي للشركة، بتعبير آخر كيف تم قياس أداء الشركة من طرف السوق من منطلق القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية مقارنة برأس المال المستثمر في الشركة، ويتم حسابها كالتالي³:

$$MVA = \frac{P \times CSO}{E} \dots \dots \dots (38.2)$$

حيث:

(P): السعر الجاري للسهم؛

(CSO): مجموع الأسهم المتداولة؛

(E): القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

ولضمان التحليل الدقيق يستحسن متابعة التغيرات التي تطرأ على هذه القيمة مع مرور الزمن، ويكون ذلك بمقارنة التغير السنوي مع التغير الكلي للأسهم والسندات في المتداولة في السوق، لأن القيمة السوقية تتأثر بتغير سعر الفائدة، وكذلك مختلف الأحداث الاقتصادية⁴.

¹ Jean BRILLMAN et Claude MAIRE, **Manuel D'évaluation D'entreprise**, Les Editions D'organisation, Paris, 1990, P :101.

² Jacques TEULIE et Patrick TOPSACALIAN, **Op.Cit**, P:648.

³ Reza RAHGOZAR, **Valuation Mosels And Their Efficacy Predicting Stock Prices**, Iranian Accounting & Auditing Review, No 45, 2005, P:118.

⁴ Frank REILLY and Keith BROWN, **Op.Cit**, P:507.

خلاصة:

تناول هذا الفصل المفاهيم الأساسية والأنواع المختلفة التي يأخذها السهم، والعوامل المؤثرة على سعره السوقي، بالإضافة إلى الطرق المستخدمة في تقييمه، فباعتباره حلقة الربط بين الشركة والسوق المالي، تسعى جميع الشركات إلى إعطاء إشارات حسنة عن أدائها، عن طريق تحسين أداء أسهمها في السوق. السهم كباقي الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى يتأثر بالبيئة الخارجية، التي تصعب في بعض الأحيان مأمورية المسيرين الذين يبذلون قصار جهدهم للتعظيم المستدام لقيمة أسهم شركاتهم، وتحسين أدائها بشكل يستجيب لتطلعات المستثمرين والمساهمين الحاليين. وتتمثل نقطة النهاية في ضرورة الاعتراف بأن للمستثمرين أهداف وتوجهات مختلفة، فبعضهم يتبنى موقفا قصير الأجل، بينما يتبنى البعض الآخر الاستثمار على المدى الطويل، هذا ما من شأنه أن يؤثر على الطرق والوسائل المستخدمة في إعطاء السهم قيمته العادلة.

الفصل الثالث:

النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع
الأرباح على سعر السهم

المبحث الأول: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر
السهم في ظل فرضيات كفاءة السوق؛

المبحث الثاني: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر
السهم في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق؛

المبحث الثالث: النماذج المستخدمة لاختبار مصداقية
نظريات توزيع الأرباح.

تمهيد

من أكثر الموضوعات إثارة للاهتمام في فكر الإدارة المالية المعاصرة هو الطريقة التي بموجبها يتم التصرف بالأرباح المحققة، فما بين توزيعها وإعادة استثمارها في الشركة وجدت الكثير من النظريات والمقاربات الفكرية، بعضها ينظر إلى عملية توزيع الأرباح مسألة لا بد منها ويبنى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح سوف تؤثر بشكل مباشر في القيمة السوقية للسهم، والبعض الآخر يرى أن هذه العملية حيادية وليس لها أي أثر على ثروة الملاك.

بعد التطرق للإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح ومحددات القيمة السوقية للسهم، سنحاول في هذا الفصل التطرق للنظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وعرض مختلف المقاربات التفسيرية ووجهات النظر التي حاولت تحليل العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بسعر السهم.

على ضوء ما سبق سيتم تقسيم هذا الفصل كالتالي:

المبحث الأول: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل فرضيات كفاءة السوق؛

المبحث الثاني: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق؛

المبحث الثالث: النماذج المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.

المبحث الأول: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في ظل فرضيات كفاءة السوق

تقوم فرضية كفاءة السوق على جملة من الاعتبارات تجعل من السوق مثالياً، وينطلق مبدأ التحليل في ظل هذه الفرضية على جعل مجمل العوامل ثابتة، وإعطاء العوامل التي تتميز بنوع من الديناميكية صيغة حيادية، إلا أن تقدير حالة التأكد تبقى نقطة جد مهمة للوصول إلى نتائج واقعية، وعلى ضوء ذلك سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى قسمين، نتطرق في الجزء الأول إلى المقاربات النظرية لفرضيات كفاءة السوق في ظل التأكد التام والثاني في ظل عدم التأكد.

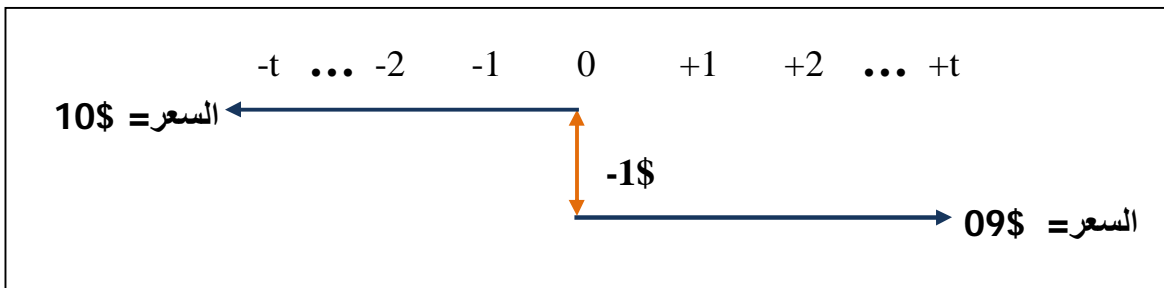
المطلب الأول: سياسات التوزيع في ظل التأكد التام

تعتبر فرضية التأكد التام نظرية أكثر من كونها واقعية، إلا أنها تسمح ببناء تصور عملي للنظريات التي تتميز بنوع من التعقيد وتعدد العوامل المؤثرة، ففي المقاربات التي سنتطرق إليها في هذا المبحث يمكن القول أنها ساعدت الباحثين على الوصول إلى نتائج ذات مصداقية على الرغم من التفاوت في الاستنتاجات.

أولاً: مقارنة (Modigliani & Miller (1961)

أوضح كل من Modigliani & Miller (1961) أن المستثمرين لا يبالون إذا ما قامت الشركة بتوزيع الأرباح أو احتجازها، ففي الحالة الأولى يتحصل المساهم على التوزيع لكن لا يطرأ أي تغيير على ثروته، لأن قيمة السهم ستخفض بنفس مقدار الربح الموزع كما يوضحه الشكل (1-3)، أما في الحالة الثانية فلا يطرأ أي تعديل على القيمة السوقية للسهم لأن الربح يبقى بحوزة الشركة، ففي كلا الحالتين يبقى للمستثمر نفس الثروة¹.

الشكل (1-3): أثر توزيع الربح على قيمة السهم



Source: Stephen ROSS and al, Op.Cit, P:563.

¹ Arnaud THAUVRON, Op.Cit, P:140.

واعتمد (M&M (1961 في تحليلهما على مجموعة من الافتراضات، تتمثل في¹:

1. كفاءة سوق رأس المال

في ظل هذه الفرضية لا يمكن لأي بائع أو مشتري أو مصدر للأوراق المالية أن يؤثر على اتجاه السهم في السوق، فلجميع المتعاملين نفس المعلومات فيما يخص مجرى السهم، كذلك يفترض عدم وجود تكاليف الإصدار أو المعاملات، بالإضافة إلى حيادية الضرائب، سواء ما بين التوزيع والاحتجاز، أو بين الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية.

2. التصرف الرشيد

تعني هذه الفرضية أن المستثمرين يفضلون دائماً زيادة ثروتهم، ولا يبالون إذا ما كانت هذه الزيادة في شكل توزيعات نقدية أو زيادة في السعر السوقي لأسهمهم.

3. التأكد التام

تحت فرضية التأكد التام تكون الاستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مسبقاً، ففي هذه الحالة لا يوجد مجال للتفريق بين الأسهم والسندات أو أي ورقة مالية أخرى كمصدر للتمويل، بالتالي تصبح بمثابة ورقة مالية واحدة.

يحتكم المبدأ الأساسي لتحليل الأسهم في ظل الافتراضات السابقة إلى تساوي القيمة السوقية للسهم ومعدل العائد المتمثل في التوزيعات النقدية إضافة إلى الأرباح الرأسمالية لكل وحدة نقدية مستثمرة، بالتالي يصبح للأسهم قيم متكافئة فيما بينها، ويعبر عنها بالعلاقة التالية²:

$$p(t) = \frac{D_j(t) + p_j(t+1) - p_j(t)}{p_j(t)} \dots \dots (1.3)$$

ويتبسيط العلاقة السابقة نحصل على:

$$p_j(t) = \frac{1}{1 + p(t)} [D_j(t) + p_j(t+1)] \dots \dots (2.3)$$

حيث:

$D_j(t)$: الربح الموزع للسهم الواحد للشركة (j) خلال الفترة (t)؛

$p_j(t)$: سعر سهم الشركة (j) خلال الفترة (t) و (t-1) على التوالي.

¹ Franco MODIGLIANI and Merton MILLER, **Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares**, Chicago Journal Of Business, Vol.34, No.4, 1961, P:412.

² Idem.

من العلاقة (2.3) يمكن الوصول إلى أن لحاملي الأسهم الضعيفة العائد والمرتفعة السعر القدرة على زيادة ثروتهم من خلال بيع هذه الأسهم، وإعادة استثمار المبلغ المجمع في أسهم أخرى تضمن لهم عائد أكبر، فمن شأن هذه العملية أن تؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم الضعيفة العائد، وارتفاع قيمة الأسهم المرتفعة العائد للمستوى الذي يجعل من عائد كلا النوعين من الشركات متساويا، ولإظهار تأثير سياسة توزيع الأرباح يجب تعديل المعادلة السابقة بشكل يسمح بإعطاء قيمة للشركة ككل بدلا من سعر سهمها، كالتالي¹:

$$V(t) = \frac{1}{1 + p(t)} [D(t) + n(t) p(t + 1)] \dots \dots (3.3)$$

كما يمكن تبسيط العلاقة السابقة كمايلي:

$$V(t) = \frac{1}{1 + p(t)} [D(t) + V(t + 1) - m(t + 1) p(t + 1)] \dots \dots (4.3)$$

حيث:

n(t): عدد الأسهم المسجلة في بداية الفترة (t)؛

m(t+1): الإصدارات الجديدة للأسهم خلال الفترة (t) وقبل p(t+1)؛

n(t+1): عدد الأسهم المسجلة في بداية الفترة n(t) إضافة للإصدارات الجديدة m(t+1)؛

V(t): القيمة السوقية للشركة؛

D(t): إجمالي التوزيعات النقدية الموزعة خلال الفترة (t).

تمنح هذه المعادلة ميزة التفسير الدقيق للأوجه الثلاثة التي يمكن بموجبها أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة V(t) وبالتالي السعر السوقي لأسهمها P(t)، فالتوزيعات الجارية سوف تؤثر على قيمة الشركة من خلال التوزيعات الجارية D(t)، كما يمكن للتوزيعات أن تؤثر على قيمة الشركة بطريقة غير مباشرة من خلال القيمة السوقية للشركة في تاريخ نهاية الحق في التوزيعات v(t+1) إذا ما كان لهذه الأخيرة علاقة بسياسة التوزيع المستقبلية، أو إذا ما خلقت التوزيعات الحالية معلومات عن الحالة المستقبلية لهذه التوزيعات، أما الاحتمال الثالث والأخير فيتمثل في القيمة [m(t+1) p(t+1)] التي هي تعبير رياضي عن الأسهم المصدرة خلال الفترة (t)، فكلما كانت التوزيعات مرتفعة أدى ذلك لضرورة الزيادة في رأس المال اللازم لتمويل الاستثمارات.

وللإجابة على التساؤل القائم حول السياسة المثلى لتمويل الاستثمارات، أي تخفيض التوزيعات والاعتماد

على الأرباح المحتجزة، أو الزيادة في التوزيعات وإصدار أسهم جديدة، حاول (M&M, 1961) تقديم تفسير لهذه

¹ Ibid, P:413.

الإشكالية من خلال التعبير عن الأسهم المصدرة خلال الفترة $[m(t+1) p(t+1)]$ بدلالة التوزيعات الحالية $D(t)$ ، بافتراض أن $I(t)$ هو المستوى المطلوب من الاستثمارات و $X(t)$ إجمالي ربح الشركة للفترة الجارية، بالشكل الذي يجعل مبلغ رأس المال الخارجي المطلوب مساويا لما يلي¹:

$$m(t + 1)p(t + 1) = I(t) - [X(t) - D(t)] \dots (5.3)$$

وبتعويض العلاقة (5.3) في العلاقة (4.3) نحصل على:

$$V(t) = \frac{1}{1 + p(t)} [X(t) - I(t) + V(t + 1)] \dots (6.3)$$

يمكن ملاحظة أن $D(t)$ لا تظهر مباشرة في المعادلة السابقة، بالإضافة إلى أن جميع المتغيرات المحتواة بالمعادلة مستقلة عن التوزيعات الحالية، سواء كان ذلك حسب طبيعتها أو حسب الافتراضات المقدمة، بالتالي يمكن القول أن قيمة الشركة مستقلة تماما عن قرار توزيع الأرباح.

ثانيا: مقارنة (1962) Gordon

اقترح (1962) Myron Gordon نموذج تقييم يربط القيمة السوقية للسهم مع توزيعات الأرباح المرتبطة به، فبعد دراسته لتأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم وجد أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة السهم حتى في ظل فرضية كفاءة سوق رأس المال، وبرر وجهة نظره بأن المستثمرين يفضلون التوزيعات النقدية الحالية على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، نظرا لكون المخاطر المرتبطة بالأرباح الرأسمالية المستقبلية كبيرة معارضا بذلك اقتراحات (1961) Modigliani & miller، وأضاف أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح والسعر السوقي للسهم حتى في ظل تساوي معدل العائد الداخلي مع معدل العائد المطلوب². بنى (1962) Gordon وجهة نظره على جملة من الافتراضات لغرض التفسير الرياضي لنموذجه، وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي³:

1. عدم وجود تمويل خارجي، أي أن الشركة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها؛
2. عدم وجود الضرائب سواء بالنسبة للشركة أو على دخل المستثمر؛
3. ثبات معدل العائد المتوقع على الاستثمارات؛
4. ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمارات؛
5. ثبات معدل نمو الشركة؛

¹ Ibid, P:414.

² Mohammad HASHEMIJOO and al, *The Impact Of Dividend Policy On Share Price Volatility In The Malaysian Stock Market*, Journal Of Business Studies Quarterly, Multimedia University, Malaysia, Vol.04, No.01, 2012, P:114.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص325.

6. ثبات نسبة توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية؛

7. معدل العائد المطلوب على الاستثمارات أكبر من معدل النمو.

وكما سبق وأن أشرنا إليه في الفصل السابق، يقوم نموذج Gordon (1962) على أن القيمة السوقية للسهم

تساوي إلى القيمة الحالية لعدد لا نهائي من التوزيعات، وذلك كمايلي¹:

$$P = \frac{D_1}{(1+K)^2} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} = \sum_{n=\infty}^{n+1} \frac{D_n}{(1+K)^n} \dots \dots (7.3)$$

حيث يمكن تحويل المعادلة السابقة لتصبح بالشكل التالي:

$$P = \frac{D_1}{(K-g)} \dots \dots \dots (8.3)$$

وبما أن التوزيعات ما هي إلا ربحية السهم (r) مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات (1-EB) تصبح

المعادلة السابقة كمايلي:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(K-g)} \dots \dots \dots (9.3)$$

وبما أن (g) تساوي النسبة المئوية للأرباح المحتجزة (EB) مضروبة في معدل العائد المتوقع على

استثمارات الشركة (\hat{k}) تصبح المعادلة السابقة كمايلي:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(K-EB \times \hat{k})} \dots \dots \dots (10.3)$$

وبالتالي عند تساوي معدل العائد المطلوب على الاستثمارات مع معدل العائد المتوقع تصبح المعادلة:

$$P = \frac{r}{K} \dots \dots \dots (11.3)$$

في هذه الحالة قد تتلاقى وجهة نظر Gordon (1962) مع M&M (1961)، فتكون سياسة التوزيع ذات أثر

حيادي على قيمة السهم نظرا لتساوي معدل العائد المطلوب والمعدل المتوقع، في حين إذا كان معدل العائد

المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب تجد الشركة نفسها أمام حتمية توزيع كافة الأرباح نظرا لعدم وجود فرص

استثمارية، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب يستحسن على الشركة احتجاز

أرباحها لإعادة استثمارها في الشركة.

المطلب الثاني: سياسات التوزيع في ظل عدم التأكد

حاول كل من M&M (1961) و Gordon (1962) تفسير نظرتهم اتجاه تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص130.

السهم في ظل فرضية التأكد التام، حيث أوضح كل من M&M (1961) أن سياسة توزيع الأرباح حيادية أي عديمة التأثير، وعارض Gordon (1962) هذه الفكرة باعتباره أن لسياسة توزيع الأرباح أثر واضح على سعر السهم، لذلك سنقوم بإسقاط فرضية التأكد التام لمعرفة تفسير كل منهما في ظل هذه الإضافة.

أولاً: مقارنة M&M (1961)

لم يختلف تفسير كل من M&M (1961) لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في ظل عدم التأكد عن سابقه، حيث أصر الباحثان على عدم ملائمة التوزيعات سواء في ظل التأكد التام أو في ظل إسقاط هذه الفرضية، وقاما بتوضيح وجهة نظرهما عن طريق إعطاء مثال عن شركتين متساويتين من حيث الأرباح المحققة (X_0) ، مجموع الاستثمارات (I_0) ، وكذلك من حيث الأرباح الموزعة للفترة الأولى (D_1) ، بالتالي الطريقة الوحيدة التي يمكن بموجبها ملاحظة اختلاف بين الشركتين هي التوزيعات المقررة للفترة (0) ، معنى ذلك أن¹:

$$X_1(t) = X_2(t) \Rightarrow t = 0 \rightarrow \infty \dots \dots \dots (12.3)$$

مع

$$I_1(t) = I_2(t) \Rightarrow t = 0 \rightarrow \infty \dots \dots \dots (13.3)$$

و

$$D_1(t) = D_2(t) \Rightarrow t = 1 \rightarrow \infty \dots \dots \dots (14.3)$$

وبالعودة للعلاقة (4.3) التي اتخذت كمنطلق للتحليل في ظل فرضية التأكد التام، يصبح عائد المساهم في

الفترة الحالية $R(0)$ سواء بالنسبة للشركة (1) أو (2) كالتالي:

$$R(0) = D(0) + V(1) - m(1)p(1) \dots \dots \dots (15.3)$$

حيث:

$R(0)$: عائد المساهم في الفترة (0) ؛

$D(0)$: الأرباح الموزعة في الفترة (0) ؛

$V(0)$: قيمة الشركة في الفترة (1) ؛

$m(1)p(1)$: الأسهم المفترض إصدارها خلال الفترة (1) .

بينما العلاقة بين الأرباح الموزعة للفترة الحالية $D_1(0)$ والإصدارات الجديدة من الأسهم $[m_1(1)p_1(1)]$ تبقى

كما هي موضحة في العلاقة (5.3)، أي²:

$$m_1(1)p_1(1) = I_1(0) - [X_1(0) - D_1(0)] \dots \dots \dots (16.3)$$

¹ Franco MODIGLIANI and Merton MILLER, Op.Cit, P:428.

² Ibid, P:429.

وبتعويض العلاقة (16.3) في العلاقة (15.3) سواء بالنسبة للشركة (1) أو (2) تصبح المعادلة كما يلي:

$$R(0) = X(0) - I(0) + V(1) \dots \dots (17.3)$$

بمقارنة عائد المساهمين في كل من الشركتين أي $R_1(0)$ و $R_2(0)$ ، يمكن استنتاج أن قيمة كل شركة ستتأثر بالأرباح المتوقعة، حجم الاستثمارات والأرباح المقررة للفترة الأولى فما فوق، مع الإشارة إلى أن هذه الافتراضات متساوية لكلا الشركتين، بالتالي المستثمرون في كلا الشركتين يتوقعون أن تكون قيمة الشركة $V_1(0)$ مساوية لقيمة الشركة $V_2(0)$ ، أي أن عائد المساهم في الشركة الأولى $R_1(0)$ ، يساوي عائد المساهم في الشركة الثانية $R_2(0)$ ، بكل استقلالية عن الأرباح الموزعة في الفترة الحالية $D(0)$.

ثانياً: مقارنة عصفور في اليد

لا يتفق (1962) Gordon مع أفكار (1961) M&M في تحليلهما لتأثير سياسة التوزيع على ثروة الملاك حتى في ظل عدم التأكد، إذ يعتقد أن لهذه السياسة تأثير على قيمة الشركة، ولتأكيد وجهة نظره فقد قدم نموذج أطلق عليه تسمية عصفور في اليد (Bird in Hand Model) الذي يقوم على فكرة منطقية مؤداها أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقعة الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقعة الحصول عليها في العام الذي يليه، وعليه إذا كانت قيمة الشركة تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات على فرض أن الشركة ممولة بالكامل عن طريق حقوق الملكية فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام لآخر، وهذا ما تعكسه المعادلة التالية¹:

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1 + K_n)^n} = \frac{D_1}{(1 + K_1)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_1)^{\infty}} \dots \dots (18.3)$$

حيث:

$$(K_1 < K_2 < \dots < K_{\infty}) \dots \dots (19.3)$$

وإذا ما قررت الشركة احتجاز الأرباح التي كانت مقرراً توزيعها على الملاك في نهاية السنة الأولى، وقامت باستثمارها بمعدل استثمار متوقع (K)، على أن يضاف العائد على هذا الاستثمار لنمو توزيعات السنوات التالية (g)، في هذه الحالة ستظهر المعادلة التالية:

$$P = \frac{D_0}{(1 + K_1)^1} + \frac{D_2 + (D_1 \times g)}{(1 + K_2)^2} + \frac{D_3 + (D_1 \times g)}{(1 + K_3)^3} + \dots + \frac{D_{\infty} + (D_1 \times g)}{(1 + K_{\infty})^{\infty}} \dots \dots (20.3)$$

وبمقارنة المعادلة (20.3) مع المعادلة (18.3) يتضح أن قيمة الشركة في ظل المعادلة الأولى تفوق قيمتها في ظل المعادلة الثانية، حتى إذا كان متوسط معدل الخصم أي متوسط معدل العائد المطلوب على الاستثمار

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 679.

يساوي معدل العائد على الاستثمار، يرجع ذلك إلى أن متوسط قيمة (K) في المعادلة الأولى يقل عن مثيله في المعادلة الثانية، وطالما هنالك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم، فإن القيمة السوقية للأسهم في ظل المعادلة الأولى تفوق قيمتها في ظل المعادلة الثانية، وإذا كان الأمر كذلك فإن إجراء توزيعات من عدمه لا بد وأن يترك أثر على القيمة السوقية للشركة.

ومما يجدر ذكره في هذا الصدد أن نموذج Gordon (1962) يقوم على فكرة العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد، أي أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات، أما إذا تجاهلنا العلاقة بين الزمن ودرجة التأكد، وهو أمر يترتب عليه ثبات معدل الخصم، فإن سياسة التوزيعات لا يكون لها أثر على القيمة السوقية للأسهم العادية، وذلك في حالة تساوي قيمة (K) مع (K^*) إذ ستكون القيمة الحالية لعائد الأرباح المحتجزة في ظل المعادلة الثانية مساوية تماما لقيمة التوزيعات في السنة الأولى في المعادلة (18.3) نظرا لأن هذا العائد ثابت، كما أنه دائم أي يستمر إلى ما لانهاية¹.

أثبتت وجهة نظر Gordon (1962) أن توزيع الأرباح سيساعد على حل مشكلة عدم التأكد عند المستثمرين الذين يرون أن توزيع الأرباح عبارة عن عصفور في اليد كما سبق الإشارة إليه، وأن الأرباح الرأسمالية عبارة عن عصفور في الغصن، كذلك فإن نمو الأرباح الرأسمالية لا وجود له في المستقبل، بالتالي فالمستثمرون في الشركات التي تدفع توزيعات سيقومون بحل مشكلة عدم التأكد على عكس المستثمرين في الشركات التي تقوم باحتجاز أرباحها².

المبحث الثاني: سياسة التوزيع وأثرها على سعر السهم في ظل إسقاط فرضيات

كفاءة السوق

يختلف منطق التحليل في ظل إسقاط فروض السوق الكفاء عن سابقه، بحيث يكون التحليل في ظل فرضية كفاءة السوق نظريا أكثر مما هو واقعي، ولهذا الغرض سنقوم في هذا المبحث بإسقاط فرضية عدم وجود الضرائب، بالإضافة إلى تكاليف الإصدار والمعاملات، ثم سنتطرق لمحتوى سياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي.

¹ نفس المرجع السابق.

² Owen JAKATA and Philimon NYAMUGURE, **Op.Cit**, P:676.

المطلب الأول: سياسة التوزيع في ظل وجود الضرائب، تكاليف الإصدار والمعاملات

كخطوة أولى لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم في ظل إسقاط فروض السوق الكامل، سنقوم بالتطرق للمحتوى الضريبي لهذه السياسة، والأثر الذي يطرأ على سعر السهم في حالة وجود كل من معدل الضريبة على التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية، ثم التطرق للحالة التي يكون فيها تكاليف للإصدار إضافة إلى تكاليف المعاملات.

أولاً: سياسة التوزيع في ظل وجود الضرائب

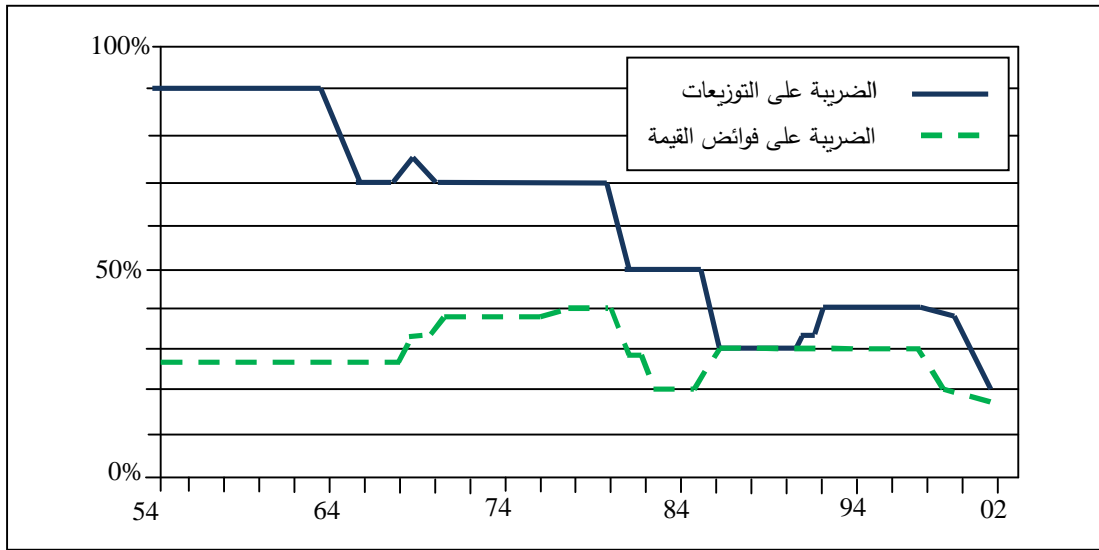
تحاول نظرية التمييز الضريبي توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، وتأخذ مركزاً مضاداً مع نظرية عدم ملائمة التوزيعات، أي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة مع الضريبة على التوزيعات، ووفقاً لنظرية التمييز الضريبي يجب على الشركات أن تدني التوزيعات إلى أدنى مستوى إذا كانت رغبة في تعظيم قيمة أسهمها¹.

فافتراض (M&M (1961) المبني على عدم وجود الضرائب سواء على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، لا يعبر عن الواقع المعاش، فعادة ما يدفع المستثمرون ضرائب على دخولهم من التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية ولكن بمعدلات مختلفة، وفي كثير من الأحيان تكون معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من معدلات الضريبة على التوزيعات كما يوضحه الشكل (3-2)، لذلك يميل المستثمرون لتفضيل الأرباح الرأسمالية على التوزيعات نظراً لانخفاض الضرائب على الأرباح الرأسمالية مقارنة بنظيرتها، أما السبب الثاني فهو أن المستثمرين لن يدفعوا الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلا عندما يقوموا ببيع ما يملكون من أسهم، وبالتالي سوف تكون القيمة الحالية للضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من القيمة الحالية للضريبة على التوزيعات، وهو ما يعني أن المستثمرين في ظل تفضيلهم للأرباح الرأسمالية على التوزيعات سيحققون أيضاً وفراً ضريبياً².

¹ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر -، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010، ص 87.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص 339.

الشكل (2-3): تطور معدل الضريبة على التوزيعات و فوائض القيمة في الولايات المتحدة



Source: Aswath DAMODARAN, *Pratique De La Finance D'entreprise*, 1^{ère} Edition, De Boeck Edition, Paris, 2010, P:467.

يختلف معدل الضريبة المفروض على التوزيعات حسب طبيعة المستثمر سواء كان شخصا طبيعيا أو اعتباريا، بالتالي يصعب دراسة نوعية المستثمرين وتحديد رغباتهم فيما يخص الأرباح الموزعة أو الأرباح الرأسمالية، لكن ما يمكن قوله أن للتمييز الضريبي أثر واضح على حركة سعر السهم، ويمكن التأكد من ذلك عن طريق قياس التغير الذي يطرأ على السهم في تاريخ نهاية الحق في التوزيعات (ex-dividend date) ومقارنته مع مقدار التوزيع المقرر إجرائه، ففي هذا التاريخ ستتخف القيمة السوقية للسهم كتعبير عن فقدان الحق في الحصول على التوزيعات للمشتري الذي يرغب في الحصول على السهم بعد هذا التاريخ.

ولملاحظة الأثر الحاصل بين الانخفاض في سعر السهم والمعدل المفروض على التوزيعات، نفترض أن مستثمرا ما قام بشراء أسهم أحد الشركات بالسعر (P) قبل تاريخ نهاية الحق في التوزيع، وأن مقدار الربح المقرر توزيعه هو (D)، ولكل مستثمر في الشركة القدرة على بيع أسهمهم قبل هذا التاريخ بالسعر (P_B)، أو الانتظار حتى هذا التاريخ والحصول على الربح المقرر توزيعه ثم بيع السهم بالسعر (P_A)، مع الأخذ بعين الاعتبار أن (T₀) هو معدل الضريبة المفروض على التوزيعات النقدية و (T_{CG}) المعدل المفروض على الأرباح الرأسمالية، بالتالي يعبر على التدفق النقدي المحصل عليه من قبل المستثمر الذي قرر بيع أسهمه قبل فقدان الحق في التوزيع كالاتي¹:

¹ Idem.

$$CF_B = P_B - (P_B - P) \times T_{CG} \dots \dots (21.3)$$

في حين إذا ما انتظر لحين إجراء التوزيع، يصبح التدفق النقدي المحصل عليه كالتالي:

$$CF_A = P_A - (P_B - P) \times T_{CG} + D(1 - T_o) \dots \dots \dots (22.3)$$

فإذا كان التدفق النقدي المحصل عليه من بيع السهم قبل تاريخ نهاية الحق في التوزيع أكبر من التدفق النقدي المحصل عليه إذا ما تم بيع السهم بعد هذا التاريخ، يعتبر من صالح المستثمرين بيع أسهمهم قبل هذا التاريخ، والعكس إذا ما كان التدفق النقدي المحصل من بيع السهم بعد التاريخ السالف الذكر فالأفضل هو الاحتفاظ بالسهم لحين هذا التاريخ ثم القيام ببيعه.

أما المساهمون الذين يحوزون على غالبية الأسهم فهم غير معنيين بالعملية السابقة، معنى ذلك أن التدفق النقدي المحصل عليه من قبلهم سواء قبل هذا التاريخ أو بعده سيكون متساويا، أي¹:

$$P_B - (P_B - P) \times T_{CG} = P_A - (P_B - P) \times T_{CG} + D(1 - T_o) \dots \dots (23.3)$$

وبتبسيط العلاقة السابقة تصبح:

$$\frac{P_B - P_A}{P} = \frac{1 - T_o}{1 - T_{CG}} \dots \dots \dots (24.3)$$

كنتيجة لذلك يمكن القول أنه إذا كان $(P_B - P_A < D)$ ستكون الضريبة المفروضة على التوزيعات كبيرة من وجهة نظر المستثمر الذي يحوز على الأغلبية، أما إذا كان $(P_B - P_A > D)$ سينتقل هذا الأثر إلى الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

وحتى في ظل تساوي معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، كما هو الحال في ظل النظام الضريبي الأمريكي، فبالرجوع إلى الشكل (2-3) يمكن ملاحظة أن هذين المعدلين متطابقان عند معدل (30%) في سنة (1986)، إلا أن هدف المستثمر يبقى على ما هو عليه، ويضل لاحتجاز الأرباح أثره المرغوب على القيمة السوقية للشركة، فاحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها يعطي مرونة للمستثمر، إذ يمكنه من تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية إذا ما قرر الاحتفاظ بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع، بالإضافة إلى أنه كلما طالت فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة، وبالتالي القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود، مقابل ذلك سترتفع القيمة السوقية للسهم وتزداد بذلك جاذبيته لدى المستثمرين.

يمكن لهذا المحتوى أن يتغير إذا ما كانت هناك تسهيلات ضريبية، ففي حالة المستثمر المؤسسي كصناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، الذين يستوي عندهم أن يحصلوا على مستحقاتهم في شكل توزيعات أو أرباح

¹ Ibid, P:471.

رأسمالية، بالإضافة إلى ذلك هناك بعض الأنظمة الضريبية كالنظام الضريبي الأمريكي الذي يمنح إعفاء قدره (80%) من التوزيعات التي تحصل عليها شركة ما نظير استثمارها في رأسمال شركة أخرى.

ومع هذا يمكن القول أن تفضيل فئة معينة من المستثمرين للدخل المتمثل في التوزيعات هو حالة استثنائية، أما الأساس فهو أنه حتى في ظل تساوي معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، فإن القيمة الحالية لصافي الدخل بعد الضريبة هو في صالح الأرباح الرأسمالية، بما يعني أنه في ظل ثبات العوامل الأخرى على حالها، قد يكون لاحتجاز الأرباح تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركة¹.

ثانياً: سياسات التوزيع في ظل وجود تكاليف الإصدار والمعاملات

ناقش (M&M 1961) أن كل من التمويل الداخلي والتمويل الخارجي يقفان على قدم المساواة، حيث أنه إذا قامت الشركة بتوزيع أرباحها فبإمكانها تنفيذ خططها الاستثمارية عن طريق الاعتماد على التمويل الخارجي، ولن تتأثر بذلك ثروة الملاك سواء قامت الشركة باحتجاز الأرباح أو جزء منها أو قامت بإصدار أسهم جديدة، وهذا في الواقع غير صحيح من الناحية العملية، حيث يرتبط بعملية طرح الأسهم والسندات تكاليف معاملات مثل تكلفة إصدار وترويج الأوراق المالية، بالإضافة إلى تكاليف المعاملات الخاصة بالإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات، مما يعني أن التمويل الخارجي سيكون أكثر تكلفة من التمويل الداخلي، وعلى ذلك سوف تكون الأرباح المحتجزة مصدراً أكثر جاذبية للشركات عن التمويل الخارجي².

كما يشير (M&M 1961) إلى أنه إذا لم تكفي التوزيعات التي تجريها الشركة لتلبية حاجات المستثمر فبإمكانه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها، أما إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجه، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم الشركة، غير أن هناك العديد من الأسباب التي تعقد نوعاً ما هذه العملية، يتمثل السبب الأول في وجود تكلفة المعاملات التي يدفعها المستثمر للسماحة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع الأوراق المالية، ومما يزيد من عمق المشكلة أن جانباً كبيراً من تكلفة المعاملات هو من النوع الثابت، فإذا ما قرر المستثمر بيع عدد صغير من الأسهم ستكون تكاليف المعاملة مرتفعة، بعبارة أخرى قد يكون من الأفضل للمستثمر أن تتبع المؤسسة سياسة توزيع تناسبه بدلاً من قيامه بتشكيل هذه السياسة نظراً لتكلفة المعاملة، أما السبب الثاني هو وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية، ما يعني أن المستثمر سيكون مضطراً لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجه، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 368-369.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 340.

التوزيعات يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء¹.

المطلب الثاني: سياسة التوزيع في الواقع العملي

بعد إسقاط جميع الافتراضات التي تم اعتمادها لتفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم في ظل كفاءة السوق، سنقوم كخطوة ثانية بدراسة هذا الأثر في الواقع العملي وذلك بالتطرق للمحتوى المعلوماتي لهذه السياسة، بالإضافة للأثر الذي تتركه هذه السياسة لدى المستثمرين باعتبارها أداة ترويجية لأسهم الشركة، وأخيرا سنمر إلى تطبيق هذه السياسة في ظل نظرية التزود بالتوزيعات.

أولا: المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح

تعطي نظرية الإشارة إطارا نظريا للقيمة المعلوماتية للتوزيعات، نظرا لاعتبار سياسة توزيع الأرباح أهم الإشارات التي يقوم المسيريون بإرسالها للسوق المالي للتعبير عن حالة الشركة أو لتغطية المشاكل العويصة التي تعصف بها، وتتمثل نقطة الانطلاق لهذه النظرية في ضرورة الاعتراف بعدم وجود تماثل للمعلومات بين جميع المتعاملين في السوق المالي، فالمسيريون وكبار المساهمين يتمتعون بقدر أكبر وأدق من المعلومات عن الحالة المستقبلية للمنشأة مقارنة بالأقليات، نتيجة لذلك لا يصدق المساهمون كل تصريحات المسيرين إلا إذا كانت مرفقة بقرائن فعلية ومسقطة على أرض الواقع حتى يكون لها نوعا من المصادقية، ولا تفسر على أنها إشارات مغالطة².

تقترح نظرية الإشارة أن الشركات ملزمة بإرسال إشارات لا يمكن تقليدها من طرف الشركات الأخرى التي ليس لها قدرة على خلق الأرباح، فزيادة نسبة توزيع الأرباح يعتبر أحد أهم هذه الاقتراحات، إلا أنه يترتب عليه تكلفة جديدة للشركة، لأنها ستجد نفسها أمام الالتزام بالمحافظة على هذه الزيادة في المدى الطويل، وقد أشارت أبحاث (1956) John Lintner إلى أن المسيرين يعارضون فكرة التغيير في سياسة توزيع الأرباح، فمن خلال إجراءاته للعديد من المقابلات مع المدراء التنفيذيين للشركات، اكتشف أن الاهتمام الأكبر للمسيرين عند صياغة سياسة توزيع الأرباح يكون في معدل التوزيع وليس قيمة التوزيعات، وأضاف كذلك أن المسيرين لا يغيرون هذا المعدل إلا إذا كان هناك نمو فعلي ومستمر للأرباح، وقام بصياغة نموذج الذي يقيس هذا التغيير كالتالي³:

$$\Delta D_{i,t} = a_i + c_i(D^*_{i,t} - D_{i,(t-1)}) + u_{i,t} \dots \dots (25.3)$$

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص371.

² Aymen TURKI, *Le Rôle De La Politique De Dividendes Dans Le Cadre Des Operations De Fusions-Acquisitions*, Thèse De Doctorat, Université Lille 2, France, 2013, P:24.

³ John LINTNER, *Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes*, The American Economic Review, Vol.46, N.02, 1956, P:107.

حيث:

$(D_{i,t}^*)$: معدل التوزيع المستهدف مضروباً في الربح الجاري؛

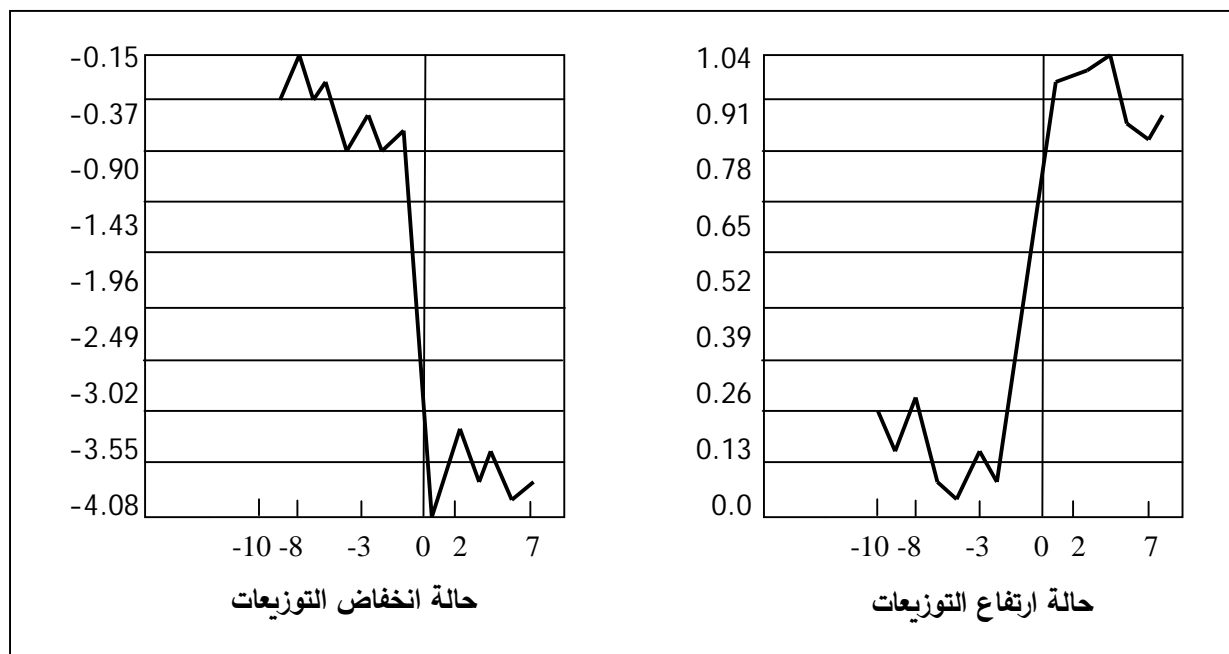
$(\Delta D_{i,t})$: التغير في مقدار التوزيعات؛

(D_t) : توزيعات الفترة الحالية؛

$(D_{(t-1)})$: توزيعات الفترة السابقة.

مقابل ذلك فإن قرار التخفيض في التوزيعات سترتب عليه إشارة سلبية، لأن التفكير السائد لدى عامة المستثمرين يقضي بأن الشركات لا تغير في سياستها حتى في أوقات الشدة، بالتالي إذا ما حدث ذلك سيتم ترجمة هذا الأمر على أن الشركة تواجه صعوبات مالية على المدى الطويل، فكما يوضحه الشكل (3-3) يعتبر التغير في سعر السهم جد حساس لقرار تغيير سياسة توزيع الأرباح، سواء كان ذلك بزيادة مقدار التوزيع أو تخفيضه.

الشكل (3-3): أثر تغيير سياسة توزيع الأرباح على مردودية السهم



Source: Aswath DAMODARAN, *Pratique De La Finance D'entreprise*, Op.Cit, p:486.

تستعمل سياسة توزيع الأرباح كأداة لإعطاء المساهمين معلومات حول المردودية المستقبلية للشركة، في المقابل يأخذ عامة المساهمين هذه الإشارات بمحل الاعتبار انطلاقاً من مبدأ أنها تعبر عن وضعية الشركة واتجاه سهمها في السوق، إلا أن هذا الرأي يتعارض مع ما قدمه M&M (1961) اللذان أوضحوا في هذا الجانب

أن أهم شيء هو مضمون المعلومة التي يشترط أن يكون مدلولها نمو الأرباح المستقبلية للشركة وليس الطريقة التي تم بها إرسال هذه المعلومة¹.

ثانياً: سياسة توزيع الأرباح وأثر الزبون

يرى (M&M (1961) أن لكل شركة سياسة توزيعات خاصة بها، تقوم من خلالها بجذب العملاء والمستثمرين الذين يفضلون تلك السياسة، فهناك مستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات أكثر من تفضيلهم الحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل، بينما يوجد مستثمرون على النقيض يفضلون إعادة استثمار أموالهم للحصول على أرباح في المستقبل عن إجراء توزيعات حالية عليهم، فإذا ما تبنت الشركة سياسة توزيعات تقوم على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، فإن هذه السياسة لن تناسب المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على توزيعات، وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو بعض ما لديهم من أسهم لتدبير احتياجاتهم الحالية من الأموال، وفي الجانب الآخر إذا ما تبنت الشركة سياسة توزيعات تقضي بتوزيع أغلب الدخل على المساهمين فإن هذه السياسة تبدو غير ملائمة للمستثمرين الذين يرغبون في إعادة استثمار أموالهم والحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل، وهو ما يعرض هؤلاء المستثمرين لبعض المتاعب منها الحصول 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 (1961) من ذلك إلى أن المستثمرين الذين لا يرغبون في الحصول على توزيعات حالية يميلون إلى شراء أسهم الشركات التي تتبع سياسات توزيع تقضي بتوزيع نسبة مرتفعة من دخل الشركة، بينما يميل المستثمرون الذين لا يرغبون في الحصول على دخول نقدية في شراء أسهم الشركات التي تتبع سياسة توزيعات تقضي باحتجاز معظم دخل الشركة².

وقد تم إثبات هذا الأثر عملياً من خلال أبحاث (Petit (1977) الذي قام بمعاينة (914) محفظة استثمارية لمستثمرين من شرائح مختلفة، حيث صنف مردودية الأسهم (Y_t) حسب العمر (A_t)، العائد (R_t)، والفرق بين الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية (DT_t)، وقام بصياغة نموذج كالتالي³:

$$Y_t = a + b \times \beta_t + c \times A_t + d \times R_t + e \times DT_t + \varepsilon_t \dots \dots (26.3)$$

أثبتت الدراسة أن الشركات الكبرى التي يكون فيها المستثمرون مسنين ومحدودي الدخل تقوم بتوزيع أرباحها وفق معدلات مرتفعة مقارنة بالشركات التي يكون فيها المستثمرون شباناً وأكثر ثراءً، في حين أن الأسهم التي

¹Jacques TEULIÉ et Patrick TOPSACALIAN, Op.Cit, P:494.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص342.

³ Aswath DAMODARAN, Pratique De La Finance D'entreprise, Op.Cit, P:480.

يكون فيها المعامل (β) كبيرا تذر توزيعات ضئيلة، وأخيرا إذا كانت الضريبة على فوائض القيمة أكبر من الضريبة على التوزيعات تعتمد الشركات توزيع نسبة قليلة من أرباحها.

يترتب عن وجود أثر الزبون توابع مهمة، ينطلق من منطق أن للشركة المساهمين التي تريد قياسا على السياسة التي تنتهجها لتوزيع أرباحها، فهذه السياسة تجذب المستثمرين الذين يرغبون فيها، كذلك يعني هذا الأمر أن الشركات ستواجه مشاكل إذا ما غيرت في سياستها حتى وإن كان هذا التغيير مبررا، فعلى سبيل المثال اشتهرت شركات الاتصال الأمريكية باعتمادها سياسات توزيع مرتفعة، إلا أن في فترة التسعينات طورت العديد من هذه الشركات أنشطة جديدة استلزمت بذلك زيادة حاجاتها التمويلية، الشيء الذي لم يرقى لعامة المساهمين الذين اعتادوا على الحصول على عوائد أكبر، إضافة إلى ذلك لا يعطي أثر الزبون أي ارتباط بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة، بما أن المستثمرين هم من يختارون الشركات التي ترقى لحاجاتهم من التوزيعات، بالتالي فإن القيمة السوقية للشركة لا يمكنها أن تتأثر بسياسة توزيع الأرباح¹.

ثالثا: نظرية التزود بالتوزيعات

من بين الأسباب التي تدفع الشركات إلى توزيع أرباحها وجود عوامل سلوكية تؤثر على سلوك المستثمرين في السوق، تم تطوير هذه الفكرة أساسا من خلال أعمال (1984) Sherfin & Statman التي تتمحور حول تفضيلات المساهمين فيما يخص التوزيعات النقدية، وبعد عشرين سنة من ذلك أعطت أعمال Baker & Wurgler (2004) قفزة نوعية لهذه الأبحاث، حيث قام الباحثان بمراجعة فرضيات كفاءة السوق التي قدمها (1961) M&M، وقاموا بالتركيز على الجانب السيكلوجي والمؤسسي الذي يجعل من طلب المستثمرين على التوزيعات يختلف من زمن لآخر، كما اعتبروا أن هذا الطلب يتحدد أساسا بناء على مقارنة أسعار أسهم الشركات التي تدفع توزيعات والتي تحتجز جميع أرباحها.

من جهته أوضح (2010) Mori أن المستثمرين ملزمون بالبحث عن الشركات التي تدفع توزيعات أكبر إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من الضريبة على فائض القيم، فعلى الرغم من أن هذه الحالة لا تكون دائما في صالح المستثمرين الذين لديهم ميل لتفضيل التوزيعات المعدلة مع الزمن عندما يكون معدل الضريبة ثابتا، حيث اقترح (2004) Baker & Wurgler أن هذا التفضيل مرتبط أساسا بعمولة التوزيع التي هي تعبير حسابي عن الفرق في مضاعف القيمة السوقية للشركات التي توزع أرباحها والشركات التي تتبع سياسة توزيع صفرية، واعتبروه سببا في الطلب المرتفع على أسهم الشركات التي توزع أرباحها، ولا حظا كذلك أن الطلب

¹ Ibid, P:481.

المرتفع على أسهم هذه الشركات سيتسبب في تقييمها بأكثر من قيمتها العادلة، الشيء الذي يجعل مردوديتها المستقبلية ضعيفة، بالتالي سيكون أداؤها المستقبلي ضعيفا مقارنة بالشركات التي تحتجز أرباحها¹.

المبحث الثالث: النماذج المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح

لاختبار المقاربات والنظريات المتطرق إليها في المبحثين السابقين، قام الباحثون بتطوير عدة نماذج لاختبار مصداقية هذه المقاربات في الواقع العملي، وتقييم قدرتها على تفسير العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بسعر السهم، ولعل أبرز هذه النماذج هي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والنموذج البياني.

المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) هو نموذج تكون فيه تكلفة رأس المال لأي سهم أو محفظة من الأسهم مساوية للعائد عديم المخاطرة، إضافة إلى علاوة المخاطرة المرتبطة بالسهم أو بالمحفظة المالية، والمتمثلة في الفرق بين العائد العديم المخاطرة والعائد المتضمن المخاطرة².

ويقوم مبدأ الاختبار في ظل هذا النموذج على فرض جوهري مؤداه أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك هو محصلة للمخاطر المنتظمة، أي المخاطر العامة التي تصيب الاقتصاد الوطني ككل، وتؤثر بالتالي على عوائد أسهم كافة الشركات، كما أنها أيضا محصلة لمعدل التوزيعات على النحو الذي تعبر عنه المعادلة التالية³:

$$R_R = R_F + \beta(R_M - R_F) + \gamma(Bdiv_i - Bdiv_M) \dots \dots \dots (27.3)$$

حيث:

(R_R): معدل العائد المطلوب؛

(R_F): معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

(β): معامل الخطر الذي تم على أساسه تحديد معدل العائد المطلوب؛

(R_M): معدل عائد محفظة السوق؛

(γ): معامل يقيس تأثير التوزيعات على معدل العائد المطلوب؛

(Bdiv_i): معدل توزيعات السهم (i)؛

(Bdiv_M): متوسط التوزيعات للأسهم المشكلة لمحفظة السوق.

¹ Aymen TURKI, Op.Cit, P:22.

² James HITCHNER, Op.Cit, P:19

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 377-378.

تم اختبار المعادلة السابقة باستخدام تحليل الانحدار على أساس البيانات التاريخية للمتغيرات (R_F ، R_R)، حيث لو اتضح أن قيمة معامل التوزيعات (γ) مساوية للصفر، فيعد ذلك بمثابة تأكيد لفكر (M&M (1961)، أي تأكيد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه الملاك، أما إذا اتضح أن قيمة المعامل سالبة، فيعد هذا بمثابة تأكيد لفكر (Gordon (1962 أي تأكيد لمقاربة عصفور في اليد التي تقضي بأن الملاك يطلبون عائد أقل كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة، وأخيرا لو أن قيمة المعامل موجبة فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لنظرية التمييز الضريبي التي تقضي بأن الملاك يطلبون عائد أكبر كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة.

وكشفت الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة، فبعضها يؤيد نظرية التمييز الضريبي، وبعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد، والبعض الآخر يؤيد نظرية عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات، ومن الانتقادات الموجهة لهذا الأسلوب أنه يعتمد على بيانات تاريخية، في حين أن البيانات التاريخية قد لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل.

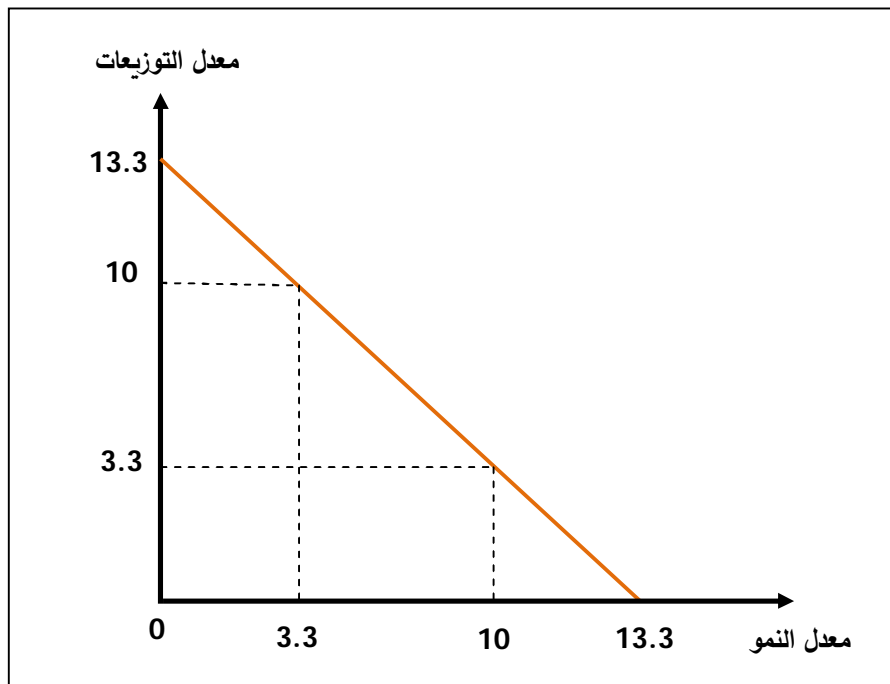
المطلب الثاني: النموذج البياني

من أبرز الفروض التي يقوم عليها فكر (Modigliani & Miller (1961 هي عدم ملائمة التوزيعات، أي أنه لا تأثير للتوزيعات على معدل العائد على حقوق الملكية، هذا يختلف كلية على ما أشار إليه (Gordon (1962 في مقارنة عصفور في اليد، إذ يتوقع أن يختلف معدل العائد الذي يطلبه الملاك باختلاف سياسة التوزيع، فبسبب التأكد بشأن التوزيعات وعدم التأكد بشأن الأرباح الرأسمالية، فإن قيمة الدولار من التوزيعات المتوقعة تفوق قيمة الدولار من الأرباح الرأسمالية، بالتالي فحصول المستثمر على التوزيعات يزيل عنه الهواجس أي عدم التأكد، في حين أن الأرباح الرأسمالية المتمثلة في الزيادة في القيمة السوقية للسهم بسبب احتجاز الأرباح قد تتحقق أو لا تتحقق، وحتى إذا ما تحققت في لحظة ما فقد تختفي إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم مستقبلا لسبب أو لآخر قبل أن يتصرف فيه المستثمر بالبيع فور ارتفاع القيمة السوقية.

استخدم الأسلوب البياني في دراسة (Brigham & Gordon (1967 التي أجريت على عينة من الشركات تتبع سياسات توزيع تختلف فيما بينها من حيث غلة التوزيعات ومعدل النمو، وتشير الدراسة إلى أنه لو تم الوقوف على معدل التوزيع ومعدل النمو لعينة من الشركات تتبع سياسات توزيع مختلفة، فإن العلاقة ستكون على النحو الموضح في الشكل (3-4)، مع الملاحظة أنه لو كان موقع النقط على الخط الموضح في الشكل الذي فيه معدل العائد المطلوب من المستثمرين في حالة إجراء توزيع لكافة الأرباح (13.3%) وهي القيمة على المحور العمودي،

يساوي معدل العائد الذي يطلبونه في حالة احتجاز كافة الأرباح (13.3%) وهي القيمة على المحور الأفقي، بما يعكس ميل لخط الانحدار قدره (-1)، فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لفكر (M&M (1961، أي تأكيد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه الملاك، وذلك سواء تم توزيع الأرباح كلها أو جزء منها أو لم يوزع منها شيء على الإطلاق، إذ سيبلغ ذلك العائد (13.3%) في جميع الأحوال.

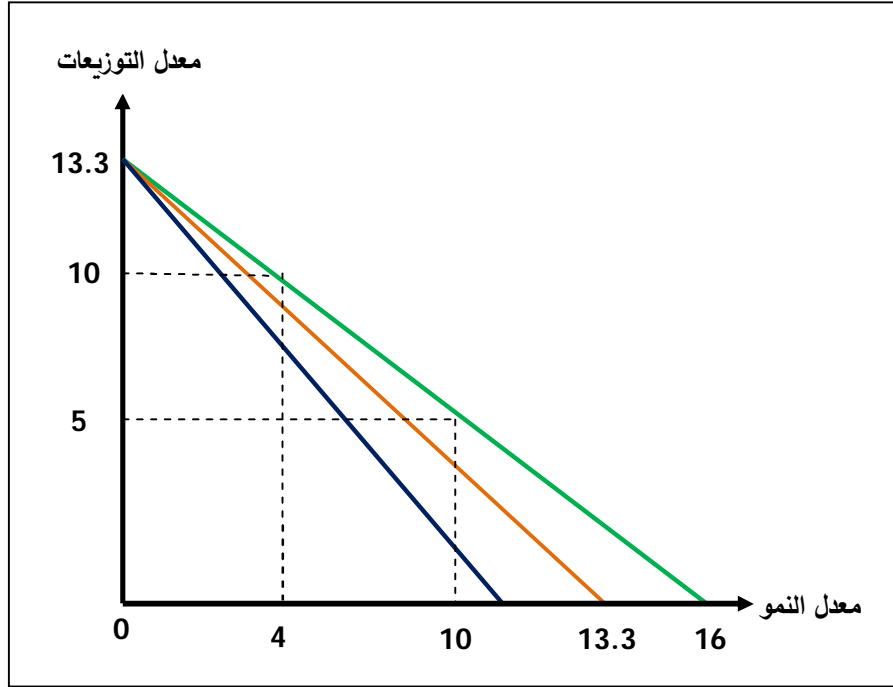
الشكل (4-3): اختبار نظريات التوزيع في حالة عدم ملائمة التوزيعات



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 376.

من ناحية أخرى لو أن موقع النقط كان على الخط الأخضر الممثل في الشكل (3-5)، والذي يعكس عائد أعلى يطلبه المالك (16%) في حالة احتجاز الأرباح الممثل بالقيمة التي على المحور الأفقي، وعائد أقل (13.3%) في حالة توزيع الأرباح الممثل بالقيمة التي على المحور العمودي، بما يعكس ميل أكبر من (-1)، فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لفكر (Gordon (1962، أي تأكيد لمقاربة عصفور في اليد، أما إذا كان موقع النقط على الخط الأزرق الذي فيه ميل الخط أقل من (-1)، بما يعني أن العائد الذي يطلبه الملاك يكون أقل (11%) في حالة احتجاز الأرباح، وأكبر (13.3%) في حالة توزيعها، فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لنظرية التمييز الضريبي.

الشكل (3-5): اختبار نظريات التوزيع في حالة ملائمة التوزيعات



المصدر: نفس المرجع السابق.

رغم أن النتائج التي اجريت باستخدام هذا المنهج يميل معظمها إلى تاييد وجهة نظر (M&M (1961، إلا أن انتقادات جوهرية قد وجهت إلى المنهج المستخدم، ومن أبرزها أنه لم يتم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على معدل العائد المطلوب على الاستثمار، كما أن القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم هي مسألة تكتنفها الصعوبة¹.

¹ نفس المرجع السابق.

خلاصة:

عالجنا في هذا الفصل النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم، ففي ظل فروض كفاءة السوق أسفرت القراءة الأدبية لهذه النظريات عن وجود وجهات نظر متعارضة، بعضها يرى أن سعر السهم مستقل تماما عن السياسة التي تنتهجها المؤسسة لتوزيع أرباحها، والبعض الآخر يرى أن هذين مرتبطين ولا يمكن تفسير الواحد دون الآخر.

أما في ظل إسقاط فرضية كفاءة السوق وجدنا أن للتمييز الضريبي دورا كبيرا في تحديد تفضيلات المستثمرين حيث وجد أن في احتجاز الربح فائدة كبيرة سواء للشركة أو المساهمين، كذلك أن للمحتوى المعلوماتي دورا أساسيا في تفسير الإشارات التي ترسلها الشركة للسوق المالي، وفي الأخير لعب الجانب النفسي دورا محوريا في تحديد توجهات المستثمرين فيما يخص توزيع الأرباح.

الفصل الرابع:

تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية
للشركات المدرجة في مؤشر *DJIA*

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة؛

المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة.

تمهيد

بعد تطرقنا في الجانب الأول من الدراسة إلى تقديم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والمحددات السوقية لسعر السهم، بالإضافة إلى النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم، سنقوم في هذا الفصل بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

سنحاول في هذا الفصل دراسة علاقة سياسة توزيع الأرباح بأسعار أسهم الشركات الثلاثين المكونة للمؤشر باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد في الفترة المحددة بسنة مالية واحدة الموافقة لسنة 2016، نهدف من خلال ذلك إلى اختبار وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم ومردودية السهم على السعر السوقي للشركات المكونة للمؤشر.

وقمنا في هذا الصدد بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة؛

المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة.

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

سنقوم في هذا المبحث بعرض الإطار العام للدراسة، نتناول في شطره الأول التعريف بمجتمع الدراسة، ثم الأسلوب الإحصائي المتبع، وفي الأخير سنمر لتحديد وعرض متغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تقديم مؤشر داو جونز الصناعي

يعتبر مؤشر داو جونز من أقدم أنواع المؤشرات على الإطلاق، ويتم الاعتماد عليه كثيرا من قبل المستثمرين في سوق الأسهم الأمريكي وكذلك من قبل المحللين الماليين عند دراسة اتجاه السوق، سنقوم في هذا الصدد بتقديم المؤشر انطلاقا بتعريفه وإبراز كيفية حساب قيمته، ثم عرض الشركات المكونة له.

أولا: تعريف مؤشر داو جونز الصناعي

مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) هو مؤشر مكون من أكبر ثلاثين شركة مسعرة في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث القيمة السوقية، ومدلول كلمة صناعي في تسميته لا يعبر عن كون جميع الشركات المشكلة له تنشط في المجال الصناعي، بل يرجع ذلك للتسمية التاريخية لمؤسسيه (Charles Dow & Edward Jones)، حيث كانت جميع الشركات المكونة للمؤشر آنذاك تنشط في المجال الصناعي، أما في وقتنا الحالي نجد أن عددا قليلا منها فقط ينشط في مجال الصناعات الثقيلة¹.

يعتبر مؤشر داو جونز الصناعي من المؤشرات التي تقوم على الموازنة، معنى ذلك أن وزن كل شركة في المؤشر يتحدد بناء على سعر أسهمها على عكس المؤشرات الأخرى التي تعتمد على حجم الشركة معبرا عنه بالرسملة البورصية، فأهمية أي شركة في المؤشر لا يعتمد على قيمتها السوقية، حيث إذا كان سعر سهم الشركة مرتفعا يكون وزنها أكبر مقارنة بالشركات التي يكون سعرها منخفضا، وفي كل مرة تقوم فيها الشركة باشتقاق أسهمها ينخفض وزنها بشكل طردي في المؤشر بنفس معدل الاشتقاق².

مر المؤشر منذ تأسيسه بالعديد من التواريخ والأحداث المهمة يمكن تلخيصها في النقاط التالية³:

- **1884**: تأسيس المؤشر من قبل (Charles Dow & Edward Jones) على قاعدة مكونة من إحدى عشر شركة، تسعة منها تعمل في مجال السكك الحديدية، والشركتين الباقيتين تعملان في مجال الاتصالات

¹ Mark SHIPMAN, **Big Money Little Effort**, 1ST Edition, Kogan Page Edition, London, 2008, P:125.

² John SHOVEN and Clemens SIALM, **The Dow Jones Industrial Average: The Impact Of Fixing Flaws**, Paper Of Stanford University, 2008, P:01.

³ https://fr.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Industrial_Average, consulté le 03/05/2017 à 21:55.

والمحركات البخارية؛

- **1896:** نشر هذا المؤشر لأول مرة في جريدة (wall street journal)، حيث كانت أول قيمة له (40.94 نقطة)، وحقق في نفس السنة أقل قيمة في تاريخه (28.99 نقطة)؛
 - **1929-1929:** شهدت هذه الفترة قفزة نوعية للمؤشر بمقدار (46.8%) من قيمته المبدئية؛
 - **1929:** أزمة الركود العالمي التي صاحبها انهيار سوق الأسهم؛
 - **1931:** خسر المؤشر في سنة واحدة ما مقداره (52.67%) من قيمته؛
 - **1987:** حادثة الإثنين الأسود، خسر المؤشر (22.6%) من قيمته في يوم واحد، وهو ثاني أكبر انهيار لمؤشر أسهم في تاريخ البورصات العالمية بعد مؤشر بورصة أيسلندا؛
 - **1999:** تجاوز المؤشر لأول مرة حاجز (10.000 نقطة)، وصادف تلك السنة دخول أول شركتين من سوق (NASDAQ) والمتمثلتين في كل من (Microsoft) و (Intel)؛
 - **2000:** حطم المؤشر رقما قياسيا جديدا بمقدار (11.722 نقطة)؛
 - **2007:** حقق المؤشر رقما جديدا بلغ (14.198 نقطة)؛
 - **2008:** الأزمة المالية العالمية، انخفض فيها المؤشر إلى ما دون (8.000 نقطة)؛
 - **2009:** حقق المؤشر أسوأ أداء له منذ سنة (1997) حيث انخفض إلى (6.547 نقطة)؛
 - **2013:** حقق الاقتصاد الأمريكي نموا في التوظيف صاحبه ذلك ارتفاع في قيمة المؤشر الذي وصل إلى (14.413 نقطة) محققا بذلك رقما قياسيا جديدا؛
 - **2014:** حطم المؤشر رقما قياسيا جديدا تجاوز حاجز (18.000 نقطة)؛
 - **2016:** تجاوز المؤشر حاجز (19.000 نقطة) في السداسي الثاني من السنة؛
 - **2017:** حقق المؤشر أعلى قيمة في تاريخه لحين كتابة هذه الأسطر، حيث وصل إلى حدود (21.115 نقطة) بتاريخ 01 مارس 2017.
- يمكن ترجمة أثر هذه الأحداث على اتجاه المؤشر بيانيا من خلال الشكل (4-1)، انطلاقا من سنة 1929 التي عرفت آخر تعديل في الحجم الإجمالي للمؤشر إلى يومنا هذا، حيث لم يطرأ أي تعديل على خصائص المؤشر سوى على الشركات المكونة له.

الشكل (1-4): تطور مؤشر DJIA خلال الفترة 1929-2017



Source: <http://www.teletrader.com/dow-jones-industrial/index/chart/tts-39491>, consulté le 29/05/2017 à 21:04.

ثانيا: كيفية حساب المؤشر

مؤشر داو جونز الصناعي عبارة عن المتوسط المرجح لأسعار (30) شركة، يتم حساب قيمة المؤشر بقسمة مجموع قيم أسهم الشركات المكونة للمؤشر على قيمة القاسم الذي يأخذ في الحسبان اشتقاق الأسهم والتغير الذي يطرأ على مكونات المؤشر مع مرور الزمن، ويتم تعديل قيمة القاسم (Divisor) بشكل مستمر حتى تكون قيمة المؤشر قبل الاشتقاق وبعده متكافئة، ويحسب المؤشر وفق العلاقة التالية¹:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} \frac{P_{i,t}}{D_{adj}} \dots \dots \dots (1.4)$$

حيث أن:

؛(t) $(DJIA_t)$: قيمة المؤشر في التاريخ

؛(t) $(P_{i,t})$: سعر الإغلاق للسهم (i) في التاريخ

؛(t) (D_{adj}) : القاسم المعدل في التاريخ.

تجدر الإشارة إلى أن قيمة القاسم (D_{adj}) تتخفف إذا ما كان هنالك عملية اشتقاق في أسهم أحد الشركات المكونة للمؤشر، ففي الأصل قيمة القاسم هي عبارة عن إجمالي عدد الشركات المكونة للمؤشر أي (30)، ولكن مع كل عمليات الاشتقاق في أسهم الشركات المكونة للمؤشر، أصبح قيمة القاسم على سبيل المثال بتاريخ 08 أبريل 2011 مساويا لـ (0.132129493)².

¹ Frank REILLY and Keith BROWN, Op.Cit, P:126.

² Idem

ويتم حساب وزن أي شركة في المؤشر انطلاقاً من العلاقة التالية¹:

$$WVI_t = VWI_{t-1} \sum_i w_{i,t} \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \dots \dots \dots (2.4)$$

مع

$$w_{i,t} = \frac{P_{i,t-1} N_{i,t-1}}{\sum_i P_{i,t-1} N_{i,t-1}} \dots \dots \dots (3.4)$$

حيث:

(WVI_t) : وزن الشركة في التاريخ (t)؛

(WVI_{t-1}) : وزن الشركة في التاريخ (t-1)؛

$(P_{i,t})$: سعر السهم (i) في التاريخ (t)؛

$(P_{i,t-1})$: سعر السهم (i) في التاريخ (t-1)؛

$(w_{i,t-1})$: القيمة السوقية للشركة (i) في التاريخ (t-1)؛

$(N_{i,t-1})$: عدد الأسهم المتداولة للشركة (i) في التاريخ (t-1).

ثالثاً: مكونات المؤشر

تغيرت مكونات المؤشر ما يقارب إحدى وخمسين مرة منذ تأسيسه، حيث كان آخر تعديل بتاريخ 19 مارس

2015 الذي ترتب عنه دخول شركة (Apple Inc) إلى المؤشر، وخروج شركة (AT&T)، أما بالنسبة لباقي

الشركات فهي موضحة في الجدول (1-4).

¹ John SHOVEN and Clemens SIALM, **Op.Cit**, P:02.

الجدول (4-1): مكونات مؤشر DJIA

البورصة	الرمز	اسم الشركة	الرقم
NYSE	MMM	3M Co.	01
NYSE	AXP	American Express Co.	02
NASDAQ	AAPL	Apple Inc.	03
NYSE	BA	Boeing Co.	04
NYSE	CAT	Caterpillar Inc.	05
NASDAQ	CSCO	Cisco Systems Inc.	06
NYSE	KO	Coca-Cola Co.	07
NYSE	CVX	Chevron Corp.	08
NYSE	DD	E.I. Dupont De Nemours & Co.	09
NYSE	XOM	Exxon Mobil Corp.	10
NYSE	GE	General Electric Co.	11
NYSE	GS	Goldman Sachs Group Inc.	12
NYSE	HD	Home Depot Inc.	13
NASDAQ	INTC	Intel Corp.	14
NYSE	IBM	International Business Machines Corp.	15
NYSE	JNJ	Johnson & Johnson	16
NYSE	JPM	JPMorgan Chase & Co.	17
NYSE	MCD	McDonald's Corp.	18
NYSE	MRK	Merck & Co. Inc.	19
NASDAQ	MSFT	Microsoft Corp.	20
NYSE	NKE	Nike Inc.	21
NYSE	PFE	Pfizer Inc.	22
NYSE	PG	Procter & Gamble Co.	23
NYSE	TRV	Travelers Cos. Inc.	24
NYSE	UNH	United Health Group Inc.	25
NYSE	UTX	United Technologies Corp.	26
NYSE	VZ	Verizon Communications Inc.	27
NYSE	V	Visa Inc.	28
NYSE	WMT	Wal-Mart Stores Inc.	29
NYSE	DIS	Walt Disney Co.	30

Source: <http://www.marketwatch.com/investing/index/djia>, consulté le 03/05/2017 à 21:05.

المطلب الثاني: الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بالتطرق للأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة، نعرض من خلاله النموذج والاختبارات التي تم اعتمادها في تحليل نتائج الدراسة.

أولاً: النموذج الإحصائي المعتمد

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لتفسير الأثر الذي يطرأ على متغيرنا التابع والمتمثل في سعر السهم بناءً على المتغيرات المفسرة التي سنقوم بعرضها في المطلب القادم، ويعبر على الصيغة العامة لنموذج الانحدار المتعدد بالشكل التالي¹:

$$Y_i = B_0 + B_1X_{i1} + B_2X_{i2} + \dots + B_kX_{ik} + \varepsilon_i \dots \dots (4.4)$$

حيث أن:

(y_i): المتغير التابع؛

(β): هي معاملات المجتمع غير المعروفة؛

(X_i): تمثلان القيمة (i) للمتغير (x)؛

(ε_i): يعبر عن تأثير العوامل الأخرى التي أغفلتها المعادلة.

وحتى تكون نتائج تحليل الانحدار موثقة يجب توافر الشروط التالية²:

- الشرط الأول: يجب أن يكون توزيع المتغير المستقل والمتغير التابع طبيعياً؛
- الشرط الثاني: لكل قيمة من قيم المتغير المستقل يجب أن يكون توزيع المتغير التابع طبيعياً بمتوسط مقداره ($M_{y/x}$) وتباين ثابت، فإذا كان توزيع المتغير التابع والمستقل طبيعياً فإن شكل العلاقة ستكون خطية فقط؛
- الشرط الثالث: يجب أن تكون العينة مختارة بطريقة عشوائية، ويجب أن لا تعتمد قيم أي فرد من أفراد العينة على قيم فرد آخر، وإذا لم يتحقق هذا الشرط فإن نتيجة تحليل الانحدار غير صحيحة.

ثانياً: الاختبارات المستعملة

تهدف الاختبارات المولية لمعرفة إذا ما كان النموذج ذو معنوية، وللمتغيرات المختارة القدرة على تفسير الظاهرة، حيث يتم اختبار كل من المعنوية الكلية للنموذج ومعامل التحديد بالإضافة للاختبار الذاتي للأخطاء، بعد ذلك يتم اختبار معنوية كل المتغيرات بشكل فردي.

1. اختبار المعنوية الكلية

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة (x_1, x_2, \dots, x_k)

¹أموري كاظم هادي وآخرون، الإحصاء التطبيقي أسلوب تحليلي باستخدام SPSS، الطبعة الأولى، دار الذاكرة للنشر والتوزيع، بغداد، 2013، ص355.

²محمد بلال الزغبى، عباس الطلافحة، النظام الإحصائي SPSS، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص246.

والمتغير التابع (Y)، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفروض¹:

▪ فرضية العدم (H_0): تنص على انعدام العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة (x_1, x_2, \dots, x_k) وبين

$$H_0: \hat{B}_1 = \hat{B}_2 = \dots = \hat{B}_K = 0: \text{أي: المتغير التابع (Y)}$$

▪ الفرضية البديلة (H_1): وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

$$H_0: \hat{B}_1 \neq \hat{B}_2 \neq \dots \neq \hat{B}_K \neq 0$$

بعد احتساب قيمة (F) تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) للبسط و(n-k-1) للمقام ولمستوى معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض (H_0) وتقبل (H_1)، أي أن العلاقة المدروسة معنوية وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات (X_k) ذو تأثير في (Y)، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية فإن ذلك يعني قبول (H_0)، أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية وليس هناك تأثير لأي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

2. اختبار جودة النموذج

يعرف معامل التحديد (R^2) بأنه تربيع معامل الارتباط (R)، وهو معامل يقيس الدلالة الإحصائية، حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من التغير في المتغير التابع، ويستخدم معامل التحديد في اختبار جودة توثيق النماذج القياسية و الاستدلال الإحصائي².

فمعامل التحديد يعتبر الأساس في تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع (Y) والمتغيرات المستقلة (X_k) إذ ($k=1.2.3.....k$)، عبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع³.

تكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 أي ($0 < R^2 < 1$) فإذا كان⁴:

▪ $R^2=1$: 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.

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي، دار البيزوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص168.

² وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الإقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة الأولى، دار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص77.

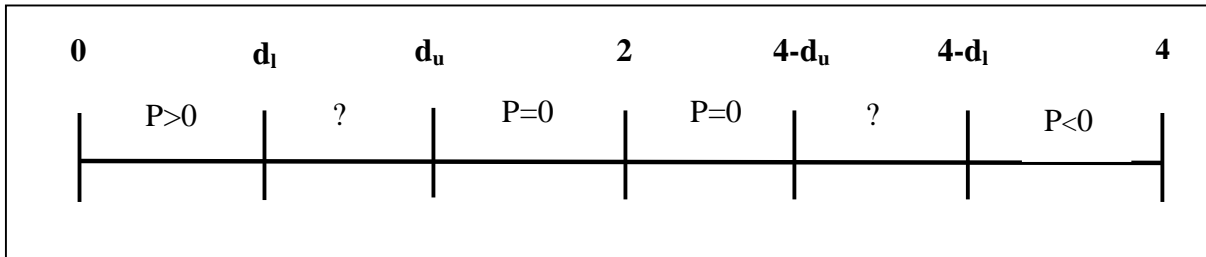
³ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص 164-166.

⁴ جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الثانية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص82.

3. الارتباط الذاتي للأخطاء

هناك العديد من الاختبارات الخاصة بالارتباط الذاتي للأخطاء، إلا أن أكثرها شيوعاً ودقة هو اختبار (Durbin-Watson)، وذلك لسهولة وإمكانية اعتماده في حالة العينة الصغيرة، ويعتمد هذا الاختبار على بواقي الانحدار المقدر، ويتم الاختبار على أساس مقارنة قيمة (D.W) المحسوبة بقيم (d_l) و (d_u) المجدولة لاتخاذ القرار الإحصائي المطلوب.

الشكل (2-4): تقييم اختبار Durbin-Watson



Source: Régis BOURBONNAIS, *Econométrie*, 9^{ème} Edition, Dunod Edition, Paris, 2015, P:129.

يمكن توضيح الاحتمالات الواردة في الشكل السابق كما يلي¹:

- عندما $0 < D.W < d_u$ نرفض (H_0) ونقبل (H_1) ، أي أن هناك مشكلة ارتباط ذاتي موجب؛
- عندما $d_l < D.W < d_u$ أو $4 - d_l < D.W < 4 - d_u$ يكون الاختبار غير محسوم؛
- عندما $d_u < D.W < 4 - d_l$ نقبل (H_0) أي انعدام وجود مشكلة الارتباط الذاتي؛
- عندما $4 - d_u < D.W < 4 - d_l$ نرفض (H_0) ونقبل (H_1) بمعنى أن هناك مشكلة ارتباط ذاتي سالب.

4. اختبار معنوية المعالم

يستخدم الاختبار (T) لاختبار معنوية معالم معادلة الانحدار المتعدد في المجتمع، وذلك بالاستعانة بالتقديرات المتحصل عليها لهذه المعالم والأخطاء المعيارية المقدر لها من العينة، ويتم صياغة فرض العدم والفرضية البديلة في الصورة العامة كما يلي²:

- فرضية العدم H_0 : معناه أن $(\beta_i = 0)$ ؛
- الفرضية البديلة H_1 : معناه أن $(\beta_i \neq 0)$.

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص 200.

² محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009، ص 184.

ومن ناحية أخرى يمكن الوصول إلى قرار بشأن قبول أو رفض فرض العدم عن طريق حساب قيمة الاحتمال (P)، حيث أنه بناءاً على مقارنة هذه القيمة بمستوى المعنوية (α) يتم رفض فرض العدم إذا كانت ($P < \alpha$) بينما يتم قبول فرض العدم إذا كانت ($P \geq \alpha$).

المطلب الثالث: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بالتطرق لأهم الدراسات السابقة التي تم اعتمادها عند تصميم نموذج الدراسة والمتغيرات التي تم اختيارها لتفسير الأثر الذي يطرأ على متغيرنا التابع، ومن ثم سنقوم بعرض المتغيرات التي تم استخدامها كمدخلات لنظام المعالجة الإحصائية.

أولاً: الدراسات الميدانية السابقة

قبل صياغة النموذج العام للدراسة، ارتأينا عرض أهم النقاط التي تميزت بها الدراسة خاصة ما يخص حجم العينة المدروسة والنموذج الإحصائي المعتمد بالإضافة إلى المتغيرات التي تم اعتمادها لتفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

الجدول (4-2): الدراسات الميدانية السابقة

الباحثين	عينة الدراسة	المتغيرات المستعملة	النموذج المعتمد
عبد الوهاب دادن، حورية بديدة (2012)	33 شركة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 (2009-2007)	-سعر السهم -توزيعات السهم الواحد -ربحية السهم -إعادة شراء الأسهم	الانحدار الخطي البسيط والمتعدد
Jun JIANG & Komain JIRANYAKUL (2013)	537 شركة من بورصة نيويورك و 378 شركة من بورصة شنغهاي (2008-1992)	-ربحية السهم -الربح المحتجز للسهم -توزيعات السهم الواحد -معدل الضريبة على الأرباح	التحليل المقطعي
Wasfi ALTROUDI & Maysa MILHEM (2013)	390 شركة أردنية مسعرة في بورصة عمان (2010-2005)	-سعر السهم -توزيعات السهم الواحد -الربح المحتجز للسهم -ربحية السهم -الرفع المالي	التحليل المقطعي

نموذج الانحدار المتعدد	-التغير في سعر السهم -مردودية السهم -معدل التوزيع -القيمة السوقية -معدل الاستدانة -التغير في المردودية العملياتية -نمو الأصول	84 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا (2010-2005)	Mohammad HASHEMIJOO & AI (2012)
التحليل المقطعي والانحدار المتعدد	-ربحية السهم -توزيعات السهم الواحد -نمو رقم الأعمال -معدل الاستدانة - BETA -حقوق الملكية	105 شركة مدرجة في بورصة الرياض (2010-2004)	Turki ALZOMAIA & Ahmed ALKHADHIRI (2013)
التحليل المقطعي	-سعر السهم -الربح الموزع للسهم -الأسهم المجانية الموزعة	55 شركة مسعرة في بورصة نيروبي (2010-2001)	Tuigong WILSON (2016)
التحليل المقطعي والانحدار الخطي	-التغير في سعر السهم -معدل التوزيع -التغير في المردودية العملياتية -الرفع المالي -حجم الشركة -نمو الأصول	51 شركة مسعرة في بورصة طهران (2012-2007)	Zahra LASHGARI & Mousa AHMADI (2014)
التحليل المقطعي	-مردودية السهم -الربح المحتجز للسهم -النتيجة بعد الضريبة -ربحية السهم -العائد على حقوق الملكية -حجم الشركة	30 بنك تجاري من بنغلادش (2011-2007)	Abdullah ALMASUN(2014)

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الدراسات السابقة.

ثانياً: تحديد متغيرات الدراسة

بناء على الدراسات السابقة التي عالجت إشكالية تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم، قمنا باختيار أهم المتغيرات التي تم اعتمادها من قبل الباحثين لتفسير هذا الأثر.

1. المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في السعر السوقي للسهم (SP)، اعتمدنا في قياسه على المتوسط الحسابي لأعلى سعر وصل إليه السهم (Hi) وأدنى سعر في السنة (Li)، وفق العلاقة التالية:

$$PS = \frac{H_i + L_i}{2} \dots \dots \dots (5.4).$$

تم اعتماد هذا القياس في دراسة كل من (ALMASUN (2014) ودراسة (HASHEMIJOO & AI (2012) بالإضافة إلى دراسة (LASHGARI & AHMADI (2014).

2. المتغيرات المستقلة

بهدف الوصول إلى نموذج يفسر إلى أبعد حد الأثر الحاصل على سعر السهم، قمنا بتقسيم متغيرتنا المفردة إلى متغيرات أساسية متمثلة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح وأخرى ضابطة يحتمل أن يكون لها أيضاً تأثير على سعر السهم.

1.2 المتغيرات الأساسية

تعتبر المتغيرات الأساسية في مجملها عن المتغير المستقل لهذه الدراسة، ألا هو سياسة توزيع الأرباح، وقمنا في هذا الصدد بتقسيم هذا الأخير إلى ثلاث متغيرات.

1.1.2 الربح الموزع للسهم

يقيس الربح الموزع للسهم الواحد (DPS) مقدار التوزيعات النقدية التي يتحصل عليها حامل كل سهم، يحسب هذا المتغير بقسمة إجمالي الأرباح الموزعة (D) على مجموع الأسهم المتداولة (∑ Shares) كما توضحه المعادلة التالية:

$$DPS = \frac{D}{\sum Shares} \dots \dots \dots (6.4)$$

تم اعتماد هذا المتغير في دراسة عبد الوهاب دادن وحرورية بديدة (2012)، وكذلك دراسة (JIANG & WILSON (2013) إضافة إلى دراسة (JIRANYAKUL (2013).

2.1.2 الربح المحتجز للسهم

المتغير الثاني المعتمد هو الربح المحتجز للسهم (RPS)، يقيس مقدار الربح المحتجز بعد طرح قيمة

التوزيعات النقدية من الربح الصافي، ويحسب بقسمة إجمالي الأرباح المحتجزة (RE) على مجموع الأسهم المتداولة ($\sum Shares$) كما هو موضح في العلاقة التالية:

$$RPS = \frac{RE}{\sum Shares} \dots \dots \dots (7.4)$$

تم استعمال هذا المتغير في كل من دراسة (ALTROUDI & MILHEM (2013) ودراسة (ALMASUN (2014).

3.1.2. مردودية السهم

يتمثل المتغير الثالث في مردودية السهم (DY)، يربط هذا المتغير الربح الموزع للسهم الواحد (DPS) مع سعره السوقي (SP)، ويحسب بقسمة الربح الموزع للسهم على السعر السوقي بالشكل الآتي:

$$DY = \frac{DPS}{PS} \dots \dots \dots (8.4)$$

تم استخدام هذا المتغير في العديد من الدراسات السابقة، نذكر منها دراسة (HASHEMIJOO & AI (2012) ودراسة (ALMASUN (2014).

2.2. المتغيرات الضابطة

المتغيرات الضابطة هي المتغيرات المستقلة الأخرى التي يفترض أن يكون لها تأثير على متغيرنا التابع، وقمنا في هذا الصدد بانتقاء أربعة متغيرات حتى يكون نموذجنا مفسرا بالقدر الكافي للأثر الذي يطرأ على سعر السهم.

1.2.2. الرفع المالي

يقيس الرفع المالي تأثير الاستدانة على سعر السهم، ويتم قياسه بقسمة إجمالي الديون المالية (LD) على إجمالي الأصول (ASSET) وفقا للعلاقة التالية:

$$LEV = \frac{LD}{Asset} \dots \dots \dots (9.4)$$

استعمل هذا المتغير في دراسة كل من (ALTROUDI & MILHEM (2013) ودراسة (ALZOMAIA & ALKHADHIRI (2013).

2.2.2. حجم الشركة

يقيس هذا المتغير تأثير حجم الشركة معبرا عنه بالقيمة السوقية، ونظرا لضخامة القيمة السوقية للشركات المدروسة استعملنا اللوغاريتم النيبيري حتى لا يكون هناك تفاوت كبير بين المتغيرات، وعلى هذا المنوال فإن قيمة المتغير تكون كالتالي:

$$SIZE = \ln(MV) \dots \dots \dots (10.4)$$

استعمل كل من (2016) SHAH & NOREEN و(2014) LASHGARI & AHMADI اللوغاريتم النيبييري لإجمالي الأصول، ولكن بما أننا بصدد دراسة السعر السوقي للسهم ارتأينا إتباع دراسة (2012) HASHEMIJOO & AI التي اعتمد فيها على اللوغاريتم النيبييري للقيمة السوقية للشركة (MV) كمقياس للحجم عوضاً عن إجمالي الأصول.

3.2.2. العائد على حقوق الملكية

يستخدم هذا المتغير لقياس المردودية المالية للشركة، حيث ينص على قسمة النتيجة الصافية بعد الضريبة (NE) على القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Equity) وفقاً للعلاقة التالية:

$$ROE = \frac{NE}{Equity} \dots\dots\dots (11.4)$$

تم استخدام العائد على حقوق الملكية في دراسة (2014) ALMASUN.

4.2.2. معدل نمو الأصول

يقيس معدل نمو الأصول (GOA) مقدار نمو الشركة معبراً عليه بالزيادة أو الانخفاض في الأصول، ويتم حسابه بقسمة التغير في أصول الشركة على قيمة أصولها في سنة الأساس كما توضحه العلاقة التالية:

$$GOA = \frac{\Delta Asset_i}{Asset_i} \dots\dots\dots (12.4)$$

تم استخدام معدل نمو الأصول في دراسة (2012) HASHEMIJOO & AI إضافة لدراسة كل من (2014) LASHGARI & AHMADI.

ثالثاً: عرض متغيرات الدراسة

تمت عملية جمع البيانات بالاعتماد على قاعدة البيانات لموقع (guru focus.com)، قمنا قبل ذلك بمقارنة البيانات المعروضة في هذا الموقع مع كل من البيانات المعروضة في موقع (market-watch.com) و (tele-trader.com) بالإضافة إلى (dividend-stocks.com)، حيث لاحظنا أن البيانات متطابقة في المواقع الأربعة بالتالي فهي تتمتع بمصداقية تامة، أما عن سبب اختيار (guru focus.com) فيمكن بسهولة استخدامه وتوافره على جميع المعلومات التي احتجنا إليها في عملية جمع البيانات.

الجدول (3-4): عرض متغيرات الدراسة

GOA	ROE	MV	LEV	DY	RPS	DPS	PS	الشركة
0,0006	0,4649	25,3919	0,3258	0,0279	3,72	4,44	159	MMM
-0,0142	0,2567	24,9274	0,2957	0,0193	4,43	1,22	63	AXP
0,1079	0,369	27,1256	0,2344	0,0203	6,13	2,18	107	AAPL
-0,0467	1,368	25,2916	0,1054	0,0326	3,25	4,36	133,5	BA
-0,0464	-0,48	24,717	0,3045	0,0397	0	3,08	77,5	CAT
0,072	0,1742	25,7571	0,2012	0,0361	1,17	0,94	26	CSCO
-0,0312	0,2685	25,9096	0,0340	0,0321	0,09	1,4	43,5	KO
-0,0168	-0,0033	26,0133	0,1353	0,0433	0	4,29	99	CVX
-0,0291	0,2504	24,8718	0,2026	0,0241	1,33	1,52	63	DD
-0,0191	0,0464	26,6482	0,0875	0,0354	0	2,98	84	XOM
-0,2593	0,0939	26,3564	0,2888	0,031	0	0,93	30	GE
-0,0034	0,0816	26,1759	0,2448	0,0136	13,69	2,6	191	GS
0,0098	1,4944	25,8322	0,5201	0,0219	3,69	2,76	125,5	HD
0,1169	0,1621	25,8681	0,1822	0,0315	1,08	1,04	33	INTC
0,0631	0,7304	25,7847	0,295	0,0381	6,88	5,5	144	IBM
0,0584	0,2337	26,4716	0,1589	0,0286	2,78	3,15	110	JNJ
0,0592	0,092	26,451	0,0091	0,0268	4,24	1,88	70	JPM
-0,1822	1,9193	25,3247	0,8341	0,0297	1,83	3,61	121,5	MCD
-0,0619	0,0925	25,8097	0,2545	0,0324	0	1,85	57	MRK
0,1101	0,2209	26,7135	0,2105	0,0289	0,71	1,39	48	MSFT
-0,0094	0,3012	25,2545	0,0939	0,0105	1,54	0,62	58,5	NKE
0,0252	0,1161	26,0069	0,1829	0,0363	0	1,2	33	PFE
0,0281	0,1712	26,1433	0,149	0,035	1,03	2,66	76	PG
0,0006	0,1278	24,2563	0,0642	0,0233	7,66	2,62	112	TRV
0,1038	0,1946	25,7494	0,2098	0,0174	4,87	2,38	136,5	UNH
0,0253	0,184	25,2079	0,2418	0,0267	3,5	2,62	98	UTX
0,0004	0,674	26,1059	0,4317	0,0453	0,92	2,29	50,5	VZ
0,591	0,1909	25,8605	0,248	0,0074	1,92	0,56	75	V
-0,0037	0,1723	26,0385	0,1811	0,0294	2,38	2	68	WMT
0,0437	0,2139	25,7287	0,179	0,0135	4,31	1,42	104,5	DIS

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على قاعدة البيانات لموقع guru focus.

المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة

بعد عرضنا للإطار العام للدراسة، سنقوم في هذا المبحث بتحليل نتائج الدراسة انطلاقا من تحليل اختبار العلاقة الخطية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ثم تحليل مصفوفة الارتباط لمعرفة حدة ارتباط المتغيرات

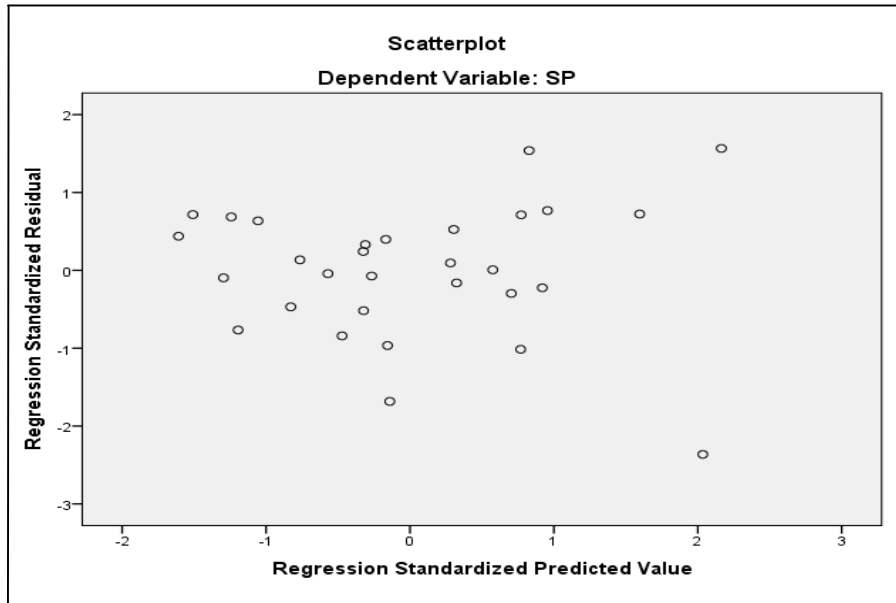
بعضها، بعد ذلك سنقوم بتحليل نتائج الانحدار الخطي واختبار معنوية نموذج الدراسة، وأخيراً سنحاول تقديم تفسير لنتائج الدراسة

المطلب الأول: تحليل اختبار العلاقة الخطية

يستخدم الرسم البياني (scatterplot) لاختبار شروط تحليل الانحدار التي تم شرحها سابقاً من خلال رسم لوحة الانتشار بين القيم المتنبأ بها (predicted values) وأخطاء التقدير (residual values)، فإذا تحققت جميع الشروط سيكون شكل الإنتشار عشوائياً، أما إذا كان شكل لوحة الانتشار على شكل حرف (U) فهذا دليل على أن العلاقة بين المتغيرات ليست خطية بل هي تربيعية، وهذا يعني أن توزيع أحد المتغيرات على الأقل غير طبيعي، وإذا كانت معظم النقاط تتركز في منطقة معينة وتنتشر عشوائياً في مناطق أخرى فهذا دليل على عدم تحقق شرط تجانس التباين.

يتضح من خلال لوحة الإنتشار (scatterplot) الممثلة في الشكل (3-4) أن انتشار القيم عشوائي، معنى ذلك أن كل من المتغير التابع (SP) والمتغيرات المستقلة (EPS,RPS,DY,LEV,SIZE,ROE,GOA) يتبعون التوزيع الطبيعي، وأن جميع القيم المختارة في عينة الدراسة لا تعتمد على قيم فرد آخر من العينة، بالتالي يمكن القول أن جميع الشروط محققة.

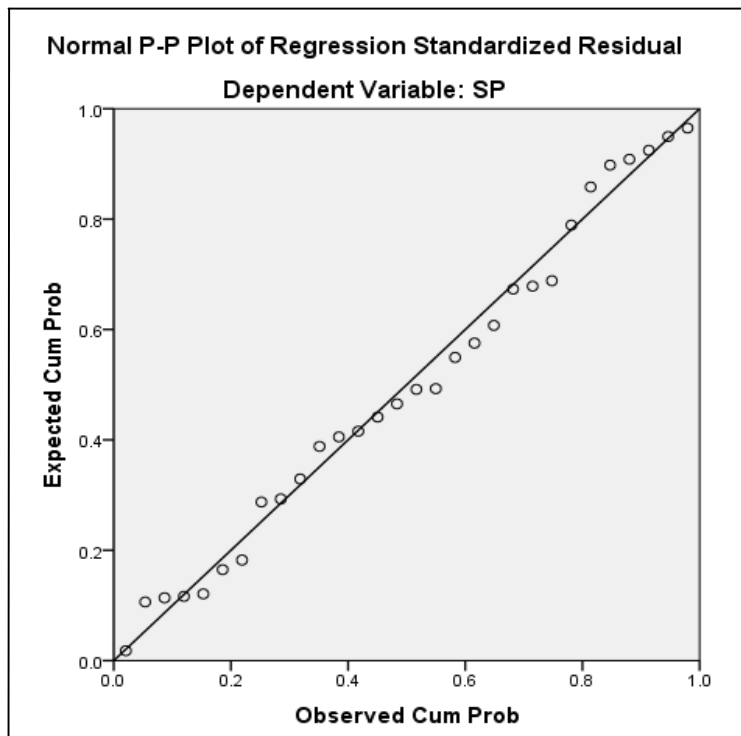
الشكل (3-4): لوحة الإنتشار للمتغير المستقل (SP)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

ويتضح ذلك جليا من خلال الرسم البياني (Normal P-P Plot) الذي يوضح تشتت المربعات الصغرى للمتغير التابع (Dependent variable) والمتمثل في سعر السهم (SP)، حيث يمكن ملاحظة انتشار القيم من خلال الشكل (4-4) التي توضح أن غالبية القيم المتوقعة (Expected Cum Prob) الواقعة على المحور العمودي والقيم الملاحظة (Observed Cum Prob) على المحور الأفقي أقرب ما يمكن لمستقيم الانحدار، بالتالي نستنتج أن شروط العلاقة الخطية بين المتغير التابع (SP) والمتغيرات المستقلة محققة.

الشكل (4-4): التمثيل البياني لمستقيم الانحدار الخطي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

المطلب الثاني: تحليل مصفوفة الارتباط

يهدف تحليل مصفوفة الارتباط إلى قياس قوة العلاقة التي تربط بين كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي تؤثر عليه، بالإضافة إلى اكتشاف حدة الارتباط الموجود بين المتغيرات المستقلة فيما بينها بكل استقلالية عن المتغير التابع.

أولاً: تحليل الارتباط الثنائي

أخذ الارتباط الثنائي بين كل من سعر السهم (SP) والمتغيرات المستقلة الأخرى العديد من القيم يمكن

تفسيرها في النقاط التالية:

- أشار معامل الارتباط بين سعر السهم (SP) والربح الموزع للسهم الواحد (DPS) لوجود علاقة طردية بين كلا المتغيرين، حيث بلغ الارتباط (1,71%)، وهذا ما يعني وجود علاقة قوية بين كل من سعر السهم والربح الموزع للسهم.
- قدر الارتباط بين سعر السهم (SP) والربح المحتجز لكل سهم (RPS) بـ(2,74%)، يشير ذلك لوجود علاقة طردية قوية بين احتجاز الأرباح و سعر السهم، حيث يمكن ملاحظة أن الارتباط الموجود بين سعر السهم والربح المحتجز يفوق الارتباط الموجود بين كل من سعر السهم والربح الموزع للسهم (DPS) بمقدار (1,3%).
- أشارت كذلك نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة عكسية بين سعر السهم (SP) ومردوديته (DY)، حيث بلغ الارتباط (3,28%)، وهذا ما يفسر وجود علاقة عكسية بين سعر السهم و مردوديته.
- بلغ معامل الارتباط بين سعر السهم (SP) والرفع المالي (LEV) نسبة (4,22%)، يدل هذا على وجود علاقة ايجابية بين معدل الاستدانة وسعر السهم.
- كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين سعر السهم (SP) وحجم الشركة (SIZE)، إلا أن مقدار الارتباط بينهما لم يتجاوز (11%).
- في حين أشارت نتائج الارتباط الثنائي بين سعر السهم (SP) والعاقد على حقوق الملكية (ROE) إلى وجود ارتباط بمقدار (1,35%)، وهذا يدل على وجود علاقة ايجابية بين المردودية المالية وسعر السهم.
- وأخيرا أشارت نتائج الارتباط لعدم وجود علاقة بين معدل نمو الأصول (GOA) وسعر السهم (SP)، حيث لم يظهر أي ارتباط بين كلا المتغيرين.

الجدول (4-4): الارتباط الثنائي للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

	SP	
Pearson Correlation	DPS	.711
	RPS	.742
	DY	-.283
	LEV	.224
	SIZE	-.110
	ROE	.351
	GOA	.001

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

ثانياً: تحليل الارتباط المتعدد

يهدف تحليل الارتباط المتعدد (Multiple Correlation) إلى إيجاد الارتباط الموجود بين المتغيرات المستقلة بكل استقلالية عن المتغير التابع، والهدف من وراء هذا التحليل هو اكتشاف المتغيرات المستقلة التي يكون معدل الارتباط بينها كبيراً، الشيء الذي يؤثر على معنوية النموذج و المعلمات.

الجدول (4-5): الارتباط المزدوج للمتغيرات المستقلة

		DPS	RPS	DY	LEV	SIZE	ROE	GOA
Pearson Correlation	DPS	1.000	.259	.408	.225	-.098	.375	-.243
	RPS	.259	1.000	-.492	.004	-.072	.096	.105
	DY	.408	-.492	1.000	.057	.111	-.010	-.411
	LEV	.225	.004	.057	1.000	-.124	.651	-.213
	SIZE	-.098	-.072	.111	-.124	1.000	-.082	.161
	ROE	.375	.096	-.010	.651	-.082	1.000	-.190
	GOA	-.243	.105	-.411	-.213	.161	-.190	1.000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يلاحظ من خلال الجدول (4-5)، أن الارتباط بين المتغيرات المستقلة أخذ العديد من القيم ما بين موجب وسالب يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- بلغ معامل الارتباط بين الربح الموزع للسهم (DPS) والربح المحتجز للسهم نسبة (25,9%)، في حين كان الارتباط مع مردودية السهم (40,8%)، بينما بلغ الارتباط مع كل من الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية (22,5%) و(37,5%) على التوالي، وعلى عكس ذلك كان هناك ارتباط عكسي بين سعر السهم وكل من حجم المؤسسة ومعدل نمو الأصول حيث بلغ (9,8%) للأولى و(24,3%) للثانية.
- أوضحت نتائج الارتباط وجود علاقة عكسية بين الربح المحتجز للسهم وكل من مردودية السهم (49,2%) إضافة إلى حجم المؤسسة (7,2%)، بينما كان الارتباط مع العائد على حقوق الملكية ومعدل نمو الأصول موجبا، حيث بلغ (9,6%) بالنسبة للعائد على حقوق الملكية و(10,5%) بالنسبة لمعدل نمو الأصول، في حين لم تشر لوجود أي ارتباط مع الرفع المالي.
- كانت نتائج الارتباط بين مردودية السهم (DY) وكل من الرفع المالي وحجم الشركة موجبة، لكنها لم تشر لوجود ارتباط قوي بينهما، حيث بلغت (5,7%) مع الرفع المالي و(11,1%) مع حجم الشركة، بينما

كانت العلاقة مع العائد على حقوق الملكية ومعدل نمو الأصول سلبية، بلغت على إثرها (10%) للأولى و(41,1%) للثانية.

▪ أفضت نتائج التحليل كذلك عن وجود ارتباط شبه قوي بين الرفع المالي (LEV) والعائد على حقوق الملكية بلغ (65,1%)، بينما كان الارتباط عكسيا مع المتغيرات الأخرى والمتمثلة في حجم المؤسسة (12,4%) ومعدل نمو الأصول (21,3%).

▪ بلغ حجم الارتباط بين حجم الشركة (SIZE) ومعدل نمو الأصول (16,1%)، في حين كان عكسيا بينها وبين العائد على حقوق الملكية حيث بلغ (8,2%)، بينما كان الارتباط بين العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل نمو الأصول سالبا (19%)، وهذا دلالة على أن المردودية المالية للشركة على علاقة عكسية مع معدل نمو الشركة.

يتضح من خلال تحليل الارتباط الموجود بين المتغيرات المستقلة، أن أقصى نسبة مسجلة بالقيمة المطلقة كانت بين الرفع المالي (LEV) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، حيث لم تتجاوز (65,1%)، بالتالي يمكن القول أنه لا يوجد تعدد في الارتباط بين كل من المتغيرات المستقلة ضمن معادلة الانحدار (Multi Colinearity) والتي يمكنها التأثير على معنوية النموذج ككل والمعلومات على وجه الخصوص.

المطلب الثالث: تحليل نتائج الانحدار المتعدد

سنقوم في هذا المطلب بعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد انطلاقا من النموذج الأولي الذي ضم جميع المتغيرات المشار إليها مسبقا، بعد ذلك نستعرض النموذج النهائي الذي أعد بعد إدخال بعض التحسينات على النموذج الأولي والمتمثلة في حذف المتغيرات التي ليس لها مدلول إحصائي من النموذج، ثم سنمر في الأخير لتفسير نتائج الدراسة.

أولا: النموذج الأولي

ضم النموذج الأولي جميع المتغيرات المستقلة التي توقعنا أن لها تأثير على قيمة السهم، حيث أسفرت مخرجات المعالجة الإحصائية على العديد من النقاط سنقوم بتحليلها انطلاقا من الاختبارات الموالية.

1. اختبار جودة النموذج

يعتمد اختبار جودة النموذج على معامل التحديد (R Square)، الذي يقوم بتحديد نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، حيث يشترط أن تكون هذه النسبة أكبر ما يمكن حتى يكون بإمكاننا القول أن المتغيرات التي تم ضبطها تفسر جيدا ما يحصل داخل المجتمع المدروس.

يمثل الجدول (4-6) نتائج اختبار جودة النموذج الأولي، يتضح من خلالها أن قيمة معامل التحديد (0.953)، معنى ذلك أن متغيراتنا المستقلة استطاعت تفسير ما مقدره (95,3%) من القيمة السوقية لأسهم الشركات المدروسة، أما النسبة المتبقية (4,7%) فترجع لمتغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

الجدول (4-6): نتائج اختبار جودة النموذج الأولي

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.976 ^a	.953	.938	10.38112	1.991

a. Predictors: (Constant), GOA, RPS, SIZE, ROE, DPS, LEV, DY
b. Dependent Variable: SP

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

2. اختيار المعنوية الكلية

يتم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية (Fisher)، ويقوم مبدأ الاختبار في ظل هذه الإحصائية على مقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة المجدولة $F(k,n-k,\alpha)$ لقبول أو رفض الفرضية الصفرية، فإذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية نقبل الفرضية الصفرية، وعكس ذلك نقبل الفرضية البديلة. يتضح لنا من خلال جدول تحليل التباين أن قيمة إحصائية (Fisher) المحسوبة تساوي (63.243) وهي أكبر تماما من القيمة المجدولة $F(22,7,0.05)$ التي تساوي (2.464) عند درجة ثقة (0.05)، كذلك هو الحال بالنسبة لقيمة الدلالة (Sig) التي كانت مساوية للصفر وهي أقل تماما من (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة $(H:\beta \neq 0)$ ، أي أن النموذج يتمتع بمعنوية إحصائية تامة وكل المعالم المقدرة له تختلف كليا عن الصفر.

الجدول (4-7): نتائج تحليل التباين للنموذج الأولي

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	47709.151	7	6815.593	63.243	.000 ^b
	Residual	2370.891	22	107.768		
	Total	50080.042	29			

a. Dependent Variable: SP
b. Predictors: (Constant), GOA, RPS, SIZE, ROE, DPS, LEV, DY

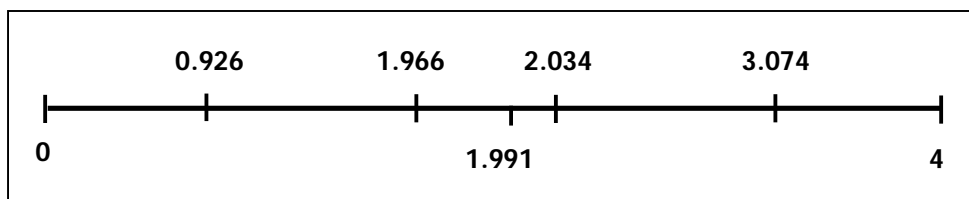
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

3. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

تستعمل إحصائية (Durbin-Watson) لاختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وذلك لمعرفة إذا ما كانت القيمة المحسوبة تقع داخل مجال استقلالية الأخطاء أو خارجها.

بعد استخراج القيمة المحسوبة من الجدول (4-6) والتي تساوي (1.991) ومقارنتها مع القيمتين (d_l, d_u) الموضحة في جدول (D-W) وللتان تساويان (0.926) و(2.034) على التوالي بالإضافة إلى القيمتين الأخريين $(4-d_l, 4-d_u)$ اللتان تساويان (3.074) و(1.966)، تم التوصل لعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، أي أن القيمة المحسوبة تقع داخل مجال قبول الفرضية الصفرية [1.966-2.034] كما هو موضح في الشكل (4-5).

الشكل (4-5): التمثيل البياني لاختبار (D-W) للنموذج الأولي



المصدر: من إعداد الطلبة.

4. اختبار معنوية المعالم

يهدف اختبار معنوية المعالم لدراسة الدلالة الإحصائية لكل المتغيرات بشكل فردي، ويقوم مبدأ الاختبار على مقارنة القيمة المحسوبة للمعالم مع القيمة الموضحة في جدول (Student) بدرجة ثقة (α) ، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة المجدولة نرفض الفرضية الصفرية $(H_0: \beta=0)$.

الجدول (4-8): نتائج اختبار معنوية المعالم للنموذج الأولي

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-40.871	82.328		-.496	.625
	DPS	28.674	2.383	.852	12.034	.000
	RPS	3.875	.936	.279	4.140	.000
	DY	-2311.372	351.491	-.523	-6.576	.000
	LEV	28.416	16.367	.108	1.736	.097
	SIZE	4.292	3.234	.065	1.327	.198
	ROE	-6.219	5.838	-.072	-1.065	.298
	GOA	-11.704	16.899	-.037	-.693	.496

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول (4-8) نلاحظ أن إحصائية (T) المحسوبة لكل من الربح الموزع للسهم (DPS)، الربح المحتجز للسهم (RPS) ومردودية السهم (DY) أكبر من القيمة الجدولية المقدره بـ(1,895) عند مستوى ثقة $(\alpha=0.05)$ ، حيث بلغت (12,034) بالنسبة للربح الموزع للسهم، و(4,14) بالنسبة للربح المحتجز للسهم، و(6,576) بالقيمة المطلقة لمردودية السهم، ويلاحظ أيضا أن قيمة الدلالة (SIG) لجميع المتغيرات السالفة الذكر مساوية للصفر، أي أقل من (0.05)، بالتالي فهي ذات معنوية.

كما أوضحت نتائج اختبار معنوية المعالم أن كلا من الرفع المالي (LEV)، حجم المؤسسة (SIZE)، العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعدل نمو الأصول (GOA) لا يتمتعون بمعنوية إحصائية عند مستوى ثقة $(\alpha=0.05)$ ، حيث كانت جميع قيمهم المحسوبة أقل من القيمة الجدولية المقدره بـ(1,895)، كما أن قيمة دلالتهم أكبر تماما من (0.05).

وبغية الحصول على نموذج أفضل ارتأينا إجراء بعض التحسينات على النموذج الأولي، عن طريق استبعاد المتغيرات التي لا تتمتع بمعنوية إحصائية عند مستوى ثقة $(\alpha=0.05)$ ، وذلك للاحتفاظ بالمتغيرات التي تتمتع بدلالة إحصائية في تفسيرها لسعر السهم، وعليه كانت مراحل استبعاد متغيرات الدراسة كما هو موضح في الجدول (4-9)، انطلاقا من المتغير الذي يحمل أكبر احتمال إلى آخر متغير لا يتمتع بمعنوية.

الجدول (4-9): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	قيمة الاحتمال (SIG)	قيمة الإحصائية (T)
1	GOA	0,496	-0,693
2	ROE	0,33	-0,996
3	SIZE	0,262	1,149
4	LEV	0,169	1,416

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

نلاحظ من الجدول السابق أن:

- قيمة المعنوية (SIG) الخاصة بمعدل نمو الأصول (GOA) في النموذج الأولي (0,496)، وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05)، فيما قدرت إحصائية (T) المحسوبة بالقيمة المطلقة (0,693) وهي أقل من القيمة الجدولية (1,895)، وعليه توصلنا أن المتغير ليس لديه تأثير معنوي على أسهم الشركات المدروسة وقمنا باستبعاده كمرحلة أولية.

- بعد إعدادنا للنموذج الثاني لاحظنا أن دلالة المتغير (ROE) الذي يتمثل في العائد على حقوق الملكية بلغت (0,33) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0,05)، فيما قدرت إحصائية (T) المحسوبة بالقيمة المطلقة (0,996) وهي أقل من القيمة الجدولية (1,943)، بالتالي فهذا المتغير كذلك لا يتمتع بمعنوية وعليه تم استبعاده في النموذج الثالث.
- توصلنا في النموذج الثالث أن دلالة حجم الشركة (SIZE) أقل من مستوى المعنوية (0,05) حيث بلغت (0,262)، بالإضافة إلى أن إحصائية (T) المحسوبة (1,149) أكبر من القيمة الجدولية (2,015)، وعليه تم حذف المتغير من النموذج الرابع.
- أما في النموذج الرابع تبين لنا أيضا أن المتغير (LEV) لا يتمتع بمعنوية إحصائية، حيث كانت إحصائية (T) الخاصة به (1,416) وهي أقل من القيمة المجدولة (2,132)، كذلك هو الحال بالنسبة لمعنويته التي قدرت بـ(0,169) والتي هي أقل من مستوى المعنوية (0,05)، بالتالي تم استبعاده على نفس خطى المتغيرات السابقة.

ثانيا: النموذج النهائي

بعد استبعادنا لجميع المتغيرات التي لا تتمتع بمدلول إحصائي، اتضح لنا أن المتغيرات الوحيدة التي لديها القدرة على إعطاء تفسير معنوي لأسعار أسهم الشركات المدروسة هي متغيرات سياسة توزيع الأرباح والمتمثلة في الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم ومردودية السهم.

1. اختبار جودة النموذج

يتضح من خلال الجدول (4-10) أن معامل التحديد للنموذج قدر بـ (R Square= 0.942)، معنى ذلك أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح استطاعت تفسير (94,2%) من القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، أما النسبة المتبقية (5,8%) فترجع لمتغيرات أخرى غير متغيرات سياسة توزيع الأرباح.

الجدول (4-10): نتائج اختبار جودة النموذج النهائي

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
5	.971 ^a	.942	.936	10.52475	2.136
a. Predictors: (Constant), DY, DPS, RPS					
b. Dependent Variable: SP					

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

2. اختبار المعنوية الكلية

من خلال الجدول (4-11) نلاحظ أن إحصائية (Fisher) المحسوبة تساوي (142,036) أكبر من القيمة الجدولية (26,3,0.05) F التي تساوي (2,975) عند درجة ثقة (0.05)، بالإضافة إلى ذلك قيمة الدلالة (Sig) مساوية للصفر أي أن العلاقة المدروسة معنوية وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات له تأثير على أسهم الشركات المدروسة، إذن نرفض الفرضية الصفرية ($H_0: \beta=0$)، أي أن النموذج يتمتع بمعنوية تامة وكل المعالم المقدرة له تختلف كلياً عن الصفر.

الجدول (4-11): نتائج تحليل التباين للنموذج النهائي

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
5	Regression	47200.013	3	15733.338	142.036	.000^b
	Residual	2880.029	26	110.770		
	Total	50080.042	29			

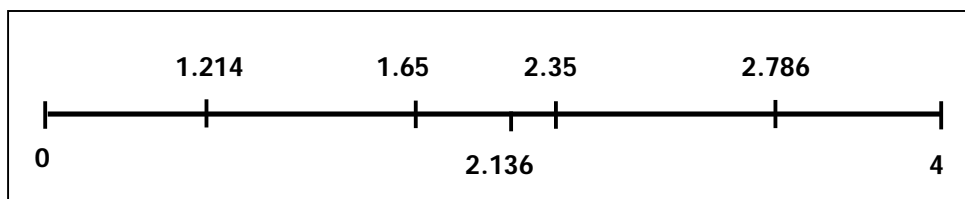
a. Dependent Variable: SP
b. Predictors: (Constant), DY, DPS, RPS

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

3. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يتضح لنا من خلال الجدول (4-10) أن قيمة إحصائية (Durbin-Watson) تساوي (2,136)، وبعد مقارنتها مع القيم (d_u, d_l) الموضحة في جدول (D-W) واللذان تساويان (1.214) و(1.65) على التوالي إضافة إلى القيمتين الأخريين ($4-d_l, 4-d_u$) اللتان تساويان (2.786) و(2.35)، تم التوصل لعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، أي أن القيمة المحسوبة تقع في المجال الخالي من الأخطاء [1,65-2,35]، بالتالي يمكن القول أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

الشكل (4-6): التمثيل البياني لاختبار (D-W) للنموذج النهائي



المصدر: من إعداد الطلبة.

4. اختبار معنوية المعالم

نلاحظ من خلال الجدول (4-12) أن قيم المعنوية (Sig) لجميع المتغيرات مساوية للصفر أي أقل تماما من (0.05)، كما أن إحصائية (T) المحسوبة بالنسبة للمتغيرات تساوي (13,156) للربح الموزع للسهم، (4,397) للربح المحتجز للسهم و(6,837) بالقيمة المطلقة لمردودية السهم، وهي جميعا أكبر من القيمة الجدولية التي تساوي (2,353)، بالتالي نستنتج أن كل المتغيرات المستقلة في النموذج النهائي ذات معنوية إحصائية.

الجدول (4-12): نتائج اختبار معنوية المعالم للنموذج النهائي

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
5	(Constant)	69.757	8.390		8.315	.000
	DPS	27.971	2.126	.831	13.156	.000
	RPS	4.040	.919	.291	4.397	.000
	DY	-2117.551	309.739	-.479	-6.837	.000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

ثالثا: تفسير نتائج الدراسة

من خلال نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد توصلنا للاستنتاجات التالية:

- أن سياسة توزيع الأرباح ممثلة بكل من الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم ومردودية السهم تفسر ما قيمته (94,2%) من القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي خلال فترة الدراسة، أما النسبة المتبقية (5,8%) فترجع لعوامل أخرى غير سياسة توزيع الأرباح.
- توصلنا من خلال النموذج النهائي أن التوزيعات النقدية (DPS) تؤثر إيجابا على أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز، فزيادة نصيب السهم من التوزيعات بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة أسعار أسهم الشركات بمقدار (27,971) وحدة، وهذا يتفق مع توجهات (Gordon) القائلة أن توزيع الأرباح يؤثر إيجابا على قيمة السهم، وأن على الشركات توزيع أكبر قدر من الأرباح إذا ما أرادت تعظيم قيمتها السوقية، فالشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي تعتبر من الشركات الكبرى (Blue Chip)، تقوم مجملها بتوزيع أرباح معتبرة وبصفة منتظمة حتى في ظل الأزمات المالية الأمر الذي أدى بها إلى كسب ولاء المستثمرين ذوي الدخل المحدود الذين يبحثون على استقرار عوائدهم المتمثلة في التوزيعات

النقدية، وقد توصل لنفس النتيجة كل من عبد الوهاب دادن وحوورية بديدة (2012)، إضافة إلى
 .ALTROUDI & MILHEM (2013).

■ أثبت النتائج كذلك أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPS) يؤثر إيجاباً على القيمة السوقية
 للسهم، حيث أن زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بوحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية
 للسهم بمقدار (4,04) وحدة، تتفق هذه النتيجة مع نظرية التمييز الضريبي التي تنص على أن زيادة
 الأرباح المحتجزة ستؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم في ظل تفاوت معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية
 والتوزيعات، ولكن بالموازاة مع ذلك سيؤدي هذا الأمر إلى انخفاض في سعر السهم بمقدار (27,971)
 وحدة نظراً لكون الزيادة في الربح المحتجز للسهم سيجلب عليها انخفاض في نصيب السهم من
 التوزيعات بنفس المقدار، وهذا لا يتوافق مع وجهة نظر (Modigliani & Miller) التي تقول أن قيمة
 الشركة معبر عنها بقيمة أسهمها لا تتأثر إذا ما قررت الشركة توزيع أرباحها أو احتجازها، من جانب
 آخر يمكن تفسير الأثر الإيجابي لاحتجاز الربح على قيمة السهم في زيادة الفرص الاستثمارية
 للشركات بعد خروجها من دوامة الأزمة المالية التي عصفت بالسوق المالي في السنوات الماضية، ففي
 ظل انتعاج غالبية الشركات لسياسات توزيع منتظمة حتى في ظل ضعف النتائج حال دون تخصيص
 جزء من الأرباح لتلبية احتياجاتها التمويلية الداخلية، وبعد الرواج الاقتصادي أدت الزيادة في أرباح
 الشركات إلى زيادة وعاء الربح القابل للاحتجاز بعد خروجها من فترة الأزمة، وتتطابق هذه النتيجة مع
 دراسة (ALTROUDI & MILHEM (2013).

■ أشارت نتائج تحليل الانحدار لوجود علاقة عكسية بين مردودية السهم (DY) وسعره السوقي (SP)،
 حيث أن زيادة مردودية السهم بنسبة (1%) سيؤدي إلى انخفاض السعر السوقي للسهم بمقدار
 (21,1755) وحدة، غير أن هذه النتيجة لا تتفق مع الفكر المالي والاستثماري، ففي واقع الأمر الزيادة
 في مردودية السهم سيجلب عليها زيادة في سعر السهم كنتيجة لارتفاع الطلب عليه، لأن المستثمرين
 يتصفون بالرشادة ويبحثون دائماً عن الاستثمارات التي تحقق لهم مردوداً أكبر، في المقابل توصل إلى
 نفس النتيجة كل من (HASHEMIJOO & AI (2012) وكذلك (SHAH & NOREEN (2016) بالإضافة
 إلى (ALMASUN (2014).

■ كما أشارت نتائج الدراسة لعدم وجود تأثير معنوي للرفع المالي (LEV) على سعر السهم (SP)، يمكن
 تفسير هذا الأمر على أن المستثمرين في هذه الشركات لا يبدون أهمية بالغة لمخاطر الإفلاس نظراً

لضخامة أنشطة هذه الشركات وسمعتها، بالإضافة إلى ثقتهم في قدرة المدراء التنفيذيين على إيجاد الحلول والطرق التي تجنب الشركة مخاطر التصفية وضياع حقوقهم إذا ما بلغت الشركة مرحلة العسر المالي، تتطابق هذه النتيجة مع نتائج كل من (2012) ALZOMAIA & HASHEMIJOO & AI و (2013) ALKHADHIRI إضافة إلى (2016) SHAH & NOREEN .

▪ لم تشر نتائج المعالجة الإحصائية لوجود تأثير معنوي لحجم المؤسسة (SIZE) على سعر السهم (SP)، يرجع السبب في ذلك لكون جميع الشركات المكونة للمؤشر من الشركات العملاقة، بالتالي فإن عامل الحجم لن يخلق ارتباكا لدى المستثمر إذا ما أراد الاستثمار في أسهم أحد هذه الشركات نظرا لكون جميع الشركات المكونة للمؤشر من نفس الحجم، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة LASHGARI & AHMADI (2014) وكذلك دراسة (2016) SHAH & NOREEN .

▪ إضافة لما سبق، لم يكن لمعدل نمو الأصول (GOA) تأثير معنوي على قيمة السهم (SP)، يرجع ذلك حسب رأينا إلى بلوغ جميع الشركات مرحلة النضج التي تتميز باستقرار نمو الأصول نظرا لعدم وجود آفاق استثمارية جديدة تتطلب زيادة أصول الشركة كنتيجة لتوسع أنشطتها، وتتطابق هذه النتيجة مع دراسة (2012) HASHEMIJOO & AI ودراسة (2013) ALZOMAIA & ALKHADHIRI .

▪ كشفت النتائج عن عدم وجود تأثير معنوي للعائد على حقوق الملكية (ROE) على سعر السهم (SP)، ويعتبر هذا الأمر غير منطقي نظرا لأن العائد على حقوق الملكية يقيس مقدار الربح الناتج عن استثمار كل وحدة نقدية في رأسمال الشركة، وبالتالي يحتمل أن يكون هناك تأثير معنوي ايجابي بين سعر السهم والعائد على حقوق الملكية، حيث تتعارض هذه النتيجة مع ما توصل إليه ALMASUN (2014).

خلاصة:

قمنا في هذا الفصل بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لأسهم الشركات الثلاثين المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي، من خلال اعتماد المتوسط الحسابي لأعلى وأدنى سعر وصل إليه السهم كمتغير تابع، ومردودية السهم، الربح الموزع للسهم والربح المحتجز للسهم كمتغيرات تمثل المتغير المستقل للدراسة المتمثل في سياسة توزيع الأرباح، كما تم الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة التي وجدنا من خلال الدراسات السابقة أن لها تأثير على قيمة السهم.

أظهرت نتائج الانحدار الخطي المتعدد أن سياسة توزيع الأرباح ممثلة بالمتغيرات الثلاثة السالفة الذكر تفسر ما قيمته (94,2%) من القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي خلال فترة الدراسة، أما النسبة المتبقية (5,8%) فترجع لعوامل أخرى غير سياسة توزيع الأرباح، كما بينت نتائج اختبار معنوية المعالم أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تتمتع جميعا بمعنوية على عكس المتغيرات الضابطة التي لم تشر لوجود علاقة بينها وبين سعر السهم.

الخاتمة

أصبح هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة من أهم أهداف الإدارة المالية الحديثة، بعدما كان الهدف الذي تسعى له غالبية شركات الأعمال هو تحقيق الربح، هذا الأخير يتأثر بمجموعة من القرارات المالية من أهمها سياسة توزيع الأرباح، حيث يعتبر قرار توزيع الأرباح على المساهمين من القرارات المالية الهامة نظرا لتأثيره المتبادل مع كل من قراري الاستثمار والتمويل في الشركة، فالهدف الأساسي لسياسة توزيع الأرباح يتمثل في إرضاء المساهمين من جهة وضمان قدرة التمويل الذاتي من جهة أخرى.

إن سياسة توزيع الأرباح ليست بالمهمة السهلة على إدارة الشركة، لكونها تشكل التزاما ضمنيا منها بالحفاظ على مستوى معين من التوزيعات لكي لا يتبادر للرأي العام أن الشركة تواجه صعوبات مالية، في حين أن زيادة معدل توزيع الربح قد يترجم من طرف المستثمرين على أنه إشارة جيدة تؤثر بذلك على توقعاتهم وعلى طريقة تقييمهم لأسهم الشركة.

أدى اختلاف وجهات النظر حول طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة السهم إلى ظهور العديد من المدارس الفكرية، يرى بعضهم أن سياسة توزيع الأرباح حيادية ولا تأثر على سعر السهم، في حين هناك من ينتقد هذه الفكرة على أساس أن قيمة السهم تتحدد بقيمة التوزيعات المحيطة، أما الطرف الثالث فيرى في عملية احتجاز الربح زيادة في القيمة السوقية للسهم نظرا للتفاوت في معدلات الضريبة المفروضة.

أولاً: اختبار الفرضيات

بعد دراستنا لموضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم بشقيه النظري والتطبيقي، كانت نتائج اختبار صحة الفرضيات التي تمت صياغتها في مقدمة البحث كما يلي:

▪ **الفرضية الأولى:** "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم والسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي".

استنادا لنتائج النموذج النهائي الذي أظهر أن قيمة المعنوية (Sig) للربح الموزع للسهم (DPS) مساوية للصفر، أي أقل من مستوى المعنوية (5%)، كما أن إحصائية (T) تساوي (13,156) وهي أكبر من القيمة الجدولية (2,353)، بالإضافة إلى ذلك قيمة المعامل تساوي (27,971)، هذا يدل على وجود أثر إيجابي معنوي بين الربح الموزع للسهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، ومنه نثبت صحة هذه الفرضية.

▪ **الفرضية الثانية:** "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم والسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي".

كشفت نتائج النموذج النهائي أن قيمة المعنوية (Sig) للربح المحتجز للسهم (RPS) مساوية للصفر، أي أقل من مستوى المعنوية (5%)، كما أن إحصائية (T) تساوي (4,397) فهي بالتالي أكبر من القيمة الجدولية (2,353)، بالإضافة إلى أن قيمة المعامل تساوي (4,04) بالتالي فهذا دليل على وجود أثر معنوي إيجابي بين الربح المحتجز للسهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، ومنه نثبت صحة هذه الفرضية.

▪ **الفرضية الثالثة:** "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مردودية السهم والسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي".

أظهرت نتائج النموذج النهائي كذلك أن قيمة المعنوية (Sig) لمردودية السهم (DY) مساوية للصفر، أي أقل من مستوى المعنوية (5%)، كما أن إحصائية (T) تساوي (6,837) بالقيمة المطلقة، وهي كذلك أكبر من القيمة الجدولية (2,353)، كما أن قيمة المعامل تساوي (-2117,551)، هذا يدل على وجود أثر معنوي سلبي بين مردودية السهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، ومنه نثبت صحة هذه الفرضية.

ثانياً: نتائج الدراسة

توصلنا من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لهذا الموضوع إلى العديد من النتائج، نستعرض أهمها من خلال التقسيم التالي:

1. نتائج الدراسة النظرية

▪ لا يوجد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح يمكن تطبيقها على جميع الشركات، فعملية توزيع الأرباح تختلف من شركة لأخرى كنتيجة لاختلاف العوامل والظروف المؤثرة على هذه السياسة، وعليه استنتجنا أن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي السياسة التي تقوم من خلالها الشركة بتوزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح على حملة أسهمها كمكافأة على استثمارهم في رأسمالها، وفي نفس الوقت أقل قيمة ممكنة تخرج من خزينتها بالشكل الذي لا يتعارض مع خططها وأهدافها الإستراتيجية.

▪ تتحدد قيمة السهم بناءً على العديد من العوامل، تتغير هذه الأخيرة من شركة لأخرى، لكنها تتفق جميعاً من ناحية توزيع الربح، إذ يعد نصيب السهم من التوزيعات متغيراً مهماً في معادلة تقييم السهم، حيث يهدف إلى إعطاء قيمة تقديرية تمكن المستثمرين من التقييم الجيد للأسهم في ظل الأرباح المحصل عليها، ومن جانب آخر يتأثر سعر السهم بمعدل نمو الشركة الذي يتحدد بدوره بمقدار

الأرباح التي يتم احتجازها لغرض إعادة استثمارها في مجالات أخرى تذر أرباحا على الشركة وعلى ثروة الملاك في نفس الوقت.

■ السهم باعتباره سلعة تباع وتشتري يجب أن يخلق منفعة لحامله، سواء كان ذلك بالحصول على عائد بشكل دوري، أو عن طريق الاستفادة من فوارق الأسعار، بالتالي فإن المستثمرين في سوق الأسهم يسعون بكل بساطة إلى تعظيم ثروتهم، فهم لا يمانعون إعادة استثمار حقهم في الأرباح إذا ترتب على هذا الأمر أرباحا إضافية في المستقبل، عكس ذلك فهم يسعون إلى الحصول على أكبر نقدية ممكنة إذا لم تكن هناك فرصة لتعظيم تلك الثروة.

■ يرى رواد مدرسة حيادية التوزيعات أن قيمة السهم لا تتأثر إذا ما قررت الشركة توزيع أرباحها أو احتجازها، ويرجعون ذلك إلى أن قيمة الشركة تتأثر بالأرباح التي تم تحقيقها نتيجة لفعالية سياستها الاستثمارية ونجد في هذا الجانب أفكار (M&M)، أما نظرية أثر الزبون ونظرية التزود بالتوزيعات فيرون أن كل مستثمر يختار السهم الذي يتبع التوزيع الذي يلائمه بالتالي فقيمة السهم لن تتأثر بتفضيلات المستثمرين.

■ اختلفت النظريات المساندة لوجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم في تفسير طبيعة العلاقة الموجودة بينهما، حيث أيد (Gordon) وجود تأثير إيجابي لتوزيع الأرباح على قيمة السهم من خلال نموذج الذي يفسر أن قيمة السهم تساوي مجموع الأرباح الموزعة محينة من ما لا نهاية، أما في الجانب الآخر تؤكد نظرية التمييز الضريبي أن احتجاز الربح سيعظم قيمة السهم نظرا للتمييز الموجود بين معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والضرائب المفروضة على التوزيعات النقدية.

2. نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الشركات المكونة لمؤشر داو جونز، توصلنا للاستنتاجات التالية:

■ سياسة توزيع الأرباح ممثلة بكل من الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم ومردودية السهم تفسر ما قيمته (94,2%) من القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي خلال فترة الدراسة.

■ أن التوزيعات النقدية تؤثر إيجابا على أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز، تتفق هذه النتيجة مع توجهات (Gordon) القائلة أن توزيع الأرباح يؤثر إيجابا على قيمة السهم وأن على الشركة

توزيع أكبر قدر من الأرباح إذا أرادت تعظيم قيمتها السوقية لأن المستثمرين يفضلون التوزيعات الحالية على الأرباح الرأسمالية التي تمتاز بعدم التأكد.

- أثبتت النتائج كذلك أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يؤثر إيجاباً على القيمة السوقية للسهم، ولكن بالموازاة مع ذلك ستؤدي زيادة احتجاز الربح بوحدة واحدة إلى انخفاض في سعر السهم بسبعة أضعاف نظير انخفاض الربح الموزع للسهم، وهذا لا يتوافق مع وجهة نظر (Modigliani & Miller) التي تقول أن قيمة الشركة لا تتأثر إذا ما تم توزيع الأرباح أو احتجازها، غير أنها تتفق جزئياً مع نظرية التمييز الضريبي من ناحية التأثير الإيجابي لاحتجاز الربح وتتعارض مع فكرة أن تأثير احتجاز الربح أكبر من تأثير توزيعه.
- أكدت النتائج على وجود علاقة سلبية بين مردودية السهم والسعر السوقي للسهم، حيث أن زيادة مردودية السهم سيؤدي إلى انخفاض السعر السوقي، غير أن هذه النتيجة لا تتفق مع الفكر المالي والاستثماري، نظراً لأن الزيادة في مردودية السهم يفترض أن يترتب عليها زيادة في سعر السهم كنتيجة لارتفاع الطلب عليه.
- عدم وجود تأثير معنوي للرفع المالي على سعر السهم، يمكن تفسير هذا الأمر على أن المستثمرين في هذه الشركات لا يبدون أهمية بالغة لمخاطر الإفلاس نظراً لضخامة هذه الشركات وسمعتها الواسعة.
- لا يوجد تأثير معنوي لحجم المؤسسة على سعر السهم، يحتمل أن يرجع ذلك لكون جميع الشركات المدروسة من نفس الحجم وتتبع أغلبها نفس سياسة توزيع الأرباح.
- لم يكن لمعدل نمو الأصول تأثير معنوي على قيمة السهم، يرجع ذلك حسب رأينا إلى بلوغ جميع الشركات مرحلة التشبع، بالتالي فتغير معدل نمو الأصول لا يؤثر على قيمة هذا النوع من الشركات، بل يكون تأثيره على الشركات الحديثة النشأة التي يكون فيها احتمال النمو كبيراً.
- كشفت النتائج عن عدم وجود تأثير معنوي للعائد على حقوق الملكية على سعر السهم، ويعتبر هذا الأمر غير منطقياً نظراً لأن العائد على حقوق الملكية يقيس مقدار الربح الناتج عن استثمار كل وحدة نقدية في رأسمال الشركة، فبالتالي يحتمل أن يكون هناك تأثير معنوي إيجابي بين سعر السهم والعائد على حقوق الملكية.

ثالثاً: الاقتراحات

من خلال النتائج التي توصلنا إليها في دراستنا التطبيقية يمكن إدراج الاقتراحات التالية:

- يجب على المدراء الماليين للشركات المدروسة ألا يراعوا فقط الحفاظ على استقرار نسبة توزيع الأرباح، فمن خلال هذه الدراسة اكتشفنا أن لمردودية السهم أثر سلبي على سعرها السوقي، بالتالي يمكن للقائمين على إدارة هذه الشركات إدراج سياسة جديدة لتوزيع الأرباح في إطار سياسة التوزيعات المستقرة المتطرق إليها في الجانب النظري والمتمثلة في ثبات مردودية السهم، هذه الأخيرة تربط معدل التوزيع بمعدل الزيادة أو الانخفاض في السعر السوقي للسهم.
- من مصلحة الشركات المدروسة توزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح إذا ما أرادوا تعظيم القيمة السوقية لأسهمهم، في المقابل يجب تدنية حجم الأرباح المحتجزة إلى أدنى حد لأن التأثير الإيجابي لاحتجاز الربح في هذه الشركات أقل بكثير من الأثر السلبي الذي سينجر إذا ما تم تخفيض مقدار الأرباح الموزعة.
- نقترح في الأخير أن تلجأ هذه الشركات للاستدانة الخارجية في تمويلها مقابل التضحية بالأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل الداخلي، نظرا لكون الرفع المالي لا يؤثر على القيمة السوقية لأسهمها، بالتالي فهو أفضل بديل للأرباح المحتجزة.

رابعا: آفاق الدراسة

- في الختام يمكن القول أن إعداد هذه الدراسة كان عملا شيقا لاحظنا من خلاله أن هذا الموضوع جد متشعب ما فتح لنا المجال لاستكشاف مواضيع نرى أنها جد مهمة ومرتبطة ببحثنا هذا، نذكر منها:
- تأثير سياسة توزيع الأرباح على قرار حملة الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية؛
 - تأثير سياسة توزيع الأرباح على المجرى السوقي لخيار السهم؛
 - سياسة توزيع الأرباح في إطار عمليات الاندماج-استحواذ؛
 - تأثير حساسية السهم على التقلبات الدورية في سعر السهم؛
 - تأثير معدل التضخم على الزيادة الحقيقية في قيمة الشركات.
- كما نقترح على الطلبة المقبلين على إعداد مذكرات تخرجهم في السنوات الدراسية اللاحقة بحول الله إعادة هذه الدراسة وإسقاطها على الشركات المدرجة في مؤشر (S&P 500)، نظرا لأن الشركات المدرجة في هذا المؤشر تمثل (80%) من الشركات المسعرة في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا ما تعذر علينا انجازه نظرا لضيق الفترة المخصصة لهذه الدراسة.

في الأخير نحمد الله الكريم على توفيقه وعونه، كما نتقدم بالشكر لكل من ساهم في انجاز هذه البحث.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1. بالغة العربية:

أ. الكتب:

1. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
3. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر، القاهرة، 2008.
4. أموري كاظم هادي، خالد الطائي، عبد المنعم الشكري، الإحصاء التطبيقي أسلوب تحليلي باستخدام SPSS، الطبعة الأولى، دار الذاكرة للنشر والتوزيع، بغداد، 2013.
5. إلياس ناصيف، الشركة المغفلة الأسهم، دار الحلبي للمنشورات الحقوقية، بيروت، 2004.
6. جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الثانية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
7. حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
8. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوارق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
9. رسمية زكي قرياقص، عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004.
10. سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
11. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
12. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
13. ظاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
14. طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
15. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2006.
16. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2007.
17. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الرياض، 2013.
18. محمد بلال الزغبى، عباس الطلافحة، النظام الإحصائي SPSS، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2004.
19. محمد صالح الحناوى، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.

20. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
21. محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
22. محمد عبد السمیع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009.
23. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2006.
24. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
25. محمود إبراهيم نور، شقيري نوري موسى، وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر، عمان، 2012.
26. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
27. مليكة زغبیب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
28. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1999.
29. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1999.
30. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1998.
31. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2008.
32. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2007.
33. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
34. وليد إسماعيل السيفو، فيصل مفتاح شلوف، صائب إبراهيم، جواد إبراهيم، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة الأولى، دار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
35. يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية للنشر، الجزائر، 2008.

ب. المقالات

36. محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010.

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

ت. الرسائل و الأطروحات

38. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.

39. عبد الكريم بوحادرة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.

40. علي بن الضب، دراسة الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

II. باللغات الأجنبية:

A. Les livres:

41. Arnaud THAUVRON, **Evaluation D'entreprise**, 3^{eme} Edition, Economica Edition, Paris, 2009.
42. Annaick GUYVARC'H et Arnaud THAUVRON, **Manuel De Finance**, Sup Fourcher Edition, Paris, 2009.
43. Aswath DAMODARAN, **Investment Valuation**, 2nd Edition, John Wiley & Sons Edition, New York, 2002.
44. Aswath DAMODARAN, **Pratique De La Finance D'entreprise**, 1^{ere} Edition, de boeck édition, Paris, 2010.
45. David LARRABEE and Jason VOSS, **Valuation Techniques**, John Wiley & Sons Edition, New Jersey, 2013.
46. Edward BASSETTI, **Technical Analysis Of Stock Trends**, 9th Edition, Amacom Edition, San Francisco, 2007.
47. Frank CRUNDWELL, **Finance For Engineers**, Springer Edition, London, 2008.
48. Haim LEVY and Thierry POST, **Investments**, 1st Edition, Prentice Hall Edition, Harlow, 2005.
49. Frank REILLY and Keith BROWN, **Investment Analysis & Portfolio Management**, 10th Edition, South-Western Edition, Mason, 2012.
50. Herbert MAYO, **Investment An Introduction**, 11th Edition, South-Western Edition, Mason, 2014.
51. Hervé HUTIN, **Toute La Finance**, 3^{eme} Edition, Edition D'organisation, Paris, 2004.
52. Jacques TEULIE et Patrick TOPSACALIAN, **Finance**, 4^{eme} Edition, Vuibert Edition, Paris, 2005.
53. James HITCHNER, **Financial Valuation**, 3rd Edition, John Wiley & Sons Edition, New Jersey, 2011.

54. James WAHLEN, Stephen BAGINSKI and Mark BRADSHAW, **Financial Reporting, Financial Statement Analysis, And Valuation**, 7th Edition, South-Western Edition, mason, 2010.
 55. Jean BARREAU, Jacqueline DELAHAYE et Florence DELAHAYE, **Gestion Financière**, 15^{ème} Edition, Dundo Edition, Paris, 2008.
 56. Jean BRILLMAN et Claude MAIRE, **Manuel D'évaluation D'entreprise**, Les Editions D'organisation, Paris, 1990.
 57. John VAN DER HOEK and Robert ELLIOTT, **Bionomial Models In Finance**, Springer Edition, New Jersey, 2006.
 58. Jonathan BERK and Peter DEMARZO, **Corporate Finance**, 3rd Edition, Pearson Education Edition, Boston, 2014.
 59. Mark SHIPMAN, **Big Money Little Effort**, 1st Edition Edition, Kogan Page Edition, London, 2008.
 60. Paul KIMMEL, Jerry WEYGANDT and Donald KIESO, **Accounting Tools For Business Decision Making**, 4th Edition, John Wiley & Sons Edition, Hoboken, 2011.
 61. Pascal Quiry et Yann Lefur, **Finance D'entreprise**, 9^{ème} Edition, Dalloz Edition, Paris, 2011.
 62. Régis BOURBONNAIS, **Econométrie**, 9^{ème} Edition, Dunod Edition, Paris, 2015.
 63. Richard BREALEY, Stewart MYERS et Franklin ALLEN, **Principles De Gestion Financière**, 8^{ème} Edition, Pearson Education Edition, Paris, 2006.
 64. Robert PAPIN, **Stratégie Pour Le Création D'entreprise**, 12^{ème} Edition, Dunod Edition, Paris, 2007.
 65. Simon PARIENTE, **Analyse Financière Et Evaluation D'entreprise**, 12^{ème} Edition, Pearson Education, Paris, 2009.
 66. Stephen ROSS, Randolph WESTERFIELD and Bradford JORDAN, **Fundamentals Of Corporate Finance**, 10th Edition, Mcgraw-Hill Irwin Edition, New York, 2011.
 67. Yves-Alain ACH et Catherine DANIEL, **Finance D'entreprise**, 1^{ère} Edition, Hachette Edition, France, 2004.
 68. Zri Bodie et Robert MERTON, **Finance**, 12^{ème} Edition, Nouveaux Horizons Edition, Paris, 1999.
- B. les articles:**
69. Abdullah ALMASUN, **Dividend Policy And Its Impact On Stock Price: A Study On Commercial Banks Listed In Dhaka Stock Exchange**, Golden Disclosure Of Economics And Business, Vol.02, N.01, 2014.
 70. Franco MODIGLIANI and Merton MILLER, **Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares**, The Journal Of Business, Vol.34, No.04, 1961.
 71. John LINTNER, **Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes**, The American Economic Review, Vol.46, N.02, 1956.
 72. John SHOVEN and Clemens SIALM, **The Dow Jones Industrial Average: The Impact Of Fixing Flaws**, Paper Of Stanford University, 2008.
 73. Jun JIANG and Komain JIRANYAKUL, **Capital Structure, Cost Of Debt And Dividend Payout Of Firms In New York And Shanghai Stock Exchanges**, International Journal Of Economics And Financial Issues, Vol.03, No.01, 2013.

74. Mondher BELLALAH, **Réflexions Sur La Politique Optimal De Dividende En Présence De Coûts D'information**, Cahiers De Recherche N°200009, Université Paris-Dauphine, 2000.
75. Mohammad HASHEMIJOO, Aref MAHADAVI and Najet YOUNSI, **The Impact Of Dividend Policy On Share Price Volatility In The Malaysian Stock Market**, Journal Of Business Studies Quarterly, Multimedia University, Malaysia, Vol.04, No.01, 2012.
76. Owen JAKATA and Philimon NYAMUGURE, **The Effects Of Dividend Policy On Share Prices: Empirical Evidence From The Zimbabwe Stock Exchange**, International Journal Of Science And Research, Vol.06, No.14, 2013.
77. Reza RAHGOZAR, **Valuation Models And Their Efficacy Predicting Stock Prices**, Iranian Accounting & Auditing Review, No.45, 2005.
78. SyedAkif SHAH And Umara NOREEN, **Stock Price Volatility And Role Of Dividend Policy: Empirical Evidence From Pakistan**, International Journal Of Economics And Financial Issues, Vol.06, N.02, 2016.
79. Tuigong WILSON, **Effect Of Dividend Policy On Share Price Of Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange**, Research Journal Of Finance And Accounting, Vol.07, N.08, 2016.
80. Turki ALZOMAIA And Ahmed ALKHADHRI, **Determination Of Dividend Policy: The Evidence From Saudi Arabia**, International Journal Of Business And Social Science, Vol.04, N.01, 2013.
81. Wasfi ALTROUDI And Maysa MILHEM, **Cash Dividend, Retained Earnings And Stock Prices: Evidence From Jordan**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.04, N.12, 2013.
82. Zahra LASHGARI and Mousa AHMADI, **The Impact Of Dividend Policy On Stock Price Volatility In The Tehran Stock Exchange**, Kuwait Chapter Of Arabian Journal Of Business And Management Review, Vol.03, N.10, 2014.

C. Les thèses:

83. Aymen TURKI, **Le Role De La Politique De Dividendes Dans Le Cadre Des Operations De Fusions-Acquisitions**, Thèse De Doctorat, Université Lille 2, France, 2013.

D. Les sites électroniques:

84. www.dividens-stocks.com
85. www.gurufocus.com
86. www.marketwatch.com
87. www.teletrader.com
88. www.wikipedia.org

الملاحق

ملحق 01: جدول توزيع student

Loi de Student avec k degrés de liberté

k	γ										
	0.25	0.20	0.15	0.10	0.05	0.025	0.010	0.005	0.0025	0.0010	0.0005
1	1.000	1.376	1.963	3.078	6.314	12.71	31.82	63.66	127.3	318.3	636.6
2	0.816	1.061	1.386	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	14.09	22.33	31.60
3	0.765	0.978	1.250	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	7.453	10.21	12.92
4	0.741	0.941	1.190	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	5.598	7.173	8.610
5	0.727	0.920	1.156	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	4.773	5.893	6.869
6	0.718	0.906	1.134	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	4.317	5.208	5.959
7	0.711	0.896	1.119	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.029	4.785	5.408
8	0.706	0.889	1.108	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	3.833	4.501	5.041
9	0.703	0.883	1.100	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	3.690	4.297	4.781
10	0.700	0.879	1.093	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	3.581	4.144	4.587
11	0.697	0.876	1.088	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	3.497	4.025	4.437
12	0.695	0.873	1.083	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.428	3.930	4.318
13	0.694	0.870	1.079	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.372	3.852	4.221
14	0.692	0.868	1.076	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.326	3.787	4.140
15	0.691	0.866	1.074	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.286	3.733	4.073
16	0.690	0.865	1.071	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.252	3.686	4.015
17	0.689	0.863	1.069	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.222	3.646	3.965
18	0.688	0.862	1.067	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.197	3.610	3.922
19	0.688	0.861	1.066	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.174	3.579	3.883
20	0.687	0.860	1.064	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.153	3.552	3.850
21	0.686	0.859	1.063	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.135	3.527	3.819
22	0.686	0.858	1.061	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.119	3.505	3.792
23	0.685	0.858	1.060	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.104	3.485	3.767
24	0.685	0.857	1.059	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.091	3.467	3.745
25	0.684	0.856	1.058	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.078	3.450	3.725
26	0.684	0.856	1.058	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.067	3.435	3.707
27	0.684	0.855	1.057	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.057	3.421	3.690
28	0.683	0.855	1.056	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.047	3.408	3.674
29	0.683	0.854	1.055	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.038	3.396	3.659
30	0.683	0.854	1.055	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.030	3.385	3.646
40	0.681	0.851	1.050	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	2.971	3.307	3.551
50	0.679	0.849	1.047	1.299	1.676	2.009	2.403	2.678	2.937	3.261	3.496
60	0.679	0.848	1.045	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660	2.915	3.232	3.460
80	0.678	0.846	1.043	1.292	1.664	1.990	2.374	2.639	2.887	3.195	3.416
100	0.677	0.845	1.042	1.290	1.660	1.984	2.364	2.626	2.871	3.174	3.390
120	0.677	0.845	1.041	1.289	1.658	1.980	2.358	2.617	2.860	3.160	3.373
∞	0.674	0.842	1.036	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	2.807	3.090	3.291

ملحق 02: جدول توزيع Fisher

Quantiles d'ordre 0.95 de la loi de Fisher

Degrés de liberté du numérateur sur la première ligne

Degrés de liberté du dénominateur sur la colonne de gauche

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5	241.9
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40
3	10.13	9.552	9.277	9.117	9.013	8.941	8.887	8.845	8.812	8.786
4	7.709	6.944	6.591	6.388	6.256	6.163	6.094	6.041	5.999	5.964
5	6.608	5.786	5.409	5.192	5.050	4.950	4.876	4.818	4.772	4.735
6	5.987	5.143	4.757	4.534	4.387	4.284	4.207	4.147	4.099	4.060
7	5.591	4.737	4.347	4.120	3.972	3.866	3.787	3.726	3.677	3.637
8	5.318	4.459	4.066	3.838	3.687	3.581	3.500	3.438	3.388	3.347
9	5.117	4.256	3.863	3.633	3.482	3.374	3.293	3.230	3.179	3.137
10	4.965	4.103	3.708	3.478	3.326	3.217	3.135	3.072	3.020	2.978
11	4.844	3.982	3.587	3.357	3.204	3.095	3.012	2.948	2.896	2.854
12	4.747	3.885	3.490	3.259	3.106	2.996	2.913	2.849	2.796	2.753
13	4.667	3.806	3.411	3.179	3.025	2.915	2.832	2.767	2.714	2.671
14	4.600	3.739	3.344	3.112	2.958	2.848	2.764	2.699	2.646	2.602
15	4.543	3.682	3.287	3.056	2.901	2.790	2.707	2.641	2.588	2.544
16	4.494	3.634	3.239	3.007	2.852	2.741	2.657	2.591	2.538	2.494
17	4.451	3.592	3.197	2.965	2.810	2.699	2.614	2.548	2.494	2.450
18	4.414	3.555	3.160	2.928	2.773	2.661	2.577	2.510	2.456	2.412
19	4.381	3.522	3.127	2.895	2.740	2.628	2.544	2.477	2.423	2.378
20	4.351	3.493	3.098	2.866	2.711	2.599	2.514	2.447	2.393	2.348
21	4.325	3.467	3.072	2.840	2.685	2.573	2.488	2.420	2.366	2.321
22	4.301	3.443	3.049	2.817	2.661	2.549	2.464	2.397	2.342	2.297
23	4.279	3.422	3.028	2.796	2.640	2.528	2.442	2.375	2.320	2.275
24	4.260	3.403	3.009	2.776	2.621	2.508	2.423	2.355	2.300	2.255
25	4.242	3.385	2.991	2.759	2.603	2.490	2.405	2.337	2.282	2.236
26	4.225	3.369	2.975	2.743	2.587	2.474	2.388	2.321	2.265	2.220
27	4.210	3.354	2.960	2.728	2.572	2.459	2.373	2.305	2.250	2.204
28	4.196	3.340	2.947	2.714	2.558	2.445	2.359	2.291	2.236	2.190
29	4.183	3.328	2.934	2.701	2.545	2.432	2.346	2.278	2.223	2.177
30	4.171	3.316	2.922	2.690	2.534	2.421	2.334	2.266	2.211	2.165
40	4.085	3.232	2.839	2.606	2.449	2.336	2.249	2.180	2.124	2.077
50	4.034	3.183	2.790	2.557	2.400	2.286	2.199	2.130	2.073	2.026
60	4.001	3.150	2.758	2.525	2.368	2.254	2.167	2.097	2.040	1.993
70	3.978	3.128	2.736	2.503	2.346	2.231	2.143	2.074	2.017	1.969
80	3.960	3.111	2.719	2.486	2.329	2.214	2.126	2.056	1.999	1.951
90	3.947	3.098	2.706	2.473	2.316	2.201	2.113	2.043	1.986	1.938
100	3.936	3.087	2.696	2.463	2.305	2.191	2.103	2.032	1.975	1.927
150	3.904	3.056	2.665	2.432	2.274	2.160	2.071	2.001	1.943	1.894
200	3.888	3.041	2.650	2.417	2.259	2.144	2.056	1.985	1.927	1.878
400	3.865	3.018	2.627	2.394	2.237	2.121	2.032	1.962	1.903	1.854

ملحق 03 : جدول داولر-واتسون

Durbin-Watson Statistic: 5 Per Cent Significance Points of dL and dU

n	k'=1		k'=2 k'=10		k'=3		k'=4		k'=5		k'=6		k'=7		k'=8		k'=9		
	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	
6	0.610	1.400	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----
7	0.700	1.356	0.467	1.896	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----
8	0.763	1.332	0.559	1.777	0.367	2.287	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----
9	0.824	1.320	0.629	1.699	0.455	2.128	0.296	2.588	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----
10	0.879	1.320	0.697	1.641	0.525	2.016	0.376	2.414	0.243	2.822	----	----	----	----	----	----	----	----	----
11	0.927	1.324	0.758	1.604	0.595	1.928	0.444	2.283	0.315	2.645	0.203	3.004	----	----	----	----	----	----	----
12	0.971	1.331	0.812	1.579	0.658	1.864	0.512	2.177	0.380	2.506	0.268	2.832	0.171	3.149	----	----	----	----	----
13	1.010	1.340	0.861	1.562	0.715	1.816	0.574	2.094	0.444	2.390	0.328	2.692	0.230	2.985	0.147	3.266	----	----	----
14	1.045	1.350	0.905	1.551	0.767	1.779	0.632	2.030	0.505	2.296	0.389	2.572	0.286	2.848	0.200	3.111	0.127	3.360	----
15	1.077	1.361	0.946	1.543	0.814	1.750	0.685	1.977	0.562	2.220	0.447	2.471	0.343	2.727	0.251	2.979	0.175	3.216	0.111
16	1.106	1.371	0.982	1.539	0.857	1.728	0.734	1.935	0.615	2.157	0.502	2.388	0.398	2.624	0.304	2.860	0.222	3.090	0.155
17	1.133	1.381	1.015	1.536	0.897	1.710	0.779	1.900	0.664	2.104	0.554	2.318	0.451	2.537	0.356	2.757	0.272	2.975	0.198
18	1.158	1.391	1.046	1.535	0.933	1.696	0.820	1.872	0.710	2.060	0.603	2.258	0.502	2.461	0.407	2.668	0.321	2.873	0.244
19	1.180	1.401	1.074	1.536	0.967	1.685	0.859	1.848	0.752	2.023	0.649	2.206	0.549	2.396	0.456	2.589	0.369	2.783	0.290
20	1.201	1.411	1.100	1.537	0.998	1.676	0.894	1.828	0.792	1.991	0.691	2.162	0.595	2.339	0.502	2.521	0.416	2.704	0.336
21	1.221	1.420	1.125	1.538	1.026	1.669	0.927	1.812	0.829	1.964	0.731	2.124	0.637	2.290	0.546	2.461	0.461	2.633	0.380
22	1.239	1.429	1.147	1.541	1.053	1.664	0.958	1.797	0.863	1.940	0.769	2.090	0.677	2.246	0.588	2.407	0.504	2.571	0.424
23	1.257	1.437	1.168	1.543	1.078	1.660	0.986	1.785	0.895	1.920	0.804	2.061	0.715	2.208	0.628	2.360	0.545	2.514	0.465
24	1.273	1.446	1.188	1.546	1.101	1.656	1.013	1.775	0.925	1.902	0.837	2.035	0.750	2.174	0.666	2.318	0.584	2.464	0.506
25	1.288	1.454	1.206	1.550	1.123	1.654	1.038	1.767	0.953	1.886	0.868	2.013	0.784	2.144	0.702	2.280	0.621	2.419	0.544
26	1.302	1.461	1.224	1.553	1.143	1.652	1.062	1.759	0.979	1.873	0.897	1.992	0.816	2.117	0.735	2.246	0.657	2.379	0.581
27	1.316	1.469	1.240	1.556	1.162	1.651	1.084	1.753	1.004	1.861	0.925	1.974	0.845	2.093	0.767	2.216	0.691	2.342	0.616
28	1.328	1.476	1.255	1.560	1.181	1.650	1.104	1.747	1.028	1.850	0.951	1.959	0.874	2.071	0.798	2.188	0.723	2.309	0.649
29	1.341	1.483	1.270	1.563	1.198	1.650	1.124	1.743	1.050	1.841	0.975	1.944	0.900	2.052	0.826	2.164	0.753	2.278	0.681
30	1.352	1.489	1.284	1.567	1.214	1.650	1.143	1.739	1.071	1.833	0.998	1.931	0.926	2.034	0.854	2.141	0.782	2.251	0.712
31	1.363	1.496	1.297	1.570	1.229	1.650	1.160	1.735	1.090	1.825	1.020	1.920	0.950	2.018	0.879	2.120	0.810	2.226	0.741
32	1.373	1.502	1.309	1.574	1.244	1.650	1.177	1.732	1.109	1.819	1.041	1.909	0.972	2.004	0.904	2.102	0.836	2.203	0.769
33	1.383	1.508	1.321	1.577	1.258	1.651	1.193	1.730	1.127	1.813	1.061	1.900	0.994	1.991	0.927	2.085	0.861	2.181	0.796
34	1.393	1.514	1.333	1.580	1.271	1.652	1.208	1.728	1.144	1.808	1.079	1.891	1.015	1.978	0.950	2.069	0.885	2.162	0.821
35	1.402	1.519	1.343	1.584	1.283	1.653	1.222	1.726	1.160	1.803	1.097	1.884	1.034	1.967	0.971	2.054	0.908	2.144	0.845
36	1.411	1.525	1.354	1.587	1.295	1.654	1.236	1.724	1.175	1.799	1.114	1.876	1.053	1.957	0.991	2.041	0.930	2.127	0.868
37	1.419	1.530	1.364	1.590	1.307	1.655	1.249	1.723	1.190	1.795	1.131	1.870	1.071	1.948	1.011	2.029	0.951	2.112	0.891
38	1.427	1.535	1.373	1.594	1.318	1.656	1.261	1.722	1.204	1.792	1.146	1.864	1.088	1.939	1.029	2.017	0.970	2.098	0.912
39	1.435	1.540	1.382	1.597	1.328	1.658	1.273	1.722	1.218	1.789	1.161	1.859	1.104	1.932	1.047	2.007	0.990	2.085	0.932
40	1.442	1.544	1.391	1.600	1.338	1.659	1.285	1.721	1.230	1.786	1.175	1.854	1.120	1.924	1.064	1.997	1.008	2.072	0.952
45	1.475	1.566	1.430	1.615	1.383	1.666	1.336	1.720	1.287	1.776	1.238	1.835	1.189	1.895	1.139	1.958	1.089	2.022	1.038
50	1.503	1.585	1.462	1.628	1.421	1.674	1.378	1.721	1.335	1.771	1.291	1.822	1.246	1.875	1.201	1.930	1.156	1.986	1.110
55	1.528	1.601	1.490	1.641	1.452	1.681	1.414	1.724	1.374	1.768	1.334	1.814	1.294	1.861	1.253	1.909	1.212	1.959	1.170
60	1.549	1.616	1.514	1.652	1.480	1.689	1.444	1.727	1.408	1.767	1.372	1.808	1.335	1.850	1.298	1.894	1.260	1.939	1.222
65	1.567	1.629	1.536	1.662	1.503	1.696	1.471	1.731	1.438	1.767	1.404	1.805	1.370	1.843	1.336	1.882	1.301	1.923	1.266
70	1.583	1.641	1.554	1.672	1.525	1.703	1.494	1.735	1.464	1.768	1.433	1.802	1.401	1.838	1.369	1.874	1.337	1.910	1.305
75	1.598	1.652	1.571	1.680	1.543	1.709	1.515	1.739	1.487	1.770	1.458	1.801	1.428	1.834	1.399	1.867	1.369	1.901	1.339
80	1.611	1.662	1.586	1.688	1.560	1.715	1.534	1.743	1.507	1.772	1.480	1.801	1.453	1.831	1.425	1.861	1.397	1.893	1.369
85	1.624	1.671	1.600	1.696	1.575	1.721	1.550	1.747	1.525	1.774	1.500	1.801	1.474	1.829	1.448	1.857	1.422	1.886	1.396
90	1.635	1.679	1.612	1.703	1.589	1.726	1.566	1.751	1.542	1.776	1.518	1.801	1.494	1.827	1.469	1.854	1.445	1.881	1.420
95	1.645	1.687	1.623	1.709	1.602	1.732	1.579	1.755	1.557	1.778	1.535	1.802	1.512	1.827	1.489	1.852	1.465	1.877	1.442
100	1.654	1.694	1.634	1.715	1.613	1.736	1.592	1.758	1.571	1.780	1.550	1.803	1.528	1.826	1.506	1.850	1.484	1.874	1.462
150	1.720	1.747	1.706	1.760	1.693	1.774	1.679	1.788	1.665	1.802	1.651	1.817	1.637	1.832	1.622	1.846	1.608	1.862	1.593
200	1.758	1.779	1.748	1.789	1.738	1.799	1.728	1.809	1.718	1.820	1.802	1.831	1.697	1.841	1.686	1.852	1.675	1.863	1.665

*k' is the number of regressors excluding the intercept

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
3M Company / US88579Y1010 / NYSE								
5/25/2017 9:41:13 AM	Chg. +1.29	Volume 515,853	Bid 9:41:23 AM 198.76	Ask 9:41:23 AM 198.80	MarketCapitalization 117.95 bill.USD	Dividend Y. 2.25%	P/E Ratio 23.65	
198.78 USD	+0.65%	Turnover: 81.17 mill.	Bid Size: 200	Ask Size: 300				
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			8,378	8,652	8,489	8,515	8,516	
Intangible Assets			1,925	1,688	1,435	2,601	2,320	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			3,837	3,864	3,706	3,518	3,385	
Accounts Receivable			4,061	4,253	4,238	4,154	4,392	
Cash and Cash Equivalents			2,883	2,581	1,897	1,798	2,398	
Current Assets			13,630	12,733	11,765	10,986	11,726	
Total Assets			33,876	33,550	31,269	32,718	32,906	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			1,762	1,799	1,807	1,694	1,798	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			1,085	1,683	106	2,044	972	
Provisions			371	417	435	332	299	
Liabilities			15,836	15,602	18,127	20,971	22,563	
Share Capital			9	9	9	9	9	
Total Equity			17,575	17,502	13,109	11,708	10,298	
Minority Interests			465	446	33	39	45	
Total liabilities/equity			33,876	33,550	31,269	32,718	32,906	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			29,904	30,871	31,821	30,274	30,109	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			6,483	6,666	7,135	6,946	7,223	
Interest Income			-132	-104	-109	-123	-170	
Income Before Taxes			6,351	6,562	7,026	6,823	7,053	
Income Taxes			1,840	1,841	2,028	1,982	1,995	
Minority Interests Profit			-67	-62	-42	-8	-8	
Net Income			4,444	4,659	4,956	4,833	5,050	
Earnings per Share			6.4000	6.8300	7.6300	7.7200	8.3500	
Dividend per Share			2.3600	2.5400	3.4200	4.1000	4.4400	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			5,300	5,817	6,626	6,420	6,662	
Cash Flow from Investing Activities			-2,686	-856	-596	-2,817	-1,403	
Cash Flow from Financing			-2,058	-5,246	-6,603	-3,648	-4,626	
Decrease / Increase in Cash			664	-302	-684	-99	600	
Employees			87,677	88,667	89,800	89,446	91,584	

ملحق 04: القوائم المالية المختصرة

لـ (3M Co.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
American Express Company / US0258161092 / NYSE								
5/25/2017 9:47:29 AM	Chg. +0.31	Volume 1.01 mill. Turnover: 70.09 mill.	Bid 9:48:23 AM 77.42 Bid Size: 500	Ask 9:48:23 AM 77.43 Ask Size: 600	Market Capitalization 68.93 bill.USD	Dividend Y. 1.58%	P/E Ratio 13.60	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			3,635	3,875	3,938	4,108	4,433	
Intangible Assets			-	-	-	-	-	
Long-Term Investments			5,614	5,016	4,431	3,759	3,157	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			-	-	-	-	-	
Accounts Receivable			45,914	47,185	47,000	46,695	50,073	
Cash and Cash Equivalents			22,250	19,486	22,288	22,762	25,208	
Current Assets			-	-	-	-	-	
Total Assets			153,140	153,375	159,103	161,184	158,893	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			10,006	10,615	11,300	11,822	11,190	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			134,254	133,879	138,430	140,511	138,392	
Share Capital			221	213	205	194	181	
Total Equity			18,886	19,496	20,673	20,673	20,501	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities/equity			153,140	153,375	159,103	161,184	158,893	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			33,808	34,932	35,999	34,441	32,119	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			6,451	7,888	8,991	7,938	8,096	
Interest Income			-	-	-	-	-	
Income Before Taxes			6,451	7,888	8,991	7,938	8,096	
Income Taxes			1,969	2,529	3,106	2,775	2,688	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			4,482	5,359	5,885	5,163	5,408	
Earnings per Share			3.9100	4.9100	5.5800	5.0700	5.6700	
Dividend per Share			0.8000	0.8900	1.0100	1.1300	1.2200	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			7,082	8,547	10,990	10,972	8,224	
Cash Flow from Investing Activities			-6,545	-7,269	-7,967	-8,193	1,868	
Cash Flow from Financing			-3,268	-3,891	11	-2,029	-7,532	
Decrease / Increase in Cash			-2,643	-2,764	2,802	474	2,446	
Employees			63,500	62,800	54,000	54,800	56,400	

ملحق 05: القوائم المالية المختصرة

(American Express Co.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Apple Inc. / US0378331005 / NASDAQ								
5/25/2017 9:49:55 AM	Chg. +0.7400	Volume 10.83 mill. Turnover: 1.46 bill.	Bid 9:49:56 AM 154.0700 Bid Size: 100	Ask 9:49:56 AM 154.0800 Ask Size: 700	MarketCapitalization 799.49 bill.USD	Dividend Y. 1.42%	P/E Ratio 18.36	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			15,452	16,597	20,624	22,471	27,010	
Intangible Assets			4,224	4,179	4,142	3,893	3,206	
Long-TermInvestments			92,122	106,215	130,162	164,065	170,430	
FixedAssets			-	-	-	-	-	
Inventories			791	1,764	2,111	2,349	2,132	
AccountsReceivable			10,930	13,102	17,460	16,849	15,754	
Cash and Cash Equivalents			10,746	14,259	13,844	21,120	20,464	
CurrentAssets			57,653	73,286	68,531	89,378	106,869	
Total Assets			176,064	207,000	231,839	290,479	321,686	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			21,175	22,367	30,196	35,490	37,294	
Long-TermLiabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			0,0000	0,0000	6,308	8,499	8,105	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			57,854	83,451	120,292	171,124	193,437	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			118,210	123,549	111,547	119,355	128,249	
MinorityInterests			-	-	-	-	-	
Total liabilities			176,064	207,000	231,839	290,479	321,686	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			156,508	170,910	182,795	233,715	215,639	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			55,241	48,999	52,503	71,230	60,024	
InterestIncome			-	-	-	-	-	
IncomeBefore Taxes			55,763	50,155	53,483	72,515	61,372	
Income Taxes			14,030	13,118	13,973	19,121	15,685	
MinorityInterests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			41,733	37,037	39,510	53,394	45,687	
Earnings per Share			6.3800	5.7200	6.4900	9.2800	8.3500	
Dividend per Share			0.3790	1.6290	1.8200	1.9800	2.1800	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flowfrom Operating Activities			50,856	53,666	59,713	81,266	65,824	
Cash FlowfromInvestingActivities			-48,227	-33,774	-22,579	-56,274	-45,977	
Cash FlowfromFinancing			-1,698	-16,379	-37,549	-17,716	-20,483	
Decrease / Increase in Cash			931	3,513	-415	7,276	-636	
Employees			72,800	80,300	92,600	110,000	116,000	

ملحق 06: القوائم المالية المختصرة

(Apple Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Boeing Company (The) / US0970231058 / NYSE								
5/25/2017 9:49:52 AM	Chg. +1.47	Volume 1.16 mill. Turnover: 186.77 mill.	Bid 9:49:52 AM 186.72 Bid Size: 100	Ask 9:49:52 AM 186.73 Ask Size: 200	Market Capitalization 111.81 bill.USD	Dividend Y. 2.53%	P/E Ratio 24.06	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			9,660	10,224	11,007	12,076	12,807	
Intangible Assets			3,111	3,052	2,869	2,657	2,540	
Long-Term Investments			5,236	4,831	4,525	4,642	5,090	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			37,751	42,912	46,756	47,257	43,199	
Accounts Receivable			5,608	6,546	7,729	8,713	8,832	
Cash and Cash Equivalents			10,341	9,088	11,733	11,302	8,801	
Current Assets			57,309	65,074	67,785	68,234	62,488	
Total Assets			88,896	92,663	99,198	94,408	89,997	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			9,394	9,498	10,667	10,800	11,190	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			4,485	6,267	21,946	16,406	16,029	
Liabilities			82,929	77,666	90,408	88,011	89,120	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			5,867	14,875	8,665	6,335	817	
Minority Interests			100	122	125	62	60	
Total liabilities equity			88,896	92,663	99,198	94,408	89,997	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			81,698	86,623	90,762	96,114	94,571	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			6,311	6,562	7,473	7,443	5,834	
Interest Income			-463	-386	-333	-275	-306	
Income Before Taxes			5,910	6,232	7,137	7,155	5,568	
Income Taxes			2,007	1,646	1,691	1,979	673	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			3,900	4,585	5,446	5,176	4,895	
Earnings per Share			5.1500	6.0300	7.4700	7.5200	7.7000	
Dividend per Share			1.8050	2.1850	3.1000	3.8200	4.6900	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			7,508	8,179	8,858	9,363	10,499	
Cash Flow from Investing Activities			-3,757	-5,154	2,467	-1,846	-3,380	
Cash Flow from Financing			-3,477	-4,249	-8,593	-7,920	-9,587	
Decrease / Increase in Cash			292	-1,253	2,645	-431	-2,501	
Employees			174,400	168,400	165,500	161,400	150,500	

ملحق 07: القوائم المالية المختصرة

(Boeing Co.) لـ

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Caterpillar, Inc. / US1491231015 / NYSE								
5/25/2017 9:51:03 AM	Chg. +1.23	Volume 3.25 mill. Turnover: 322.65 mill.	Bid 9:51:03 AM 105.18 Bid Size: 100	Ask 9:51:03 AM 105.19 Ask Size: 300	Market Capitalization 61.24 bill.USD	Dividend Y. 2.96%	P/E Ratio -	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			16,461	17,075	16,577	16,090	15,322	
Intangible Assets			4,016	3,596	3,076	2,821	2,349	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			15,547	12,625	12,205	9,700	8,614	
Accounts Receivable			10,092	8,413	7,737	6,695	5,981	
Cash and Cash Equivalents			5,490	6,081	7,341	6,460	7,168	
Current Assets			42,524	38,335	38,867	34,418	31,967	
Total Assets			89,356	84,896	84,681	78,497	74,704	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			6,753	6,560	6,515	5,023	4,614	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			5,287	3,679	4,708	6,967	7,303	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			71,774	64,018	67,855	63,612	61,491	
Share Capital			4,481	4,709	5,016	5,238	5,277	
Total Equity			17,582	20,878	16,826	14,885	13,213	
Minority Interests			50	67	80	76	76	
Total liabilities equity			89,356	84,896	84,681	78,497	74,704	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			63,068	52,694	52,142	44,147	35,773	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			8,573	5,628	5,328	3,256	498	
Interest Income			-467	-465	-484	-507	-505	
Income Before Taxes			8,236	5,128	5,083	2,855	139	
Income Taxes			2,528	1,319	1,380	742	192	
Minority Interests Profit			-41	-14	-16	-11	-8	
Net Income			5,681	3,789	3,695	2,102	-67	
Earnings per Share			8.7100	5.8700	5.9900	3.5400	-0.1100	
Dividend per Share			2.0200	2.3200	2.7000	3.0100	3.0800	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			5,241	10,191	8,057	6,675	5,608	
Cash Flow from Investing Activities			-6,190	-5,046	-3,627	-3,517	-1,760	
Cash Flow from Financing			3,549	-4,511	-2,996	-3,870	-3,112	
Decrease / Increase in Cash			2,433	591	1,260	-881	708	
Employees			125,341	118,501	114,233	105,700	95,400	

ملحق 08: القوائم المالية المختصرة

(Caterpillar Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Cisco Systems, Inc. / US17275R1023 / NASDAQ								
5/25/2017 9:52:24 AM	Chg. +0.1063	Volume 7.08 mill. Turnover: 215.51 mill.	Bid 9:52:25 AM 31.5900 Bid Size: 10.600	Ask 9:52:25 AM 31.6000 Ask Size: 7.300	Market Capitalization 157.45 bill.USD	Dividend Y. 2.99%	P/E Ratio 14.78	
31.5963 USD								
+0.33%								
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			3,402	3,322	3,252	3,332	3,506	
Intangible Assets			1,959	3,403	3,280	2,376	2,501	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			1,663	1,476	1,591	1,627	1,217	
Accounts Receivable			4,369	5,470	5,157	5,344	5,847	
Cash and Cash Equivalents			9,799	7,925	6,726	6,877	7,631	
Current Assets			61,933	65,521	67,114	76,283	78,719	
Total Assets			91,759	101,191	105,134	113,481	121,652	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			859	1,029	1,032	1,104	1,056	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			31	3,283	508	3,897	4,160	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			40,473	42,071	48,480	53,783	58,066	
Share Capital			39,271	42,297	41,884	43,592	44,516	
Total Equity			51,286	59,120	56,654	59,698	63,586	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			91,759	101,191	105,134	113,481	121,652	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			46,061	48,607	47,142	49,161	49,247	
Depreciation (total)			383	395	275	359	303	
Operating Result			10,065	11,196	9,345	10,770	12,660	
Interest Income			54	71	127	203	329	
Income Before Taxes			10,159	11,227	9,715	11,201	12,920	
Income Taxes			2,118	1,244	1,862	2,220	2,181	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			8,041	9,983	7,853	8,981	10,739	
Earnings per Share			1.5000	1.8700	1.5000	1.7600	2.1300	
Dividend per Share			0.2800	0.6200	0.7200	0.8000	0.9400	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			11,491	12,894	12,332	12,552	13,570	
Cash Flow from Investing Activities			-3,815	-11,768	-6,643	-10,088	-8,117	
Cash Flow from Financing			-5,539	-3,000	-6,888	-2,313	-4,699	
Decrease / Increase in Cash			2,137	-1,874	-1,199	151	754	
Employees			66,639	75,049	74,042	71,833	73,700	

ملحق 09: القوائم المالية المختصرة

لـ (Cisco Systems Inc.)

Coca-Cola Company (The) / US1912161007 / NYSE

5/25/2017 9:52:32 AM	Chg. +0.36	Volume 6.44 mill. Turnover: 258.17 mill.	Bid 9:52:35 AM 45.39 Bid Size: 7,400	Ask 9:52:35 AM 45.40 Ask Size: 14,100	Market Capitalization 192.39 bill.USD	Dividend Y. 3.11%	P/E Ratio 29.82
----------------------	------------	---	---	--	---	-----------------------------	---------------------------

ملحق 10: القوائم المالية المختصرة

(Coca-Cola Co.)

ASSETS

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Property and Equipment	14,476	14,967	14,633	12,571	10,635
Intangible Assets	15,082	15,299	14,272	12,843	10,499
Long-Term Investments	10,448	11,512	13,625	15,788	17,249
Fixed Assets	-	-	-	-	-
Inventories	3,264	3,277	3,100	2,902	2,675
Accounts Receivable	4,759	4,873	4,466	3,941	3,856
Cash and Cash Equivalents	13,459	17,121	8,958	7,309	8,555
Current Assets	30,328	31,304	32,986	33,395	34,010
Total Assets	86,174	90,055	92,023	90,093	87,270

LIABILITIES

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Accounts Payable	8,680	9,577	9,234	9,660	9,490
Long-Term Liabilities	-	-	-	-	-
Liabilities to Banks	-	-	-	-	-
Provisions	4,981	6,152	5,636	4,691	3,753
Liabilities	53,006	56,615	61,462	64,329	64,050
Share Capital	-	-	-	-	-
Total Equity	32,790	33,173	30,320	25,554	23,062
Minority Interests	378	267	241	210	158
Total liabilities equity	86,174	90,055	92,023	90,093	87,270

INCOME STATEMENT

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Revenues	48,017	46,854	45,998	44,294	41,863
Depreciation (total)	-	-	-	-	-
Operating Result	10,779	10,228	9,708	8,728	8,626
Interest Income	74	71	111	-243	-91
Income Before Taxes	11,809	11,477	9,325	9,605	8,136
Income Taxes	2,723	2,851	2,201	2,239	1,586
Minority Interests Profit	-67	-42	-26	-15	-23
Net Income	9,019	8,584	7,098	7,351	6,527
Earnings per Share	2.0000	1.9400	1.6200	1.6900	1.5100
Dividend per Share	1.0200	1.1200	1.2200	1.3200	1.4000

CASH FLOW

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Cash Flow from Operating Activities	10,645	10,542	10,615	10,528	8,796
Cash Flow from Investing Activities	-11,404	-4,214	-7,506	-6,186	-999
Cash Flow from Financing	-3,347	-3,745	-3,631	-5,113	-6,545
Decrease / Increase in Cash	-4,361	1,972	-1,546	-1,649	1,246
Employees	150,900	130,600	129,200	123,200	100,300

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Chevron Corporation / US1667641005 / NYSE								
5/25/2017 9:54:29 AM	Chg. -0.74	Volume 2.36 mill.	Bid 9:54:31 AM 105.47	Ask 9:54:31 AM 105.48	Market Capitalization 201.24 bill.USD	Dividend Y. 4.04%	P/E Ratio -	
105.48 USD	-0.69%	Turnover: 222.24 mill.	Bid Size: 300	Ask Size: 200				
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			141,348	164,829	183,173	188,396	182,186	
Intangible Assets			-	-	-	-	-	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			6,144	6,380	6,505	6,334	5,419	
Accounts Receivable			20,997	21,622	16,736	12,860	14,092	
Cash and Cash Equivalents			20,939	16,245	12,785	11,022	6,988	
Current Assets			55,720	50,250	42,232	35,347	29,619	
Total Assets			232,982	253,753	266,026	266,103	260,078	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			22,776	22,815	19,000	13,516	13,986	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			127	374	3,790	4,928	10,840	
Provisions			23,410	26,703	27,248	25,522	22,398	
Liabilities			96,458	104,640	110,998	113,387	114,522	
Share Capital			1,832	1,832	1,832	1,832	1,832	
Total Equity			136,524	149,113	155,028	152,716	145,556	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			232,982	253,753	266,026	266,103	260,078	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			241,909	228,848	211,970	138,477	114,472	
Depreciation (total)			13,413	14,186	16,793	21,037	19,457	
Operating Result			46,332	35,905	31,202	4,842	-1,959	
Interest Income			-	-	-	-	-201	
Income Before Taxes			46,332	35,905	31,202	4,842	-2,160	
Income Taxes			19,996	14,308	11,892	132	-1,729	
Minority Interests Profit			-157	-174	-69	-123	-66	
Net Income			26,179	21,423	19,241	4,587	-497	
Earnings per Share			13.4200	11.1800	10.2100	2.4600	-0.2700	
Dividend per Share			3.5100	3.9000	4.2100	4.2800	4.2900	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			38,812	35,002	31,475	19,456	12,846	
Cash Flow from Investing Activities			-24,796	-35,609	-29,893	-23,808	-16,852	
Cash Flow from Financing			-8,980	-3,821	-4,999	2,815	25	
Decrease / Increase in Cash			5,075	-4,694	-3,460	-1,763	-4,034	
Employees			62,000	64,600	64,700	61,500	55,200	

ملحق 11: القوائم المالية المختصرة

(Chevron Corp.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
E.I. du Pont de Nemours and Compa... / US2635341090 / NYSE								
5/25/2017 9:57:27 AM	Chg. -0.66	Volume 605,286 Turnover: 41.73 mill.	Bid 77.71 Bid Size: 600	Ask 77.72 Ask Size: 100	Market Capitalization 67.96 bill.USD	Dividend Y. 1.94%	P/E Ratio 27.31	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			12,741	12,993	13,386	9,784	9,231	
Intangible Assets			4,616	4,713	4,529	4,144	3,664	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			7,422	8,042	7,841	6,140	5,673	
Accounts Receivable			5,452	6,047	6,005	4,643	4,971	
Cash and Cash Equivalents			4,284	8,941	6,910	5,300	4,605	
Current Assets			21,191	24,384	21,748	17,755	17,117	
Total Assets			49,736	51,499	49,876	41,166	39,964	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			4,853	5,180	4,822	3,398	3,705	
Long-Term Liabilities			10,465	10,741	9,271	7,642	8,107	
Liabilities to Banks			11,740	12,462	10,694	8,807	8,536	
Provisions			1,196	1,173	1,315	590	532	
Liabilities			39,557	35,213	36,498	30,966	29,768	
Share Capital			306	304	298	288	285	
Total Equity			10,088	16,229	13,320	9,993	9,998	
Minority Interests			91	57	58	207	198	
Total liabilities equity			49,736	51,499	49,876	41,166	39,964	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			34,812	35,734	34,723	25,130	24,594	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			3,579	3,937	5,368	2,933	3,635	
Interest Income			-464	-448	-377	-342	-370	
Income Before Taxes			3,115	3,489	4,991	2,591	3,265	
Income Taxes			622	626	1,370	696	744	
Minority Interests Profit			-25	-14	-11	-6	-12	
Net Income			2,788	4,848	3,625	1,953	2,513	
Earnings per Share			2.9800	5.2200	3.9500	2.1700	2.8700	
Dividend per Share			1.7000	1.7800	1.8400	1.7200	1.5200	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			4,849	3,179	3,712	2,316	3,300	
Cash Flow from Investing Activities			-1,346	2,945	-337	-1,828	-1,514	
Cash Flow from Financing			-2,697	-1,474	-5,074	-1,823	-2,328	
Decrease / Increase in Cash			698	4,562	-2,031	-1,610	-695	
Employees			70,000	64,000	63,000	52,000	46,000	

ملحق 12: القوائم المالية المختصرة

(E.I. Dupont De Nemours & Co.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
General Electric Company / US3696041033 / NYSE								
5/25/2017 9:54:15 AM	Chg. -0.08	Volume 14.03 mill. Turnover: 377.41 mill.	Bid 9:54:17 AM 27.75 Bid Size: 21,900	Ask 9:54:17 AM 27.76 Ask Size: 18,700	Market Capitalization 241.67 bill.USD	Dividend Y. 3.34%	P/E Ratio 30.92	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			69,743	68,800	66,387	54,095	50,518	
Intangible Assets			11,987	14,310	14,156	16,744	16,436	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			15,374	17,300	17,689	22,515	22,354	
Accounts Receivable			-	-	-	-	-	
Cash and Cash Equivalents			77,356	88,555	90,208	70,483	48,129	
Current Assets			-	-	-	-	-	
Total Assets			685,328	656,600	648,349	492,692	365,183	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			15,675	16,471	16,338	13,680	14,435	
Long-Term Liabilities			236,084	305,150	293,191	145,301	105,080	
Liabilities to Banks			337,476	383,040	364,980	200,443	138,318	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			556,858	519,777	511,516	389,581	264,668	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			123,026	130,566	128,159	98,274	75,828	
Minority Interests			5,444	6,217	8,674	4,836	4,688	
Total liabilities/equity			685,328	656,600	648,349	492,692	365,183	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			147,359	146,045	148,589	117,386	123,693	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			29,914	26,267	26,711	15,649	14,055	
Interest Income			-12,508	-10,116	-9,482	-7,463	-5,025	
Income Before Taxes			17,406	16,151	17,229	8,186	9,030	
Income Taxes			2,504	676	1,772	6,485	-464	
Minority Interests Profit			-223	-298	-112	-332	291	
Net Income			13,641	13,057	15,233	-6,126	8,831	
Earnings per Share			1.2900	1.2800	1.5100	-0.6200	0.9000	
Dividend per Share			0.7000	0.7900	0.8900	0.9200	0.9300	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			31,331	29,037	27,710	19,891	-244	
Cash Flow from Investing Activities			11,302	29,117	5,030	59,488	49,202	
Cash Flow from Financing			-51,074	-45,629	-16,958	-76,054	-89,131	
Decrease / Increase in Cash			-7,163	11,328	2,230	-138	-41,319	
Employees			305,000	307,000	305,000	333,000	295,000	

ملحق 13: القوائم المالية المختصرة

(General Electric Co.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Goldman Sachs Group, Inc. (The) / US38141G1040 / NYSE								
5/25/2017 9:55:45 AM	Chg. -0.93	Volume 1.55 mill. Turnover: 309.6 mill.	Bid 9:55:54 AM 222.87	Ask 9:55:54 AM 222.97	Market Capitalization 88.11 bill.USD	Dividend Y. 1.16%	P/E Ratio 13.54	222.90 USD
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			-	-	-	-	-	
Intangible Assets			-	-	-	-	-	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			-	-	-	-	-	
Accounts Receivable			91,354	112,775	123,417	117,290	115,496	
Cash and Cash Equivalents			72,669	61,133	57,600	75,105	121,711	
Current Assets			-	-	-	-	-	
Total Assets			938,555	911,507	856,240	861,395	860,165	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			-	-	-	-	-	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			862,839	833,040	773,443	774,667	773,272	
Share Capital			8	8	9	9	9	
Total Equity			75,716	78,467	82,797	86,728	86,893	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			938,555	911,507	856,240	861,395	860,165	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			-	-	-	-	-	
Depreciation (total)			1,738	1,322	1,337	991	998	
Operating Result			11,207	11,737	12,357	8,778	10,304	
Interest Income			3,880	3,392	4,047	3,064	2,587	
Income Before Taxes			11,207	11,737	12,357	8,778	10,304	
Income Taxes			3,732	3,697	3,880	2,695	2,906	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			7,475	8,040	8,477	6,083	7,398	
Earnings per Share			14.6300	16.3400	17.5500	12.3500	16.5300	
Dividend per Share			1.7700	2.0500	2.2500	2.5500	2.6000	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			12,879	4,543	-7,623	6,961	5,570	
Cash Flow from Investing Activities			-3,734	-8,728	-14,909	-18,574	9,270	
Cash Flow from Financing			7,516	-7,351	18,999	29,118	13,432	
Decrease / Increase in Cash			16,661	-11,536	-3,533	17,505	28,272	
Employees			32,400	32,900	34,000	36,800	34,400	

ملحق 14: القوائم المالية المختصرة

(Goldman Sachs Group
Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Home Depot, Inc. (The) / US4370761029 / NYSE								
5/25/2017 10:00:27 AM	Chg. +1.53	Volume 1.71 mill. Turnover: 234.37 mill.	Bid 10:00:33 AM 156.51 Bid Size: 100	Ask 10:00:33 AM 156.53 Ask Size: 300	Market Capitalization 185.31 bill.USD	Dividend Y. 1.78%	P/E Ratio 23.96	
ASSETS								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			24,069	23,348	22,720	22,191	21,914	
Intangible Assets			-	-	-	-	-	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			10,710	11,057	11,079	11,809	12,549	
Accounts Receivable			-	-	-	-	-	
Cash and Cash Equivalents			2,494	1,929	1,723	2,216	2,538	
Current Assets			15,372	15,279	15,302	16,993	17,724	
Total Assets			41,084	40,518	39,946	42,549	42,966	
LIABILITIES								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			5,376	5,797	5,807	6,565	7,000	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			319	514	642	854	296	
Liabilities			23,307	27,996	30,624	36,233	38,633	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			17,777	12,522	9,322	6,316	4,333	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			41,084	40,518	39,946	42,549	42,966	
INCOME STATEMENT								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Revenues			74,754	78,812	83,176	88,519	94,595	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			7,766	9,166	10,469	11,774	13,427	
Interest Income			-612	-699	-493	-753	-936	
Income Before Taxes			7,221	8,467	9,976	11,021	12,491	
Income Taxes			2,686	3,082	3,631	4,012	4,534	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			4,535	5,385	6,345	7,009	7,957	
Earnings per Share			3.0300	3.7800	4.7400	5.4900	6.4700	
Dividend per Share			1.1600	1.5600	1.8800	2.3600	2.7600	
CASH FLOW								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			6,975	7,628	8,242	9,373	9,783	
Cash Flow from Investing Activities			-1,432	-1,507	-1,271	-2,982	-1,583	
Cash Flow from Financing			-5,034	-6,652	-7,071	-5,787	-7,870	
Decrease / Increase in Cash			509	-531	-100	604	330	
Employees			340,000	365,000	371,000	385,000	406,000	

ملحق 15: القوائم المالية المختصرة

(Home Depot Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Intel Corporation / US4581401001 / NASDAQ								
5/25/2017 10:10:44 AM	Chg. +0.2650	Volume 5.51 mill. Turnover: 176.31 mill.	Bid 5/25/2017 36.3800 Bid Size: 12,500	Ask 10:10:45 AM 36.3900 Ask Size: 10,000	Market Capitalization 170.09 bill.USD	Dividend Y. 2.88%	P/E Ratio 16.57	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			27,983	31,428	33,238	31,858	36,171	
Intangible Assets			6,235	5,150	4,446	3,933	9,494	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			4,734	4,172	4,273	5,167	5,553	
Accounts Receivable			3,833	3,582	4,427	4,787	4,690	
Cash and Cash Equivalents			8,478	5,674	2,561	15,308	5,560	
Current Assets			31,358	32,084	27,730	40,356	35,508	
Total Assets			84,351	92,358	91,956	103,065	113,327	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			3,023	2,969	2,748	2,063	2,475	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			312	281	1,604	2,634	4,634	
Provisions			7,056	8,475	8,670	7,223	7,010	
Liabilities			33,148	34,102	35,179	41,083	46,219	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			51,203	58,256	55,865	61,085	66,226	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			84,351	92,358	91,956	103,065	113,327	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			53,341	52,708	55,870	55,355	59,387	
Depreciation (total)			308	291	294	265	294	
Operating Result			14,638	12,291	15,347	14,002	12,874	
Interest Income			94	-151	43	-105	-444	
Income Before Taxes			14,873	12,611	15,801	14,212	12,936	
Income Taxes			3,868	2,991	4,097	2,792	2,620	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			11,005	9,620	11,704	11,420	10,316	
Earnings per Share			2.2000	1.9400	2.3900	2.4100	2.1800	
Dividend per Share			0.8700	0.9000	0.9000	0.9600	1.0400	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			18,884	20,776	20,418	19,017	21,808	
Cash Flow from Investing Activities			-14,060	-18,073	-9,905	-8,183	-25,817	
Cash Flow from Financing			-1,408	-5,498	-13,611	1,912	-5,739	
Decrease / Increase in Cash			3,413	-2,804	-3,113	12,747	-9,748	
Employees			105,000	107,600	106,700	107,300	106,000	

ملحق 16: القوائم المالية المختصرة

(Intel Corp.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
International Business Machines C... / US4592001014 / NYSE								
5/25/2017 10:09:04 AM	Chg. +0.57	Volume 1.11 mill. Turnover: 140.56 mill.	Bid 10:09:13 AM 153.07 Bid Size: 200	Ask 10:09:13 AM 153.09 Ask Size: 400	Market Capitalization 143.28 bill.USD	Dividend Y. 3.61%	P/E Ratio 12.27	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			13,996	13,821	10,771	10,727	10,830	
Intangible Assets			3,787	3,871	3,104	3,487	4,688	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			2,287	2,310	2,103	1,551	1,553	
Accounts Receivable			10,667	10,465	9,090	8,333	9,182	
Cash and Cash Equivalents			10,412	10,716	8,476	7,686	7,826	
Current Assets			49,433	51,350	49,422	42,504	43,888	
Total Assets			119,213	126,223	117,532	110,495	117,470	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			7,952	7,461	6,864	6,028	6,209	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			9,181	6,862	5,731	6,461	7,513	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			100,229	103,294	105,518	96,071	99,078	
Share Capital			50,110	51,594	52,666	53,262	53,935	
Total Equity			18,984	22,929	12,014	14,424	18,392	
Minority Interests			124	137	146	162	146	
Total liabilities/equity			119,213	126,223	117,532	110,495	117,470	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			104,507	99,751	92,793	81,741	79,919	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			22,361	19,926	20,470	16,413	12,960	
Interest Income			-459	-402	-484	-468	-630	
Income Before Taxes			21,902	19,524	19,986	15,945	12,330	
Income Taxes			5,298	3,041	4,234	2,581	449	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			16,604	16,483	12,022	13,190	11,872	
Earnings per Share			14.5300	15.0600	11.9700	13.4800	12.4300	
Dividend per Share			3.3000	3.7000	4.2500	5.0000	5.5000	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			19,586	17,485	16,868	17,008	16,958	
Cash Flow from Investing Activities			-9,004	-7,326	-3,001	-8,159	-10,976	
Cash Flow from Financing			-11,976	-9,883	-15,452	-9,166	-5,791	
Decrease / Increase in Cash			-1,511	304	-2,240	-790	140	
Employees			434,246	431,212	379,592	377,757	380,300	

ملحق 17: القوائم المالية المختصرة

(International Business Machines Corp.)

Johnson & Johnson / US4781601046 / NYSE

5/25/2017 10:10:18 AM	Chg. -0.53	Volume 2.38 mill. Turnover: 257.29 mill.	Bid 5/25/2017 126.98 Bid Size: 1,300	Ask 5/25/2017 126.99 Ask Size: 400	MarketCapitalization 343.49 bill.USD	Dividend Y. 2.47%	P/E Ratio 21.11
126.98 USD		-0.42%					

ملحق 18: القوائم المالية المختصرة

(Johnson & Johnson.)

ASSETS

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Property and Equipment	16,097	16,710	16,126	15,905	15,912
Intangible Assets	28,752	27,947	27,222	25,764	26,876
Long-Term Investments	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Fixed Assets	-	-	-	-	-
Inventories	7,495	7,878	8,184	8,053	8,144
Accounts Receivable	11,309	11,713	10,985	10,734	11,699
Cash and Cash Equivalents	14,911	20,927	14,523	13,732	18,972
Current Assets	46,116	56,407	59,311	60,210	65,032
Total Assets	121,347	132,683	131,119	133,411	141,208

LIABILITIES

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Accounts Payable	5,831	6,266	7,633	6,668	6,918
Long-Term Liabilities	-	-	-	-	-
Liabilities to Banks	-	-	-	-	-
Provisions	7,299	7,685	6,553	5,411	5,635
Liabilities	56,521	58,630	61,367	62,261	70,790
Share Capital	-	-	-	-	-
Total Equity	64,826	74,053	69,752	71,150	70,418
Minority Interests	-	-	-	-	-
Total liabilities/equity	121,347	132,683	131,119	133,411	141,208

INCOME STATEMENT

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Revenues	67,224	71,312	74,331	70,074	71,890
Depreciation (total)	-	-	-	-	-
Operating Result	14,243	15,879	21,029	19,620	20,161
Interest Income	-468	-408	-466	-424	-358
Income Before Taxes	13,775	15,471	20,563	19,196	19,803
Income Taxes	3,261	1,640	4,240	3,787	3,263
Minority Interests Profit	339	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income	10,853	13,831	16,323	15,409	16,540
Earnings per Share	3.9400	4.9200	5.8000	5.5600	6.0400
Dividend per Share	2.4000	2.5900	2.7600	2.9500	3.1500

CASH FLOW

	2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD
Cash Flow from Operating Activities	15,396	17,414	18,471	19,279	18,767
Cash Flow from Investing Activities	-4,510	-5,103	-12,305	-7,735	-4,761
Cash Flow from Financing	-20,562	-6,091	-12,260	-10,846	-8,551
Decrease / Increase in Cash	-9,631	6,016	-6,404	-791	5,240
Employees	127,600	128,100	126,500	127,100	126,400

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen	
JPMorgan Chase & Co. / US46625H1005 / NYSE									
5/25/2017 10:11:48 AM	Chg.	-0.34	Volume	10:11:49 AM	Ask	10:11:49 AM	Market Capitalization	Dividend Y.	P/E Ratio
85.37 USD		-0.40%	6.15 mill. Turnover: 492.16 mill.	85.37 Bid Size: 400	85.38 Ask Size: 1,300		304.51 bill. USD	2.19%	13.74
ASSETS									
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Property and Equipment			14,519	14,891	15,133	14,362	14,131		
Intangible Assets			9,849	11,232	8,628	7,623	6,958		
Long-Term Investments			-	-	-	-	-		
Fixed Assets			-	-	-	-	-		
Inventories			-	-	-	-	-		
Accounts Receivable			60,933	65,160	70,079	46,605	52,330		
Cash and Cash Equivalents			53,723	39,771	27,831	20,490	23,873		
Current Assets			-	-	-	-	-		
Total Assets			2.36 mill.	2.42 mill.	2.57 mill.	2.35 mill.	2.49 mill.		
LIABILITIES									
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Accounts Payable			-	-	-	-	-		
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-		
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-		
Provisions			-	-	-	-	-		
Liabilities			2.16 mill.	2.2 mill.	2.34 mill.	2.1 mill.	2.24 mill.		
Share Capital			4,105	4,105	4,105	4,105	4,105		
Total Equity			204,069	211,178	232,065	247,573	254,190		
Minority Interests			-	-	-	-	-		
Total liabilities/equity			2.36 mill.	2.42 mill.	2.57 mill.	2.35 mill.	2.49 mill.		
INCOME STATEMENT									
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Revenues			-	-	-	-	-		
Depreciation (total)			957	637	-	-	-		
Operating Result			28,917	25,914	29,792	30,702	34,536		
Interest Income			44,910	43,319	43,634	43,510	46,083		
Income Before Taxes			28,917	25,914	29,792	30,702	34,536		
Income Taxes			7,633	7,991	8,030	6,260	9,803		
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-		
Net Income			21,284	17,923	21,762	24,442	24,733		
Earnings per Share			5.2200	4.3900	5.3400	6.0500	6.2400		
Dividend per Share			1.2000	1.4400	1.5800	1.7200	1.8800		
CASH FLOW									
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Cash Flow from Operating Activities			25,079	107,953	36,593	73,466	20,176		
Cash Flow from Investing Activities			-119,825	-150,501	-165,636	106,980	-114,949		
Cash Flow from Financing			87,707	28,324	118,228	-187,511	98,271		
Decrease / Increase in Cash			-5,879	-13,952	-11,940	-7,341	3,383		
Employees			258,965	251,196	241,359	234,598	243,355		

ملحق 19: القوائم المالية المختصرة

لـ (JPMorgan Chase & Co.)

McDonald's Corporation / US5801351017 / NYSE

5/25/2017 10:12:10 AM	Chg. -0.01	Volume 1.81 mill. Turnover: 246.92 mill.	Bid 10:12:11 AM 149.49 Bid Size: 500	Ask 10:12:11 AM 149.50 Ask Size: 500	Market Capitalization 121.85 bill.USD	Dividend Y. 2.41%	P/E Ratio 27.23
-----------------------	-------------------	--	--	--	--	--------------------------	------------------------

ملحق 20: القوائم المالية المختصرة

(McDonald's Corp.)

ASSETS		2012	2013	2014	2015	2016
		US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
		in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Property and Equipment		24,677	25,747	24,558	23,118	21,258
Intangible Assets		-	-	-	-	-
Long-Term Investments		-	-	-	-	-
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		122	124	110	100	59
Accounts Receivable		1,375	1,320	1,214	1,299	1,474
Cash and Cash Equivalents		2,336	2,799	2,078	7,686	1,223
Current Assets		4,922	5,050	4,186	9,643	4,849
Total Assets		35,387	36,626	34,281	37,939	31,024

LIABILITIES		2012	2013	2014	2015	2016
		US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
		in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Accounts Payable		1,142	1,086	860	875	756
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Provisions		1,531	1,648	1,625	1,704	1,817
Liabilities		20,093	20,617	21,428	30,851	33,228
Share Capital		17	17	17	17	17
Total Equity		15,294	16,010	12,853	7,088	-2,204
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		35,387	36,626	34,281	37,939	31,024

INCOME STATEMENT		2012	2013	2014	2015	2016
		US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
		in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Revenues		27,567	28,106	27,441	25,413	24,622
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		8,605	8,764	7,949	7,146	7,745
Interest Income		-517	-522	-571	-638	-885
Income Before Taxes		8,079	8,205	7,372	6,556	6,866
Income Taxes		2,614	2,619	2,614	2,026	2,180
Minority Interests Profit		-	-	-	-	-
Net Income		5,465	5,586	4,758	4,529	4,687
Earnings per Share		5.4100	5.5900	4.8500	4.8200	5.4900
Dividend per Share		2.8700	3.1200	3.2800	3.4400	3.6100

CASH FLOW		2012	2013	2014	2015	2016
		US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
		in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Cash Flow from Operating Activities		6,966	7,121	6,730	6,539	6,060
Cash Flow from Investing Activities		-3,167	-2,674	-2,305	-1,420	-982
Cash Flow from Financing		-3,850	-4,043	-4,618	735	-11,262
Decrease / Increase in Cash			463	-721	5,608	-6,288
Employees		440,000	440,000	420,000	420,000	375,000

© 2017 TeleTrader Software GmbH. All rights reserved. Take account of the Terms of Use. TeleTrader is not affiliated with Charles Schwab & CO., Inc. The price information is time delayed to varying extents, but as a rule by 15 minutes or more, according to the regulations of the selected stock exchange and/or licensors and the type of securities.

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
MERCK KGAA O.N. / DE0006599905 / Xetra								
5/25/2017 8:35:02 AM	Chg.	-0.10	Volume 237,250 Turnover: 24.88 mill.	Bid 5/25/2017 -	Ask 5/25/2017 -	Market Capitalization 13.57 bill. EUR	Dividend Y. 1.14%	P/E Ratio 28.00
104.95 EUR		-0.10%		Bid Size: -	Ask Size: -			
ASSETS								
				2012	2013	2014	2015	2016
				IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
				in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR
Property and Equipment				2,954	2,647	2,990	4,009	4,230
Intangible Assets				10,945	9,867	11,396	25,339	24,989
Long-Term Investments				97	78	94	132	218
Fixed Assets				14,071	12,698	15,530	30,657	30,582
Inventories				1,534	1,474	1,660	2,620	2,607
Accounts Receivable				2,115	2,021	2,236	2,738	2,889
Cash and Cash Equivalents				730	981	2,879	832	939
Current Assets				6,626	7,385	10,480	7,350	7,670
Total Assets				21,643	20,819	26,010	38,007	38,251
LIABILITIES								
				2012	2013	2014	2015	2016
				IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
				in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR
Accounts Payable				1,288	1,364	1,539	1,921	2,048
Long-Term Liabilities				3,362	3,258	3,561	9,616	8,809
Liabilities to Banks				4,454	3,698	5,637	13,713	12,597
Provisions				3,169	2,636	2,856	5,255	4,849
Liabilities				11,229	9,749	14,209	25,152	24,201
Share Capital				565	565	565	565	565
Total Equity				10,361	11,020	11,742	12,788	13,989
Minority Interests				53	49	59	68	61
Total liabilities/equity				21,643	20,819	26,010	38,007	38,251
INCOME STATEMENT								
				2012	2013	2014	2015	2016
				IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
				in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR
Revenues				10,741	10,700	11,292	12,845	15,024
Depreciation (total)				872	814	-	-	-
Operating Result				964	1,611	1,762	1,843	2,481
Interest Income				-	-	-	-	-
Income Before Taxes				709	1,389	1,557	1,487	2,154
Income Taxes				130	180	392	368	521
Minority Interests Profit				-12	-7	-8	-9	-4
Net Income				567	1,202	1,157	1,115	1,629
Earnings per Share				1.3050	2.7650	2.6600	2.5600	3.7500
Dividend per Share				0.8500	0.9500	1.0000	1.0500	1.2000
CASH FLOW								
				2012	2013	2014	2015	2016
				IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
				in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR	in mill. EUR
Cash Flow from Operating Activities				2,472	2,226	2,706	2,195	2,518
Cash Flow from Investing Activities				-1,158	-875	-1,641	-11,936	-503
Cash Flow from Financing				-1,519	-1,073	761	7,164	-1,908
Decrease / Increase in Cash				-205	278	1,825	-2,577	107
Employees				38,847	38,154	39,639	49,613	50,414

ملحق 21: القوائم المالية المختصرة

(Merck & Co. Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Microsoft Corporation / US5949181045 / NASDAQ								
5/25/2017 10:14:33 AM	Chg. +0.7050	Volume 9.69 mill. Turnover: 624.95 mill.	Bid 10:14:38 AM 69.4700 Bid Size: 3.500	Ask 10:14:38 AM 69.4800 Ask Size: 300	Market Capitalization 530.94 bill.USD	Dividend Y. 2.09%	P/E Ratio 32.44	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			8,269	9,991	13,011	14,731	18,356	
Intangible Assets			3,170	3,083	6,981	4,835	3,733	
Long-Term Investments			9,776	10,844	14,597	12,053	10,431	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			1,137	1,938	2,660	2,902	2,251	
Accounts Receivable			15,780	17,486	19,544	17,908	18,277	
Cash and Cash Equivalents			6,938	3,804	8,669	5,595	6,510	
Current Assets			85,084	101,466	114,246	124,712	139,660	
Total Assets			121,271	142,431	172,384	176,223	193,694	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			4,175	4,828	7,432	6,591	6,898	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			0.0000	0.0000	0.0000	92	294	
Provisions			1,893	1,709	2,728	2,835	696	
Liabilities			54,908	63,487	82,600	96,140	121,697	
Share Capital			65,797	67,306	68,366	68,465	68,178	
Total Equity			66,363	78,944	89,784	80,083	71,997	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			121,271	142,431	172,384	176,223	193,694	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			73,723	77,849	86,833	93,580	85,320	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			21,763	26,764	27,759	18,161	20,182	
Interest Income			-	-	-	-	-	
Income Before Taxes			22,267	27,052	27,820	18,507	19,751	
Income Taxes			5,289	5,189	5,746	6,314	2,953	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			16,978	21,863	22,074	12,193	16,798	
Earnings per Share			2.0200	2.6100	2.6600	1.4900	2.1200	
Dividend per Share			0.8000	0.9200	1.1200	1.2400	1.4400	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			31,626	28,833	32,231	29,080	33,325	
Cash Flow from Investing Activities			-24,786	-23,811	-18,833	-23,001	-23,950	
Cash Flow from Financing			-9,408	-8,148	-8,394	-9,080	-8,393	
Decrease / Increase in Cash			-2,672	-3,134	4,865	-3,074	915	
Employees			94,000	99,000	128,000	118,000	114,000	

ملحق 22: القوائم المالية المختصرة

-(Microsoft Corp.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Nike, Inc. / US6541061031 / NYSE								
5/25/2017 10:14:17 AM	Chg. +0.49	Volume 3.71 mill. Turnover: 179.61 mill.	Bid 10:14:20 AM 52.50 Bid Size: 3.200	Ask 10:14:20 AM 52.51 Ask Size: 1.000	Market Capitalization 85.86 bill.USD	Dividend Y. 1.19%	P/E Ratio 23.53	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			2,279	2,452	2,834	3,011	3,520	
Intangible Assets			535	382	282	281	281	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			3,350	3,434	3,947	4,337	4,838	
Accounts Receivable			3,280	3,117	3,434	3,358	3,241	
Cash and Cash Equivalents			2,317	3,337	2,220	3,852	3,138	
Current Assets			11,531	13,626	13,696	15,976	15,025	
Total Assets			15,465	17,584	18,594	21,600	21,396	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			1,588	1,646	1,930	2,131	2,191	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			3,111	3,376	4,467	5,502	4,892	
Liabilities			5,084	6,428	7,770	8,893	9,138	
Share Capital			3	3	3	3	3	
Total Equity			10,381	11,156	10,824	12,707	12,258	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			15,465	17,584	18,594	21,600	21,396	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			24,128	25,313	27,799	30,601	32,376	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			3,040	3,254	3,680	4,175	4,502	
Interest Income			-3	3	-33	-28	-19	
Income Before Taxes			2,983	3,272	3,544	4,205	4,623	
Income Taxes			760	808	851	932	863	
Minority Interests Profit			-	-	-	-	-	
Net Income			2,223	2,485	2,693	3,273	3,760	
Earnings per Share			1.2100	1.3900	1.5300	1.9000	2.2100	
Dividend per Share			0.3500	0.4050	0.4650	0.5400	0.6200	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			1,899	3,027	3,003	4,680	3,096	
Cash Flow from Investing Activities			514	-1,067	-1,207	-175	-1,034	
Cash Flow from Financing			-2,118	-1,040	-2,914	-2,790	-2,671	
Decrease / Increase in Cash			362	1,020	-1,117	1,632	-714	
Employees			44,000	48,000	56,500	62,600	70,700	

ملحق 23: القوائم المالية المختصرة

(Nike Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Pfizer, Inc. / US7170811035 / NYSE								
5/25/2017 10:16:21 AM	Chg. +0.02	Volume 9.51 mill. Turnover: 292.46 mill.	Bid 10:16:22 AM 32.06 Bid Size: 28,800	Ask 10:16:22 AM 32.07 Ask Size: 3,800	Market Capitalization 190.76 bill.USD	Dividend Y. 3.74%	P/E Ratio 27.16	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			14,461	12,397	11,762	13,766	13,318	
Intangible Assets			46,013	39,385	35,166	40,356	52,648	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			7,063	6,166	5,663	7,513	6,783	
Accounts Receivable			12,378	9,357	8,669	8,176	8,225	
Cash and Cash Equivalents			10,389	2,183	3,343	3,641	2,595	
Current Assets			61,415	56,244	57,702	43,804	38,949	
Total Assets			185,798	172,101	169,274	167,460	171,615	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			4,264	3,234	3,440	3,620	4,536	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			0.0000	0.0000	1,711	1,852	1,944	
Provisions			21,593	25,590	24,981	26,877	30,753	
Liabilities			104,120	95,481	97,652	102,463	111,776	
Share Capital			448	453	455	459	461	
Total Equity			81,260	76,307	71,301	64,720	59,544	
Minority Interests			418	313	321	278	296	
Total liabilities/equity			185,798	172,101	169,274	167,460	171,615	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			58,986	51,584	49,605	48,851	52,824	
Depreciation (total)			5,175	4,599	4,039	3,728	4,056	
Operating Result			12,080	15,716	12,240	8,965	8,351	
Interest Income			-	-	-	-	-	
Income Before Taxes			12,080	15,716	12,240	8,965	8,351	
Income Taxes			2,562	4,306	3,120	1,990	1,123	
Minority Interests Profit			-28	-69	-32	-26	-31	
Net Income			14,570	22,003	9,135	6,960	7,215	
Earnings per Share			1.9600	3.2300	1.4400	1.1300	1.1800	
Dividend per Share			0.8800	0.9600	1.0400	1.1200	1.2000	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			17,054	17,765	16,883	14,512	15,901	
Cash Flow from Investing Activities			6,154	-10,625	-5,654	-2,980	-7,811	
Cash Flow from Financing			-15,999	-14,975	-9,986	-10,233	-8,921	
Decrease / Increase in Cash			7,207	-7,898	1,160	298	-1,046	
Employees			91,500	77,700	78,300	97,900	96,500	

ملحق 24: القوائم المالية المختصرة

(Pfizer Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Procter & Gamble Company (The) / US7427181091 / NYSE								
5/25/2017 10:15:30 AM	Chg. +0.35	Volume 2.11 mill. Turnover: 163.64 mill.	Bid 10:15:35 AM 86.85 Bid Size: 900	Ask 10:15:35 AM 86.86 Ask Size: 1,500	Market Capitalization 221.23 bill.USD	Dividend Y. 3.08%	P/E Ratio 22.76	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			20,377	21,666	22,304	20,268	19,385	
Intangible Assets			84,761	31,572	30,843	26,829	24,527	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			6,721	6,909	6,759	5,454	4,716	
Accounts Receivable			6,068	6,508	6,386	4,861	4,373	
Cash and Cash Equivalents			4,436	5,947	8,558	6,845	7,102	
Current Assets			21,910	23,990	31,617	29,646	33,782	
Total Assets			132,244	139,263	144,266	129,495	127,136	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			7,920	8,777	8,461	8,257	9,325	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			10,132	10,827	10,218	9,531	9,113	
Liabilities			68,209	70,554	74,290	66,445	69,153	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			64,035	68,709	69,976	63,050	57,983	
Minority Interests			596	645	762	631	642	
Total liabilities equity			132,244	139,263	144,266	129,495	127,136	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			83,680	84,167	83,062	76,279	65,299	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			13,292	14,481	15,288	11,790	13,441	
Interest Income			-769	-580	-609	-475	-397	
Income Before Taxes			12,785	14,843	14,885	11,846	13,369	
Income Taxes			3,468	3,441	3,178	2,916	3,342	
Minority Interests Profit			-148	-90	-142	-108	-96	
Net Income			10,756	11,312	11,643	7,036	10,508	
Earnings per Share			3.8200	4.0400	4.1900	2.5000	3.8000	
Dividend per Share			2.1370	2.2880	2.4500	2.5900	2.6600	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			13,284	14,873	13,958	14,608	15,435	
Cash Flow from Investing Activities			-1,093	-6,295	-4,107	-2,891	-5,575	
Cash Flow from Financing			-10,410	-7,071	-7,279	-13,019	-9,213	
Decrease / Increase in Cash			1,668	1,511	2,611	-1,713	266	
Employees			126,000	121,000	118,000	110,000	105,000	

ملحق 25: القوائم المالية المختصرة

(Procter & Gamble Co.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
The Travelers Companies, Inc. / US89417E1091 / NYSE								
5/25/2017 10:16:59 AM	Chg.	+1.82	Volume 600,470 Turnover: 64.78 mill.	Bid 10:17:18 AM 123.83 Bid Size: 300	Ask 10:17:18 AM 123.85 Ask Size: 200	Market Capitalization 34.1 bill.USD	Dividend Y. 2.15%	P/E Ratio 11.75
123.87 USD								
+1.49%								
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Intangible Assets			381	351	304	279	268	
Long-Term Investments			73,838	73,160	73,261	70,470	70,488	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			-	-	-	-	-	
Accounts Receivable			10,678	10,453	10,660	10,811	11,331	
Cash and Cash Equivalents			330	294	374	380	307	
Current Assets			-	-	-	-	-	
Total Assets			104,938	103,812	103,078	100,184	100,245	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			-	-	-	-	-	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			-	-	-	-	-	
Liabilities			79,533	79,016	78,242	76,586	77,024	
Share Capital			21,161	21,500	21,843	22,172	22,614	
Total Equity			25,405	24,796	24,836	23,598	23,221	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			104,938	103,812	103,078	100,184	100,245	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			-	-	-	-	-	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			3,544	5,306	5,458	5,113	4,348	
Interest Income			-378	-361	-369	-373	-363	
Income Before Taxes			3,166	4,945	5,089	4,740	3,985	
Income Taxes			693	1,272	1,397	1,301	1,018	
Minority Interests Profit			0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Net Income			2,473	3,673	3,692	3,439	2,967	
Earnings per Share			6.3500	9.8400	10.8200	10.9900	10.3900	
Dividend per Share			1.7900	1.9600	2.1500	2.3800	2.6200	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			3,230	3,816	3,693	3,434	4,202	
Cash Flow from Investing Activities			-972	-910	206	317	-1,460	
Cash Flow from Financing			-2,146	-2,939	-3,809	-3,733	-2,806	
Decrease / Increase in Cash			116	-36	80	6	-73	
Employees			30,500	30,800	30,200	30,900	30,900	

ملحق 26: القوائم المالية المختصرة

(Travelers Cos. Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
UnitedHealth Group Incorporated ... / US91324P1021 / NYSE								
5/25/2017 10:16:22 AM	Chg. +2.31	Volume 783,755 Turnover: 114.86 mill.	Bid 5/25/2017 177.89 Bid Size: 400	Ask 5/25/2017 177.91 Ask Size: 100	MarketCapitalization 169.21 bill.USD	Dividend Y. 1.35%	P/E Ratio 23.83	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			3,939	4,010	4,418	4,861	5,901	
Intangible Assets			4,682	3,844	3,669	8,391	8,541	
Long-TermInvestments			-	-	-	-	-	
FixedAssets			-	-	-	-	-	
Inventories			-	-	-	-	-	
AccountsReceivable			2,709	3,052	4,252	6,523	8,152	
Cash and Cash Equivalents			8,406	7,276	7,495	10,923	10,430	
CurrentAssets			21,052	20,380	23,556	31,639	33,879	
Total Assets			80,885	81,882	86,382	111,383	122,810	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			6,984	7,458	9,247	11,994	13,361	
Long-TermLiabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			2,450	1,796	2,065	3,587	2,761	
Liabilities			47,586	48,558	52,540	75,922	82,621	
Share Capital			10	10	10	10	10	
Total Equity			33,299	33,324	33,842	35,461	40,189	
MinorityInterests			2,121	1,175	1,388	1,631	1,915	
Total liabilities			80,885	81,882	86,382	111,383	122,810	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			109,938	121,744	129,695	156,397	184,012	
Depreciation (total)			1,309	1,375	1,478	1,693	2,055	
Operating Result			9,254	9,623	10,274	11,021	12,930	
InterestIncome			-632	-708	-618	-790	-1,067	
IncomeBefore Taxes			8,622	8,915	9,656	10,231	11,863	
Income Taxes			3,096	3,242	4,037	4,363	4,790	
MinorityInterests Profit			0.0000	-48	0.0000	-55	-56	
Net Income			5,526	5,625	5,619	5,813	7,017	
Earnings per Share			5.3800	5.5900	5.7800	6.1000	7.3700	
Dividend per Share			0.8000	1.0525	1.4050	1.8750	2.3750	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flowfrom Operating Activities			7,155	6,991	8,051	9,740	9,795	
Cash Flowfrom Investing Activities			-8,649	-3,089	-2,534	-18,395	-9,355	
Cash Flowfrom Financing			471	-4,946	-5,293	12,239	-1,011	
Decrease / Increase in Cash			-1,023	-1,130	219	3,428	-493	
Employees			133,000	156,000	170,000	200,000	230,000	

ملحق 27: القوائم المالية المختصرة

(United Health Group Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
United Technologies Corporation / US9130171096 / NYSE								
5/25/2017 10:17:48 AM	Chg. +0.15	Volume 1.21 mill. Turnover: 128.73 mill.	Bid 10:18:01 AM 122.21 Bid Size: 200	Ask 10:18:01 AM 122.23 Ask Size: 800	Market Capitalization 97.81 bill.USD	Dividend Y. 2.15%	P/E Ratio 19.75	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			8,518	8,866	9,276	8,732	9,158	
Intangible Assets			15,189	15,521	15,560	15,603	15,684	
Long-Term Investments			1,150	1,156	978	1,018	1,398	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			9,537	10,330	9,865	8,135	8,704	
Accounts Receivable			11,099	11,458	11,317	10,653	11,481	
Cash and Cash Equivalents			4,819	4,619	5,235	7,075	7,157	
Current Assets			29,610	29,442	29,758	26,706	28,550	
Total Assets			89,409	90,594	91,289	87,484	89,706	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			6,431	6,965	6,967	6,875	7,483	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			503	388	126	926	601	
Provisions			15,310	15,335	14,006	14,638	12,219	
Liabilities			63,495	58,728	60,076	60,126	62,127	
Share Capital			13,976	14,764	15,300	16,033	17,285	
Total Equity			25,914	31,866	31,213	27,358	27,579	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			89,409	90,594	91,289	87,484	89,706	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			57,708	62,626	65,100	56,098	57,244	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			7,684	9,209	9,769	7,291	8,172	
Interest Income			-773	-897	-882	-824	-1,039	
Income Before Taxes			6,911	8,312	8,887	6,467	7,133	
Income Taxes			1,711	2,238	2,264	2,111	1,697	
Minority Interests Profit			-360	-388	-403	-360	-371	
Net Income			5,130	5,721	6,220	7,608	5,055	
Earnings per Share			5.7300	6.3500	6.9200	8.7200	6.1800	
Dividend per Share			2.0300	2.1950	2.3600	2.5600	2.6200	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			6,605	7,505	7,336	6,698	6,412	
Cash Flow from Investing Activities			-18,795	-1,464	-2,305	-2,527	-2,509	
Cash Flow from Financing			8,021	-5,940	-4,259	-10,776	-1,188	
Decrease / Increase in Cash			-1,124	-217	616	1,840	69	
Employees			218,300	212,000	211,000	197,000	202,000	

ملحق 28: القوائم المالية المختصرة

(United Technologies Corp.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Verizon Communications Inc. / US92343V1044 / NYSE								
5/25/2017 10:18:55 AM	Chg. +0.32	Volume 7.15 mill. Turnover: 308.55 mill.	Bid 5/25/2017 45.35 Bid Size: 6,600	Ask 5/25/2017 45.36 Ask Size: 1,200	Market Capitalization 183.73 bill.USD	Dividend Y. 5.07%	P/E Ratio 13.99	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			88,642	88,956	89,947	83,541	84,751	
Intangible Assets			83,677	81,547	81,069	94,913	95,570	
Long-Term Investments			3,401	3,432	802	796	1,110	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			1,075	1,020	1,153	1,252	1,202	
Accounts Receivable			12,576	12,439	13,993	13,457	17,513	
Cash and Cash Equivalents			3,093	53,528	10,598	4,470	2,880	
Current Assets			21,235	70,994	29,623	22,280	26,395	
Total Assets			225,222	274,098	232,708	244,640	244,180	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			16,182	16,453	16,680	19,362	19,593	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			4,369	3,933	2,735	6,489	2,645	
Provisions			24,677	28,639	41,578	46,443	45,970	
Liabilities			192,065	235,262	220,410	228,212	221,656	
Share Capital			297	297	424	424	424	
Total Equity			33,157	38,836	12,298	16,428	22,524	
Minority Interests			0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
Total liabilities equity			225,222	274,098	232,708	244,640	244,180	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			115,846	120,550	127,079	131,620	125,980	
Depreciation (total)			16,460	16,606	16,533	16,017	15,928	
Operating Result			13,160	31,968	19,599	33,060	27,059	
Interest Income			-2,571	-2,667	-4,915	-4,920	-4,376	
Income Before Taxes			9,897	29,277	15,270	28,240	20,986	
Income Taxes			-660	5,730	3,314	9,865	7,378	
Minority Interests Profit			-9,682	-12,050	-2,331	-496	-481	
Net Income			875	11,497	9,625	17,879	13,127	
Earnings per Share			0.3100	4.0100	2.4200	4.3800	3.2200	
Dividend per Share			2.0300	2.0900	2.1600	2.2300	2.2850	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			31,486	38,818	30,631	38,930	22,715	
Cash Flow from Investing Activities			-20,502	-14,833	-15,856	-30,043	-10,983	
Cash Flow from Financing			-21,253	26,450	-57,705	-15,015	-13,322	
Decrease / Increase in Cash			-10,269	50,435	-42,930	-6,128	-1,590	
Employees			183,400	176,800	177,300	177,700	160,900	

ملحق 29: القوائم المالية المختصرة

(Verizon Communications Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Visa Inc. / US92826C8394 / NYSE								
5/25/2017 10:19:31 AM	Chg. +0.42	Volume 3.77 mill. Turnover: 310.26 mill.	Bid 10:19:35 AM 95.22 Bid Size: 400	Ask 10:19:35 AM 95.23 Ask Size: 700	Market Capitalization 199.62 bill.USD	Dividend Y. 0.59%	P/E Ratio 38.08	
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			1,634	1,732	1,892	1,888	2,150	
Intangible Assets			11,420	11,351	11,411	11,361	27,234	
Long-Term Investments			3,283	2,760	3,015	3,384	3,931	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			-	-	-	-	-	
Accounts Receivable			723	761	822	847	1,041	
Cash and Cash Equivalents			2,074	2,186	1,971	3,518	5,619	
Current Assets			11,786	7,822	9,562	10,892	14,313	
Total Assets			40,013	35,956	38,569	40,236	64,035	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			152	184	147	127	203	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			4,642	4,762	4,769	4,991	5,936	
Liabilities			12,383	9,086	11,156	10,394	31,123	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			27,630	26,870	27,413	29,842	32,912	
Minority Interests			0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
Total liabilities equity			40,013	35,956	38,569	40,236	64,035	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			9,717	11,062	11,932	13,057	14,259	
Depreciation (total)			333	397	435	494	502	
Operating Result			2,139	7,239	7,697	9,064	7,883	
Interest Income			29	-	-	-	-	
Income Before Taxes			2,207	7,257	7,724	8,995	8,012	
Income Taxes			65	2,277	2,286	2,667	2,021	
Minority Interests Profit			2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
Net Income			2,144	4,980	5,438	6,328	5,991	
Earnings per Share			0.7900	1.9000	2.1600	2.5800	2.4900	
Dividend per Share			0.2480	0.3480	0.4000	0.4800	0.5600	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			5,009	3,022	7,205	6,584	5,574	
Cash Flow from Investing Activities			-2,414	-1,164	-941	-1,435	-10,916	
Cash Flow from Financing			-2,655	-1,746	-6,478	-3,603	7,477	
Decrease / Increase in Cash			-53	112	-215	1,547	2,101	
Employees			8,500	9,500	9,500	11,300	11,300	

ملحق 30: القوائم المالية المختصرة

لـ (Visa Inc.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Wal-Mart Stores, Inc. / us9311421039 / NYSE								
5/25/2017 10:20:28 AM	Chg. +0.27	Volume 3.27 mill. Turnover: 240.02 mill.	Bid 10:20:35 AM 78.42 Bid Size: 400	Ask 10:20:35 AM 78.43 Ask Size: 500	Market Capitalization 237.03 bill.USD	Dividend Y. 2.56%	P/E Ratio 17.76	
ASSETS								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			113,929	115,364	114,280	110,171	107,710	
Intangible Assets			20,497	19,510	0,0000	0,0000	0,0000	
Long-Term Investments			-	-	-	-	-	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			43,803	44,858	45,141	44,469	43,046	
Accounts Receivable			-	-	-	-	-	
Cash and Cash Equivalents			7,781	7,281	9,135	8,705	6,867	
Current Assets			59,940	61,185	63,278	60,239	57,689	
Total Assets			203,105	204,751	203,706	199,581	198,825	
LIABILITIES								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			38,080	37,415	38,410	38,487	41,433	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			6,805	7,670	1,592	2,708	1,099	
Provisions			26,421	26,810	27,957	26,928	29,998	
Liabilities			126,762	128,496	122,312	119,035	121,027	
Share Capital			-	-	-	-	-	
Total Equity			76,343	76,255	81,394	80,546	77,798	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			203,105	204,751	203,706	199,581	198,825	
INCOME STATEMENT								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Revenues			466,114	473,076	482,229	478,614	481,317	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			27,801	26,872	27,147	24,105	22,764	
Interest Income			-2,064	-2,216	-2,348	-2,467	-22,764	
Income Before Taxes			25,737	24,656	24,799	21,638	20,497	
Income Taxes			7,981	8,105	7,985	6,558	6,204	
Minority Interests Profit			-757	-673	-736	-386	-650	
Net Income			16,999	16,022	16,363	14,694	13,643	
Earnings per Share			5.0400	4.9000	5.0700	4.5800	4.4000	
Dividend per Share			1.5900	1.8800	1.9200	1.9600	2.0000	
CASH FLOW								
			2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			25,591	23,257	28,564	27,389	31,530	
Cash Flow from Investing Activities			-12,611	-12,298	-11,125	-10,675	-13,987	
Cash Flow from Financing			-11,972	-11,017	-15,071	-16,122	-18,929	
Decrease / Increase in Cash			1,231	-500	1,854	-430	-1,838	
Employees			2.2 mill.	2.2 mill.	2.2 mill.	2.3 mill.	2.3 mill.	

ملحق 31: القوائم المالية المختصرة

(Wal-Mart Stores Inc.) لـ

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Walt Disney Company (The) / US2546871060 / NYSE								
5/25/2017 10:20:35 AM	Chg.	-0.75	Volume 4.02 mill. Turnover: 396.98 mill.	Bid 10:20:37 AM 106.96 Bid Size: 600	Ask 10:20:37 AM 106.97 Ask Size: 300	Market Capitalization 168.55 bill. USD	Dividend Y. 1.32%	P/E Ratio 18.70
ASSETS								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Property and Equipment			21,512	22,380	23,332	25,179	27,349	
Intangible Assets			9,556	12,153	12,759	13,355	13,288	
Long-Term Investments			2,723	2,849	2,696	2,643	4,280	
Fixed Assets			-	-	-	-	-	
Inventories			1,537	1,487	1,574	1,571	1,390	
Accounts Receivable			-	-	-	-	-	
Cash and Cash Equivalents			3,387	3,931	3,421	4,269	4,610	
Current Assets			13,709	14,109	15,176	16,758	16,966	
Total Assets			74,898	81,241	84,186	88,182	92,033	
LIABILITIES								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Accounts Payable			6,393	6,803	7,595	7,844	9,130	
Long-Term Liabilities			-	-	-	-	-	
Liabilities to Banks			-	-	-	-	-	
Provisions			2,251	4,050	4,098	4,051	3,679	
Liabilities			35,139	35,812	39,228	43,657	48,768	
Share Capital			31,731	33,440	34,301	35,122	35,859	
Total Equity			39,759	45,429	44,958	44,525	43,265	
Minority Interests			-	-	-	-	-	
Total liabilities equity			74,898	81,241	84,186	88,182	92,033	
INCOME STATEMENT								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Revenues			42,278	45,041	48,813	52,465	55,632	
Depreciation (total)			-	-	-	-	-	
Operating Result			9,629	9,855	12,223	13,985	15,128	
Interest Income			-369	-235	23	-117	-260	
Income Before Taxes			9,260	9,620	12,246	13,868	14,868	
Income Taxes			3,087	2,984	4,242	5,016	5,078	
Minority Interests Profit			-491	-500	-503	-470	-399	
Net Income			5,682	6,136	7,501	8,382	9,391	
Earnings per Share			3.1700	3.4200	4.3100	4.9500	5.7600	
Dividend per Share			0.6000	0.7500	0.8600	1.8100	1.4200	
CASH FLOW								
			2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	
Cash Flow from Operating Activities			7,966	9,452	9,780	10,909	13,213	
Cash Flow from Investing Activities			-4,759	-4,676	-3,345	-4,245	-5,758	
Cash Flow from Financing			-2,985	-4,214	-6,710	-5,514	-6,991	
Decrease / Increase in Cash			202	544	-510	848	341	
Employees			166,000	175,000	180,000	185,000	195,000	

ملحق 32: القوائم المالية المختصرة

(Walt Disney Co.)

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	Technical	News	Derivatives	TraderScreen
Exxon Mobil Corporation / US30231G1022 / NYSE								
5/25/2017 10:20:39 AM	Chg.	-0.51	Volume 4.97 mill. Turnover: 378.69 mill.	Bid 5/25/2017 81.77 Bid Size: 1,200	Ask 5/25/2017 81.78 Ask Size: 100	Market Capitalization 348.68 bill.USD	Dividend Y. 3.62%	P/E Ratio 43.77
81.78 USD		-0.62%						
ASSETS								
		2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Property and Equipment		226,949	243,650	252,668	251,605	244,224		
Intangible Assets		-	-	-	-	-		
Long-Term Investments		34,718	36,328	35,239	34,245	35,102		
Fixed Assets		-	-	-	-	-		
Inventories		14,542	16,135	16,678	16,245	15,080		
Accounts Receivable		-	-	-	-	-		
Cash and Cash Equivalents		9,582	4,644	4,616	3,705	3,657		
Current Assets		64,460	59,308	52,910	42,623	41,416		
Total Assets		333,795	346,808	349,493	336,758	330,314		
LIABILITIES								
		2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Accounts Payable		50,728	48,085	42,227	32,412	31,193		
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-		
Liabilities to Banks		-	-	-	-	-		
Provisions		62,837	61,176	65,032	59,465	54,721		
Liabilities		167,932	172,805	175,094	165,947	162,989		
Share Capital		-	-	-	-	-		
Total Equity		165,863	174,003	174,399	170,811	167,325		
Minority Interests		-	-	-	-	-		
Total liabilities equity		333,795	346,808	349,493	336,758	330,314		
INCOME STATEMENT								
		2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Revenues		482,295	438,255	411,939	268,882	226,094		
Depreciation (total)		-	-	-	-	-		
Operating Result		79,053	57,720	51,916	22,277	8,422		
Interest Income		-327	-9	-286	-311	-453		
Income Before Taxes		78,726	57,711	51,630	21,966	7,969		
Income Taxes		31,045	24,263	18,015	5,415	-406		
Minority Interests Profit		-2,801	-868	-1,095	-401	-535		
Net Income		44,880	32,580	32,520	16,150	7,840		
Earnings per Share		9.7000	7.3700	7.6000	3.8500	1.8800		
Dividend per Share		2.1800	2.4600	2.7000	2.8800	2.9800		
CASH FLOW								
		2012 US GAAP in mill. USD	2013 US GAAP in mill. USD	2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD		
Cash Flow from Operating Activities		56,170	44,914	45,116	30,344	22,082		
Cash Flow from Investing Activities		-25,601	-34,201	-26,975	-23,824	-12,403		
Cash Flow from Financing		-33,868	-15,476	-17,888	-7,037	-9,293		
Decrease / Increase in Cash		-3,082	-4,938	-28	-911	-48		
Employees		76,900	75,000	75,300	73,500	71,100		

ملحق 33: القوائم المالية المختصرة

(Exxon Mobil Corp.)

ملخص

يهدف هذا البحث لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، تم انتقاء جميع الشركات المكونة للمؤشر لدراسة الأثر بين سعر السهم والمتغيرات الثلاث لسياسة توزيع الأرباح المتمثلة في الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم ومردودية السهم، اعتمدنا في هذه الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد خلال فترة زمنية محددة بسنة واحدة 2016، تم صياغة النموذج الأولي بإضافة متغيرات ضابطة متمثلة في الحجم، الرفع المالي، العائد على حقوق الملكية ومعدل نمو الأصول. بناء على هذه الدراسة تفسر متغيرات سياسة توزيع الأرباح ما مقداره (94,2%) من السعر السوقي لأسهم الشركات محل الدراسة، كما أشارت النتائج لوجود علاقة معنوية إيجابية بين سعر السهم وكل من الربح الموزع للسهم والربح المحتجز للسهم، وعلاقة معنوية سلبية مع مردودية السهم، في الجانب الآخر لم تشر النتائج لوجود أي علاقة معنوية لكل المتغيرات الضابطة مع سعر السهم عند مستوى معنوية (5%).

الكلمات المفتاحية: سعر السهم، سياسة توزيع الأرباح، الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم، مردودية السهم، مؤشر داو جونز الصناعي.

Abstract

The purpose of this study is to examine the impact of dividend policy on share price of firms listed in the Dow Jones Industrial Average index, all companies include in the index were selected to examine the relationship between share price and the tree main measurement of dividend policy, dividend per share, retained earnings per share and dividend yield, we applied multiple regression for a period of one year 2016, the primary regression model was expanded by adding control variables including size, leverage, return on equity and growth of assets. based on this study all selected variables of dividend policy explain (94,2%) of the market price of the firms under study. Also the result showed significant positive relationship between share price and both dividend per share and retained earnings per share, but a significant negative relationship with dividend yield, in the other hand all control variables showed no significant relationship with share price at (5%) significance level.

Keywords: share price, dividend policy, dividend per share, retained earnings per share, dividend yield, dow Jones industrial index.