

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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
العنوان

أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية
دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي

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

إشراف الأستاذ:

قدام جمال

إعداد الطالبتين:

غربي نوال

عميرة مريم

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذة: ينون أمال
مشرفا و مقرا	جامعة جيجل	الأستاذ: قدام جمال
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: محصول نعمان

السنة الجامعية: 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الحمد لله الذي انار لنا درب العلم والمعرفة

وأعاننا و وفقنا لا نجاز هذا العمل

نتوجه بالشكر والامتنان الى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد
في تذليل ما واجهنا من صعوبات ، ونخص بالذكر الاستاذ المشرف

" قدام جمال "

الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت لنا عوناً
في اتمام هذا البحث، كما نتقدم بالشكر والامتنان للأستاذين

" بوميمز فيصل و قيرة عمر "

على تقديمهما لنا يد المساعدة

وفي الختام نشكر كل من ساعدنا من قريب او من بعيد ولو بكلمة

طيبة

الى كل هؤلاء نقول بارك الله فيكم وجعلنا الله في ميزان حسناتكم

شكر

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

مقدمة أ.

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية

تمهيد 8

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح 9

المطلب الأول: مفهوم وطبيعة سياسة توزيع الأرباح 9

المطلب الثاني: إجراءات وأنواع سياسة توزيع الأرباح 13

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح 19

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات كفاءة السوق 25

المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح في ظل التأكد التام 25

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد 28

المطلب الثالث: نماذج إختبار نظريات سياسة توزيع الأرباح 30

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق 34

المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح ونظرية التمييز الضريبي 34

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح ونظرية الإشارة 36

المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية الوكالة ونظرية أثر الزبون 38

خلاصة 40

الفصل الثاني: تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

42.....	تمهيد
43.....	المبحث الأول: ماهية الهيكل التمويلي ومكوناته
43.....	المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي ومناهجه
46.....	المطلب الثاني: محددات الهيكل التمويلي
50.....	المطلب الثالث: مكونات الهيكل التمويلي
58.....	المبحث الثاني: تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية
58.....	المطلب الأول: مفهوم وأهمية تحديد تكلفة التمويل
61.....	المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل
68.....	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة
71.....	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي
71.....	المطلب الأول: النظريات التقليدية
78.....	المطلب الثاني: نظرية مدكلياني وميلر
83.....	المطلب الثالث: النظرية التوازنية
86.....	المطلب الرابع: النظرية متعددة الأشكال
89.....	خلاصة

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي

لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJIA

91.....	تمهيد
92.....	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
92.....	المطلب الأول: تقديم مؤشر داو جونز الصناعي
97.....	المطلب الثاني: تحديد عينة و متغيرات الدراسة
102.....	المطلب الثالث: الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة
105.....	المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة
105.....	المطلب الأول: تحليل مصفوفة الارتباط
107.....	المطلب الثاني: تحليل نتائج الإنحدار المتعدد

115.....	خلاصة
117.....	الخاتمة
125.....	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
93	معلومات عامة حول DJIA	1-3
96	المؤسسات المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي	2-3
97	الدراسات الميدانية السابقة	3-3
101	عرض متغيرات الدراسة	4-3
106	مصفوفة الإرتباط للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة	5-3
107	نتائج النموذج الأولي للدراسة	6-3
110	نتائج إختبار Breush-Godfrey	7-3
111	نتائج النموذج النهائي للدراسة	8-3

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
12	الأرباح، التوزيعات، التمويل الذاتي	1-1
14	السلم الزمني لدفع التوزيعات	2-1
29	العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة (مقاربة جوردن في ظل عدم التأكد)	3-1
32	إختبار نظريات سياسة توزيع الأرباح بإستخدام الأسلوب البياني	4-1
37	أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة من منظور نظرية الإشارة	5-1
73	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض (مدخل صافي الربح)	1-2
73	العلاقة بين تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة(مدخل صافي الربح)	2-2
75	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)	3-2
77	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض (المدخل التقليدي)	4-2
77	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وقيمة المؤسسة (المدخل التقليدي)	5-2
81	العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الأموال المقرضة في ظل النظرية الثانية (نظرية مدكلياني و ميلر في ظل عدم وجود ضرائب)	6-2
83	تكلفة الأموال في ظل مدخل مدكلياني وميلر في ظل وجود ضرائب	7-2
83	قيمة المؤسسة في ظل مدخل مدكلياني وميلر في ظل وجود ضرائب	8-2
84	العلاقة بين نسبة الإقتراض وتكلفة الأموال (تأثير تكلفة الإفلاس)	9-2
85	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة	10-2
104	تقييم إختبار Dubin-waston	1-3
109	التمثيل البياني لإختبار (D-w) للنموذج الأولي	2-3

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
جدول توزيع Student	01
جدول توزيع Fisher	02
جدول توزيع Durbin Waston	03
جدول توزيع χ^2 CHI-DEUX	04
القوائم المالية المختصرة لـ 3M Company	05
القوائم المالية المختصرة لـ Apple.Inc	06
القوائم المالية المختصرة لـ Boeing Company	07
القوائم المالية المختصرة لـ Caterpillar Inc	08
القوائم المالية المختصرة لـ Chevron Corporation	09
القوائم المالية المختصرة لـ Cisco System.Inc	10
القوائم المالية المختصرة لـ Coca- Cola Company	11
القوائم المالية المختصرة لـ Dow Dupont.Inc	12
القوائم المالية المختصرة لـ Exxon- Mobil Corporation	13
القوائم المالية المختصرة لـ General- Electric Company	14
القوائم المالية المختصرة لـ Home Depot Inc	15
القوائم المالية المختصرة لـ Intel Corporation	16
القوائم المالية المختصرة لـ International business machines	17
القوائم المالية المختصرة لـ Johnson & Johnson	18
القوائم المالية المختصرة لـ Mc Donald s Corporation	19
القوائم المالية المختصرة لـ Merck & Company .Inc	20
القوائم المالية المختصرة لـ Microsoft Corporation	21
القوائم المالية المختصرة لـ Nike . Inc	22
القوائم المالية المختصرة لـ Pfizer . Inc	23
القوائم المالية المختصرة لـ Procter & Gamble Company	24
القوائم المالية المختصرة لـ United Technologies Coporation	25
القوائم المالية المختصرة لـ United Health Corporated	26
القوائم المالية المختصرة لـ Verizon Communication	27
القوائم المالية المختصرة لـ Wal-Mart Stores Inc	28
القوائم المالية المختصرة لـ Walt Disney Company	29

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
CAF	قدرة التمويل الذاتي
N	عدد الأسهم الجديدة
D	توزيعات الأرباح/ قيمة القروض
DPA	الربح الموزع للسهم الواحد
P_1	سعر السهم بعد دفع التوزيعات نهاية الفترة
P_0	سعر السهم قبل دفع التوزيعات
V	قيمة المؤسسة
R^*	قيمة الأرباح المتوقعة
T_{NDIV}	نسبة الأرباح المحتجزة
K	معدل المردودية المطلوب
g	معدل نمو التوزيعات
K^*	معدل المردودية المتوقع
R_R	معدل العائد الذي يطلبه الملاك
R_F	معدل العائد على الإستثمار خالي من المخاطر
β	معامل يقيس خطر السهم
R_M	معدل عائد السوق
y	معامل يقيس تأثير التوزيعات على معدل العائد المطلوب
K_C	تكلفة الأسهم العادية / تكلفة الأرباح المحتجزة
F	تكاليف الإصدار (نسبة مئوية)
K_P	تكلفة الأسهم الممتازة
T	معدل الضريبة
K_d	تكلفة القروض
I	كوبون السند
CMP	التكلفة الوسطية المرجحة
K_{CP}	تكلفة الأموال الخاصة
NOI	صافي ربح العمليات
LEV	نسبة المديونية
BPA	ربحية السهم الواحد للسهم
RPA	الربح المحتجز للسهم
RE	المردودية الإقتصادية
D-W	Durbin-watson
DJIA	مؤشر داو جونز الصناعي
MEDAF	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
NASDAQ	National association of securities dealers automated quotation
NYSE	New York security exchange

مقدمة

مقدمة

تمثل الأسواق المالية جوهر النظام المالي الذي تتخذ في كنفه المؤسسة مختلف قراراتها ولقد شهدت الأسواق المالية تطورات سريعة في السنوات الأخيرة وتوسعا عالميا يكاد يلغي كل الفواصل المكانية المعرقلة لإنتقال رأس المال، لذلك لم تعد الإدارة المالية للمؤسسة تهتم بتوفير التمويل اللازم للمؤسسة وإدارتها فحسب، بل بتعظيم عائد استثمارها المالي وهو ما جعل القرارات المالية ذات أهمية قصوى، وتقوم القرارات المالية للمؤسسة على ثلاث قرارات إستراتيجية وهي قرار الإستثمار، قرار التمويل، وقرار توزيع الأرباح.

يرتكز قرار التمويل في المؤسسة على صياغة الهيكل التمويلي والذي يعكس مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة لتمويل استثماراتها، وتسعى المؤسسة من خلال تحديد الهيكل التمويلي إلى محاولة إيجاد التوليفة المثلى من مصادر التمويل التي تحقق أكبر عائد وبأقل تكلفة دون إهمال المخاطر، الأمر الذي يتطلب توفر إدارة كفاءة ومتميزة، فإختلاف المصادر التمويلية يضع المؤسسة أمام خيار المفاضلة بين مصادر تمويل داخلية تتمثل في التمويل الذاتي ومصادر خارجية تتمثل في الإقتراض والزيادة في رأس المال.

تعد الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل الذاتي الذي تعتمد عليه المؤسسة في تمويل إحتياجاتها كونها تتميز بإنخفاض التكلفة مقارنة بالمصادر الأخرى، لكنها محكومة بسياسة تفرض ضرورة تحديد معالمها وهذا من خلال مبدأ المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين سواء في شكل توزيعات نقدية أو في صورة أسهم نظير استثمارهم في رأس مال المؤسسة وكذلك الأرباح المحتجزة التي تحتجزها المؤسسة كمصدر تمويل ذاتي يغنيها اللجوء إلى الإقتراض أو الزيادة في رأس المال، وفي إطار هذا الدور المزدوج الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح فإن رسم أو تحديد سياسة توزيع الأرباح يعد من أصعب القرارات التي تتخذها الإدارة المالية من خلال سعيها لتحديد النسبة المثلى للتوزيع والتي ترضي جميع الأطراف ذوي المصلحة.

فأساس سياسة توزيع الأرباح يرجع إلى الإختلاف بين رغبات المستثمرين والإدارة، فالمستثمر بطبيعته يفضل الحصول على الأرباح في شكل توزيعات في حين الإدارة تفضل الأرباح الرأسمالية الناتجة عن إحتجاز الأرباح بغرض استثمارها.

وقد أثار موضوعا الهيكل التمويلي وسياسة توزيع الأرباح الكثير من الجدل بين الباحثين من خلال العديد من الدراسات والأبحاث التي تدرس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وكذلك تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة بين مؤيد ومعارض للتأثير.

1- إشكالية البحث

في ضوء ما سبق نقوم بطرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؟

أمام هذه الإشكالية تتفرع مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف يتم تحديد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يتم تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؟
- ما مدى تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح على نسبة المديونية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؟

2- فرضيات الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة تم وضع الفرضيات التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

3- أهداف الدراسة

نههدف من خلال هذه الدراسة إلى:

- الإحاطة بالإطار النظري لكل من سياسة توزيع الأرباح والهيكل التمويلي؛
- تحليل العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي؛
- توضيح المقاربات النظرية التي تفسر كل من سياسة توزيع الأرباح والهيكل التمويلي؛

- إختبار العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بالهيكل التمويلي من خلال الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات.

4- المنهج المتبع والأدوات المستخدمة في الدراسة

قصد الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع قمنا بالإعتماد في دراستنا هذه فيما يخص الجانب النظري على المنهج الوصفي من خلال تقديم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والهيكل التمويلي والمنهج التحليلي في تحليل المقاربات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح وكذلك الهيكل التمويلي.

أما فيما يخص الجانب التطبيقي للدراسة فإعتمدنا على المنهج التاريخي عند عرض التطور التاريخي لمؤشر داو جونز الصناعي وأهم الأحداث التي مرّ بها، وإعتمدنا كذلك على المنهج الإحصائي من خلال دراسة العلاقة الإحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

بالنسبة للأدوات المستعملة في الدراسة تم الإعتماد على الكتب والمذكرات المرتبطة بالموضوع وكذلك المقالات المنشورة في المجالات العلمية، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية والتي تم الإعتماد عليها في إستخراج القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة، ونذكر منها:

www.market-watch.com -

www.tele-trader.com -

وقد تم إستخدام البرنامج الإحصائي EViews 10 في معالجة البيانات وتحليلها.

5- أهمية الدراسة

تبرز أهمية الدراسة في العديد من الجوانب أهمها:

- أهمية قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح بإعتبارهما من القرارات الإستراتيجية في المؤسسة إلى جانب قرار الإستثمار؛

- إرتباط قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح بالهدف الرئيسي للإدارة المالية والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة و بالتالي تعظيم قيمة السهم في السوق المالي؛

- إهتمام الباحثين في الإدارة المالية بهذين القرارين من خلال الدراسات والأبحاث بالإضافة إلى المقالات التي نشرت في هذا المجال.

6- أسباب إختيار الموضوع

تم إختيار الموضوع لعدة أسباب أهمها:

- الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع؛

- الأهمية التي يحظى بها الموضوع في مجال الإدارة المالية ؛
- قلة الدراسات حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالهيكل التمويلي ؛
- توسيع دائرة البحث العلمي .

7- حدود الدراسة

تتخصر الدراسة كما يلي:

- الحدود الموضوعية

تهدف الدراسة إلى إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

- الحدود المكانية

شملت الدراسة عينة مكونة من 25 مؤسسة أمريكية مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي مسعرة في بورصة نيويورك.

- الحدود الزمانية

تم تحديد الفترة الزمنية للدراسة بسنة مالية واحدة والموافقة لسنة 2017.

8- الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث نذكر :

- دراسة عبد الوهاب دادن و حورية بديدة (2011) بعنوان : تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2007-2009) ، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في هذا المؤشر بعد إستبعاد المؤسسات المالية و البنكية ، كشفت النتائج عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة و سياسة إعادة شراء الأسهم بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛

- دراسة إسلام أحمد فيصل "أحمد خليل" (2011) بعنوان : أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الاردنية و على سياستها في توزيعات الأرباح ، شملت الدراسة عينة مكونة من 75 مؤسسة مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة (2007-2009) ، خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود

علاقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسات المدروسة وربحيتها بالإضافة إلى عدم وجود علاقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسات المدروسة وسياستها في توزيع الأرباح؛

- دراسة (2010) ASIF.A & RASOOL.W & KAMAL.Y بعنوان : **Impact of financial leverage on dividend policy : Empirical evidence from Karachi stock exchange-listed companies**, شملت الدراسة 403 مؤسسة مدرجة في سوق كراتشي المالي خلال الفترة (2002-2008)، خلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لمردودية السهم على سياسة توزيع الأرباح في حين أسفرت نتائج الدراسة عن وجود أثر سلبي بين نسبة الرفع المالي و سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات المدروسة؛

- دراسة علي بن الضب (2009) بعنوان : **تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة**، شملت الدراسة عينة مكونة من 60 مؤسسة مدرجة في سوق الكويت المالي خلال الفترة (2006-2008)، كشفت نتائج الدراسة عن عدم وجود أثر إيجابي لكل من الهيكل التمويلي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدروسة، خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التوزيعات النقدية و كذلك إعادة الشراء و الهيكل التمويلي للمؤسسات المدروسة في حين كشفت النتائج عن وجود علاقة بين التوزيعات المجانية و الهيكل التمويلي للمؤسسات التي شملتها الدراسة، كشفت النتائج كذلك عن وجود تأثير لكل من المردودية الاقتصادية و المردودية المالية على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدروسة.

9- صعوبات الدراسة

لقد كان أملنا أن تظهر المذكرة أكثر عمقا من الناحية النظرية وأكثر دقة من الناحية التطبيقية لولا أنه حالت دون ذلك عوائق إعترضتنا نذكر منها:

- ضيق الفترة الممنوحة للدراسة؛
 - نقص المراجع التي تربط العلاقة بين متغيري الدراسة؛
 - صعوبة إستخراج القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة؛
 - إرتفاع تكاليف الحصول على البيانات من المواقع الإلكترونية المتخصصة التي تشترط الإشتراك.
- كل هذه العوائق إلى جانب معوقات أخرى لم تثني عزيمتنا و إصرارنا على إنجاز هذا العمل بالشكل الذي هو عليه و الذي لا يخلو من النقائص كأى جهد بشري .

10 - هيكل البحث

لأجل إعداد الدراسة قمنا بتقسيمها إلى جانبين، جانب نظري يحتوي فصلين وجانب تطبيقي يضم فصل واحد.

فيما يخص الجانب النظري تضمن الفصل الأول سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث تضمن المبحث الأول ماهية سياسة توزيع الأرباح أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات كفاءة السوق فيما خصص المبحث الثالث للنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق.

تضمن الفصل الثاني من الدراسة تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وقد تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث خصص المبحث الأول لماهية الهيكل التمويلي ومكوناته في حين خصص المبحث الثاني لتكلفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثالث فتطرقنا فيه إلى النظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

تضمن الجانب التطبيقي من الدراسة فصلا واحد حاولنا من خلاله دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين قمنا في المبحث الأول بالتعريف بالإطار العام للدراسة في حين خصص المبحث الثاني لتحليل وتفسير نتائج الدراسة.

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل

فرضيات كفاءة السوق

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل

إسقاط فرضيات كفاءة السوق

تمهيد

تلعب سياسة توزيع الأرباح دورا هاما في الإدارة المالية للمؤسسة، إذ يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة وذلك لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولإنعكاساته على سعر سهم المؤسسة في السوق المالي، فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب السيولة الكافية لذلك، حيث ان المساهمين ينتظرون مقدار الربح المتحصل عليه ويأملون دوما في تعظيمه، أما قرار إحتجاز الأرباح فهذا يعني تعظيم قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة مما يعطي لها فرصا أكبر للإستثمار والنمو مستقبلا، لذلك فإن عملية الموازنة بين إحتجاز الأرباح والتوزيعات تمثل أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة.

وتخضع سياسة توزيع الأرباح لعدة إعتبارات وتؤثر فيها عدة عوامل، وقد تناولت العديد من المقاربات النظرية تفسير لهذه السياسة أهمها مقارنة "ميلر" و"مدكلياني" ومقاربة "جوردن".

سنقوم في هذا الفصل بتقديم سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، يتضمن المبحث الأول ماهية سياسة توزيع الأرباح؛ أما المبحث الثاني فنتناول النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات كفاءة السوق، فيما خصص المبحث الثالث للنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق.

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسة، إضافة إلى إنعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين، وعلى قيمة السهم في السوق المالي، وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم إحجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، وللإحاطة بالجوانب الأساسية لهذه السياسة سنتطرق في المطلب الأول لمفهوم وطبيعة سياسة توزيع الأرباح ثم تقديم إجراءات وأنواع سياسة توزيع الأرباح في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فنخصصه للعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم وطبيعة سياسة توزيع الأرباح

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

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق لتعريف سياسة توزيع الأرباح نقوم أولاً بتعريف توزيعات الأرباح.

يمكن اعتبار توزيع الأرباح أنه "الريح الذي تحققه المؤسسة وتوزعه على المساهمين وعلى هذا يمكن أن يحدث التوزيع فقط إذا حققت المؤسسة ربحاً وإذا كان لديها السيولة الكافية للدفع".⁽¹⁾

كما تعرف توزيعات الأرباح على أنها "النقد أو السهم، أو أي نوع من ملكية المؤسسة سيتم توزيعه على حملة أسهمها، ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عنه في أي وقت، إلا أن التوزيعات لا تمثل إلزام قانوني على المؤسسة، أي أنه خيار لمجلس الإدارة".⁽²⁾

كما تعرف أيضاً بأنها "تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من أنشطتها المختلفة، إما على شكل نقد أو أسهم".⁽³⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن توزيعات الأرباح عبارة عن ذلك الجزء من أرباح المؤسسة الذي يوزع على مساهميها نظير قبولهم استثمار أموالهم في رأس مال المؤسسة.

⁽¹⁾ TEULIE.J & TOPSACALIAN.P, Finance, 4^{ème} édition, Vinbert, Paris, 2005, P: 486.

⁽²⁾ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص: 457.

⁽³⁾ المرجع السابق، ص: 459، 460.

أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح فتعرف على أنها:

"السياسة التي تنتهجها المؤسسة لتوزيع أرباحها على مساهميها".⁽¹⁾

وتعرف كذلك على أنها "قيام المؤسسة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين وذلك إما في شكل نقدي

أو في شكل أسهم"⁽²⁾؛

كما تعرف بأنها "مجموعة من الأدلة المرشدة التي تستند بها الإدارة المالية عند إتخاذ قرارات توزيع

الأرباح"⁽³⁾؛

كما "تشير قرارات التوزيع إلى كيفية توزيع صافي الأرباح بعد الضريبة بين حملة الأسهم

والإستثمارات المتوقعة للمؤسسة، وسواء تم توزيع الأرباح كلياً أو جزئياً منها فسوف يستفيد حملة الأسهم

بصورة مباشرة أو غير مباشرة"⁽⁴⁾؛

كما تعرف كذلك "سياسة توزيع الأرباح ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح وإحتجازها بغرض

إعادة إستثمارها، وعادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة".⁽⁵⁾

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح عبارة عن الطريقة التي تتبعها

الإدارة المالية في المؤسسة بين توزيع الأرباح على المساهمين وإحتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة إستثمارها

داخل المؤسسة.

ثانياً: طبيعة سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار ليس بالأمر الهين، فكثيراً ما يتم التساؤل ما إذا كانت

سياسة توزيع الأرباح قراراً إستثمارياً أم قراراً تموالياً.⁽⁶⁾

(1) BODIE. Z & MERTON. R, *Finance*, 2^{ème} édition, Nouveaux Horizon, Paris, 2007, P: 277.

(2) أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008، ص: 207.

(3) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص: 373.

(4) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق -، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 455.

(5) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 307.

(6) محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي -، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010، ص: 85.

1 - سياسة توزيع الأرباح كقرار إستثماري

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا إستثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على مصدر النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الإستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة إستثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها؛

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة إستثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الإستثمارية المتاحة، وإستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح، وذلك بعد إستيفاء كافة متطلبات الإستثمار في المؤسسة.

2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الإعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح بإستخدام الأموال الخارجية (القروض أو السندات) مشكلة تمويلية خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الإتجاه نحو إستخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لا بد أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل؛

إذ من الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة كقرار تمويلي ليس بالأمر الهين، فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة و معقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه، وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة.

إن الإرتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الإستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة

التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للإستثمار

هذه العلاقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) وما تحتاجه من أموال لعمليات الإستثمار وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية إحتياجات الإستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كإتجاه لتمويل عملية التوزيع.

يمكن للمؤسسة أن تتراوح أرباحها بنسب متفاوتة في إتجاهين:

- الاحتفاظ داخل المؤسسة لزيادة التمويل الذاتي؛
- توزيعات على المساهمين.

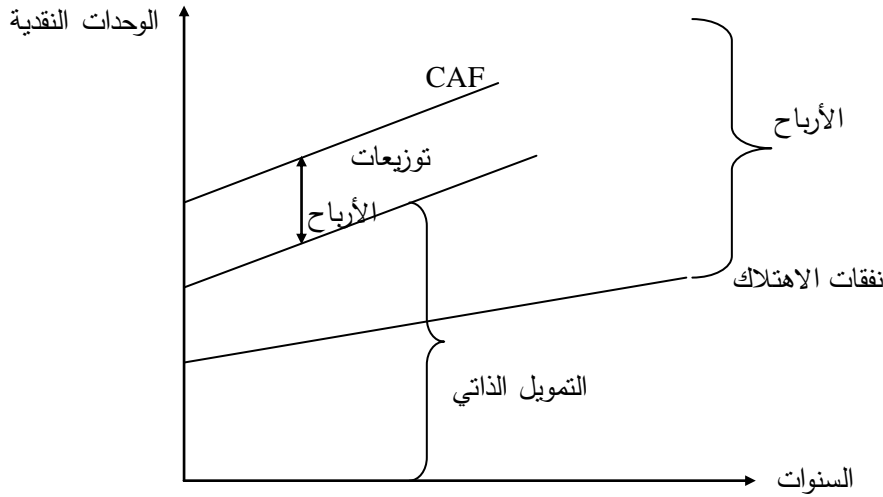
بطريقة أخرى:

$$CAF = \text{النتيجة الصافية} + \text{نفقات الإهلاك}$$

$$\text{التمويل الذاتي} = CAF - \text{الأرباح الموزعة} + \text{نفقات الإهلاك}$$

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (1-1): الأرباح، التوزيعات، التمويل الذاتي



Source :HUTIN. H, Toute la finance, 3^{eme} édition, édition organisation, Paris,2004 , P: 289.

إذ ترتبط سياسة التمويل الذاتي للمؤسسة ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، حيث يحدد دفع عوائد الأسهم للمساهمين القسط الموجه للإحتياجات، إذ نجد تعدد في رهانات سياسة التوزيع، تخص هذه الأخيرة متطلبات المساهمين، الأخطار بالنسبة للمؤسسة، (...).⁽¹⁾

⁽¹⁾ خميسي شيخة، التسيير والمالية، التسيير المالي للمؤسسة، دروس ومسائل محلولة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص: 96.

المطلب الثاني: إجراءات وأنواع سياسة توزيع الأرباح

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

أولاً: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق إلى إجراءات سياسة توزيع الأرباح، يتعين علينا معرفة الأطراف المعنية بعملية توزيع الأرباح وهي: (1)

- الإدارة العليا: التي تهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى إحتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المتحققة بهدف إعتمادها كمصدر تمويل سهل وتحت اليد للإستثمارات مستقبلاً.
- المساهمون (مالكي الأسهم): وهناك فئتين:

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

- كبار المساهمين وهم فئة أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظارين:

- إذا كان معدل العائد على الإستثمار في المؤسسة أكبر من معدل العائد على الإستثمار في السوق، فإنهم يفضلون إحتجاز الأرباح.

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

وعليه فإن لسياسة توزيع الأرباح دور في إنتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وتوزيع الأسهم.

ويتم تحديد مستوى التوزيعات بطريقة تتلاءم وظروف المؤسسة وبحيث تكون قادرة على إجراء التوزيعات حتى في السنوات التي تكون أرباحها متدنية، مما يتعين على المؤسسة إجراء تقديرات وإعداد تنبؤات عن الأرباح المتوقعة ومعدل التوزيعات المناسب في الأجل الطويل أخذاً في الحسبان الفرص الإستثمارية. (2)

(1) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص: 205، 206.

(2) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرارات، التحليل المالي واتخاذ القرارات، الجزء الأول، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص: 242.

وعلى العموم هناك بعض الإجراءات التي تعتمد عليها الإدارة المالية في توزيع الأرباح على المساهمين وعادة تكون مبنية على أربع تواريخ مهمة كما يلي: (1)

1- تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح (Déclaration Date)

وهو تاريخ اجتماع مجلس الإدارة للمؤسسة واتخاذ قرار توزيع الأرباح على المساهمين؛

2- تاريخ ظهور أسماء المساهمين في السجلات (Date of Record)

وهو التاريخ الذي تظهر فيه قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناء عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات؛

3- تاريخ التوزيعات السابقة (Ex-Dividend Date)

وهو تاريخ إنتهاء حق المساهم الجديد في الحصول على توزيعات الأرباح، وعادة ما يحدد هذا التاريخ بـ 4 أيام عمل سابقة على تاريخ ظهور الأسماء في السجلات، فإذا انتقلت ملكية السهم خلال هذه الأيام الأربعة فلا يحق للمساهم الجديد الحصول على التوزيعات؛

4- تاريخ دفع التوزيعات (Payment Date)

وهو التاريخ الذي يمكن للمساهم فيه الحصول على شيكات الأرباح الموزعة، أو يتم فيه إرسال الشيكات بالبريد للمساهمين.

والشكل التالي يوضح التواريخ المهمة لإجراء سياسة توزيع الأرباح

الشكل (1-2): السلم الزمني لدفع التوزيعات

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

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

(1) فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، الثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص: 263، 264.

ثانيا: أنواع سياسة توزيع الأرباح

يجب على المؤسسة عند إعداد سياسة توزيع الأرباح الأخذ بعين الاعتبار هدفين أساسيين الأول هو توفير كميات كافية من الأموال، والثاني هو تعظيم ثروة حملة الأسهم، ويمكن التمييز بين نوعين من السياسات هما: سياسة التوزيعات النقدية وسياسة التوزيعات غير النقدية.

1- سياسة التوزيعات النقدية

وهي السياسة الأكثر إستخداما من طرف المؤسسات حيث تعتمد على توزيع الأرباح في صورة نقدية وعموما توجد أربع بدائل للتوزيعات النقدية هي:

1-1- سياسة توزيع إجمالي الأرباح

إقترح (1966) REBNER توزيع مجمل الأرباح، ويستند إقتراحه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية لأنها لا تشجع جبائيا ولا من طرف المساهمين، لهذا السبب من جهة ولأنها توفر تمويل ذاتي للمؤسسة من جهة أخرى.⁽¹⁾

1-2- سياسة توزيع المتبقي من الأرباح

وفقا لهذه السياسة تعطي المؤسسة الأولوية للمشاريع الإستثمارية التي تحقق قيمة حالية صافية ($VAN > 0$) موجبة وتكون بدورها مشاريع مربحة⁽²⁾، وتقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد إحتجاز ما يلزم لتمويل الموازنة الرأسمالية المثلى بمعنى أن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد إستثمارها بمعدل يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال إستثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة.⁽³⁾

إن حجم التوزيعات هو نتاج للفرص الإستثمارية المتاحة، والموارد المالية التي يمكن إستخدامها في تمويل تلك الفرص، فالمؤسسة تحدد أولا حجم الموازنة الرأسمالية يلي ذلك تحديد نسبة التمويل الذاتي من الأرباح المحققة خلال العام، وما يتبقى بعد ذلك من أرباح يوزع على حملة الأسهم، هذا يعني أن حجم الإستثمار هو دالة في الأرباح الموزعة وهو ما يترتب عليه عدم إستقرار نصيب السهم من التوزيعات، فمع

⁽¹⁾BELLALAH. M, Réflexion sur la Politique de dividendes en présence de couts d'information, Cahier de recherche n° 200009, Université Paris IX dauphine, P: 4.

⁽²⁾Ibid, P : 5.

⁽³⁾عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 460.

بقاء العوامل الأخرى على حالها ينخفض حجم التوزيعات مع الزيادة في حجم الإستثمارات المتاحة والعكس صحيح، وهو ما تقضي به نظرية الفائض Residual Theory of Dividend. (1)

1-3- سياسة غياب التوزيعات

يرى كل من Clakson et Elliot (1966) أن التوزيعات تعتبر ترف أو شيء كماله بالنسبة للمؤسسات والمساهمين فلا داعي لإجراء التوزيعات، فمن الناحية العملية ومهما كانت حدود هذا المنظور، فمن النادر أن نجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بإجمالي الأرباح في الاحتياطات دون أن تقوم بإجراء توزيعات. (2)

1-4- سياسة التوزيعات المستقرة

يقصد بإستقرار التوزيعات إستقرار نمط تلك التوزيعات، إذ لا يقتصر وصف الإستقرار على التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة لأخرى، فالتوزيعات التي تزداد من عام لآخر أو تخفض من عام لآخر بانتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة، ويفضل المستثمرون سياسة التوزيعات التي تتصف بالإستقرار لأنها تزيل عدم التأكد، ويفضل بالطبع أن يأخذ الإستقرار صورة النمو المنتظم في التوزيعات.

فمثل هذا النمط يمكن أن يحمل آثارا إيجابية على قدرة المؤسسة على جذب المستثمر لشراء أسهمها مما يترك آثار إيجابية على القيمة السوقية للسهم (3)، ويمكن أن تأخذ سياسة التوزيع المستقرة ثلاث صور:

أ- إستقرار نسبة الأرباح الموزعة

يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنة إلى أخرى، غير أن هذا يعني من ناحية أخرى أن يتذبذب نصيب السهم من التوزيعات نتيجة للتذبذب الذي قد يطرأ على الأرباح المتولدة (4)، إذ تقوم المؤسسة وفقا لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين مما يسهل على المؤسسة تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت التوزيع المبدئي لها. (5)

ب- إستقرار نصيب السهم من التوزيعات

يقصد بذلك إستقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة لأخرى، وقد يعني ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات، كما قد يعني زيادة أو نقص مضطرب ومنتظم من سنة

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص: 338.

(2) BELLALAH. M, op-cit, P : 5.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 338، 339.

(4) المرجع السابق، ص: 342.

(5) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

لأخرى⁽¹⁾، ويتم وفقا لهذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين، وذلك بصرف النظر عن مستوى الأرباح الذي تحققه المؤسسة، وفي ضوء ذلك فإن هذا المبلغ النقدي الثابت يعتبر مبلغا مستقرا من توزيعات السهم الواحد ولا يختلف من فترة زمنية إلى أخرى، وبالتالي فإن معظم المؤسسات ترفض خفض توزيعات أرباحها حتى في أوقات المحن المالية التي تتعرض لها.⁽²⁾

وتلجأ المؤسسة إلى اتخاذ سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت لأسباب أهمها:⁽³⁾

- يترتب على هذه السياسة عدم وجود المعلومات الخاطئة؛
- تزداد درجة التأكد في حالة إتباع هذه السياسة عنها في ظل التوزيعات النقدية المتقلبة؛
- يعتقد البعض أنه يترتب على إتباع سياسة توزيع مبلغ نقد ثابت ارتفاع أسعار الأسهم.

ج- إستقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية

تأتي هذه السياسة في مكان وسط بين السياستين السابقتين لتوزيع الأرباح، يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عال من الأرباح⁽⁴⁾، إن ميزة هذه السياسة أنها تمنح المساهمين دخلا منتظما وتضفي نوعا من الثقة بالمؤسسة، أما توزيعات الأرباح الإضافية فتتيح للمساهمين الإنتفاع من الأرباح الإستثنائية التي تحققها المؤسسة، ولذلك فإن دفعات الأرباح الإضافية لا تعتبر منتظمة وإنما مشروطة بتحقيق أرباح غير إعتيادية.⁽⁵⁾

2- سياسة التوزيعات غير النقدية

تعتمد هذه السياسة على توزيع الأرباح في صورة غير نقدية (غالبا في صورة أسهم)، وعموما يمكن التمييز بين البدائل التالية للتوزيعات غير النقدية.

2-1- الأسهم المجانية (Stock Dividends)

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية على أن يتم سداد قيمة ما حصل عليه من نصيبه من الأرباح المحتجزة، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 343.

(2) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

(3) المرجع السابق، ص: 219.

(4) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 343.

(5) أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 378.

التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم المؤسسة، وتلجأ المؤسسة إلى هذه السياسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة نظراً لما قد تحدثه من آثار على إنخفاض القيمة السوقية للسهم.⁽¹⁾

2-2- تجزئة الأسهم (Stock Split)

لا تعتبر تجزئة الأسهم سياسة من سياسات توزيع الأرباح، إلا أنها أحد أشكال توزيع الأرباح، وتأثيرها على سعر المؤسسة السوقي مشابه لتأثير توزيع الأسهم Stock Dividends وذلك أن هذه الطريقة تستخدم لتخفيض السعر السوقي للمؤسسة وذلك بزيادة عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون وتلجأ عادة المؤسسات لإتباع هذه الطريقة عندما تعتقد الإدارة المالية للمؤسسة أن سعر سهمها السوقي مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية وأن تخفيض سعر السهم سوف يشجع المساهمين على تنشيط التبادل بيعة وشراء في السوق المالي، ولهذا السبب فإن المؤسسات تقوم عادة بتجزئة أسهمها قبل أن تقوم بإصدار أسهم جديدة من أجل تنشيط عملية التسويق والتحفيز للتعامل السوقي على أسهم المؤسسة، وفي حالات أخرى ليس مستبعد أن يسبب قرار تجزئة الأسهم إلى زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم، بسبب المحتوى المعلوماتي الذي ينطوي عليه هذا القرار.⁽²⁾

لكن السؤال الذي يطرح نفسه الآن: إذا رغبت المؤسسة في تخفيض سعر السهم فهل تقوم بتجزئة الأسهم أم بإجراء توزيعات في صورة أسهم؟⁽³⁾

بوجه عام يمكن القول بأن عملية تجزئة السهم تفضل عقب الإرتفاع الحاد في سعر السهم، حيث تؤدي هذه العملية إلى تخفيض كبير في سعر السهم، أما التوزيعات في صورة أسهم فعادة ما يتم إستخدامها على أساس سنوي منتظم وذلك للحفاظ على سعر السهم عند حدود معينة.

إذا كان تجزئة أو تقسيم الأسهم يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال لأجل تخفيض القيمة السوقية للسهم⁽⁴⁾، فإن معكوس تجزئة الأسهم Reverse Stock Splits هو عملية تخفيض عدد الأسهم فقد تتخذ المؤسسة قرار باستبدال مجموعة من الأسهم بسهم واحد، وتلجأ المؤسسة لإتباع هذه السياسة عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى درجة كبيرة، بسبب مشكلات خاصة تعاني منها، أو بسبب كساد عصف بالصناعة التي تنتمي إليها، ومن ثم فإن الهدف من هذا الإجراء هو رغبة المؤسسة في زيادة القيمة السوقية

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 369، 370.

⁽²⁾ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 380، 381.

⁽³⁾ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص:

409.

⁽⁴⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 373.

للسهم، وهناك مبرر آخر لذلك هو رغبة المؤسسة في تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة التي تتسم بها الأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر بما يؤثر إيجاباً على سيولة السهم بسبب انخفاض تكلفة المعاملات.⁽¹⁾

2-3- إعادة شراء الأسهم (Stock Repurchases)

قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية، وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق، ويعتبر الحافز من هذه العملية الحصول على الأسهم للدمج أو إمتلاك مؤسسات أخرى، ومن جهة أخرى لتفادي سيطرة أو إستيلاء مؤسسات أخرى على المؤسسة⁽²⁾، فعند قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق المالي فإن الدافع الرئيسي لها هو لتوزيع نقد أكثر على المساهمين، فطالما أن العوائد والأرباح التي تحققها المؤسسة ثابتة نسبياً فإن تقليل عدد الأسهم المصدرة عن طريق شراء بعضها، سوف يزيد من حصة أو ربحية السهم الواحد، وبالتالي سوف يزيد سعر السهم في السوق المالي، وعليه يمكن القول أن تأثير قرار المؤسسة بإعادة شراء الأسهم يشابه تأثير قرار المؤسسة بتوزيع الأرباح النقدية.⁽³⁾

وفي الواقع يوجد نوعين من عملية إعادة شراء الأسهم، يتحقق النوع الأول عندما يتاح للمؤسسة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، حيث تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء أسهم بدلاً من دفع توزيعات نقدية، أما النوع الثاني فيرتبط بهيكل رأس مال المؤسسة، فقد ترى إدارة المؤسسة أن نسبة الأموال الخاصة مرتفعة في هيكل رأس المال وهو ما يدفعها إلى إصدار سندات وإستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم.⁽⁴⁾

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

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

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص: 378، 380.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص: 204.

⁽³⁾ أسعد حميد العلي: مرجع سبق ذكره، ص: 381.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 413.

أولاً: العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية من أهم العوامل المأخوذة بعين الاعتبار عند صياغة أي سياسة لتوزيع الأرباح لما لها من تأثير واضح سواء على المؤسسة أو المساهمين، وتتمثل أهم هذه العوامل في معدل التضخم والضرائب.

1 - معدلات التضخم المتوقعة

تؤثر معدلات التضخم المتوقعة على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة، فإذا كان من المتوقع زيادة معدل التضخم خلال الفترة المقبلة، فإن ذلك ولا شك سوف يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، مما يمثل عقبة أمام المؤسسة عند قيامها بإحلال أصولها التي إنتهى عمرها الإنتاجي حيث لا يتوفر لديها الإهلاك المتجمع اللازم لتغطية تكلفة شراء الأصول الجديدة، وعندئذ تتجه هذه المؤسسة نحو تخفيض مقدار العائد الموزع على المساهمين وإحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح للمساهمة في تغطية شراء هذه الأصول، بينما إذا كان من المتوقع إنخفاض معدل التضخم خلال الفترة المقبلة فإن ذلك يجعل المؤسسة تزيد من مقدار الأرباح الموزعة كعائد على المساهمين وتحفظ بجزء أقل من الأرباح المحتجزة لديها. (1)

2 - الضرائب

المقصود هنا بالضريبة هي التي يتحملها المالكون عند إستلامهم لدفعات التوزيع، فإن كانت النسبة الأكبر من مالكي المؤسسة هم من أصحاب الثروات العالية ومن الذين يخضعون لمعدلات ضريبة عالية فإنه يتوجب عليها إعتقاد سياسة ذات نسب متدنية، وذلك من أجل توفير الفرصة لحملة الأسهم العادية من تأخير تسديد ضرائبهم إلى حين بيعهم تلك الأسهم، وبطبيعة الحال فإن المستثمر عند بيعه الأسهم يخضع للضريبة عندما يكون سعر البيع أكبر من سعر الشراء، فعندما تخضع تلك الفوائض أي المكاسب الرأسمالية للضريبة، أما إن كانت النسبة الأكبر من حملة الأسهم هم من ذوي الدخل المحدودة فإنهم يفضلون أن تعتمد المؤسسة سياسة توزيع تسمح بدفع نسب عالية من أرباحها الموزعة. (2)

ثانياً: العوامل المرتبطة بالمؤسسة

يكون تأثير العوامل المرتبطة بالمؤسسة نتيجة لأدائها المالي والاقتصادي وطريقة تصرفها في أرباحها المحققة إضافة إلى إحتياجاتها التمويلية وإستراتيجياتها المستقبلية.

(1) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 215، 216.

(2) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 481.

1- هيكل الملكية

إن إصدار أسهم جديدة كأسلوب للتمويل في المؤسسات الكبيرة لا يؤثر على المساهمين، أما في المؤسسات الصغيرة أو متوسطة الحجم فإن المساهمين يعارضون هذا الأسلوب لأنه يؤدي إلى انحلال الملكية نتيجة إضافة مساهمين جدد في المؤسسة، ولذلك فإنهم يفضلون التمويل بالمدىونية أو الأرباح المحتجزة على التمويل بالأسهم، مما يؤدي إلى زيادة إحتجاز الأرباح في مثل هذه المؤسسات وبالتالي إنخفاض الأرباح الموزعة⁽¹⁾، إذ يجب على القائمين على إدارة المؤسسات أن تأخذ في إعتبارها رغبات وإحتياجات المساهمين بإعتبارهم ملاك لتلك المنظمات وذلك عند رسم سياسة توزيع الأرباح.⁽²⁾

2- الإحتياجات التمويلية وتمويل النمو

يعد تحديد الإحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيع، ومن ثم تعد قائمة مصادر وإستخدامات الأموال وكذلك الميزانية النقدية التقديرية والتنبؤ بالإحتياجات المالية أدوات هامة لتحديد الموقف المالي والنقدي للمؤسسة، كما يتوقف توزيع الأرباح أو حجزها على سياسة الإدارة بشأن التوسع والنمو، وبصفة عامة فإن المؤسسات الجديدة تفضل الإعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضج، في هذه الحالة تبدأ في توزيع الأرباح بدلا من الاحتفاظ بها.⁽³⁾

3- السيولة

إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح يعتمد على حجم النقدية لديها، حيث أن التوزيعات تدفع نقدا، ولا يعتمد ذلك على حجم الأرباح المحتجزة لديها، لأن التوزيعات لا تدفع من الأرباح المحتجزة وإنما من النقدية، إن زيادة الأرباح المحتجزة في المؤسسة تؤدي إلى زيادة إستثماراتها وزيادة قدرتها على خلق تدفقات نقدية، غير أن هذه التدفقات يعاد إستثمارها في الغالب أو تستخدم لتسديد المديونية القائمة للمؤسسة.⁽⁴⁾

4- المركز الائتماني والقدرة الإقتراضية

يمكن للمؤسسة التغلب على عدم توافر السيولة عن طريق الحصول على قروض قصيرة الأجل لتمويل قرارات التوزيع، وتتوقف قدرة المؤسسة في حصولها على قروض لو أنها تتمتع بمركز مالي قوي، وكذلك مدى توافر طاقة إقتراضية غير مستغلة لدى المؤسسة، بالإضافة إلى ذلك فإن إعتماد المؤسسة على

(1) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 267.

(2) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

(3) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 415.

(4) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 266.

الأرباح المحتجزة في تمويل الفرص الإستثمارية يعني أن الإدارة تسعى إلى زيادة نسبة الأموال الخاصة في هيكل رأس المال، فإذا كانت نسبة الرفع المالي لدى المؤسسة منخفضة ويمكن الحصول على قروض بتكلفة أقل من تكلفة استخدام الأرباح المحتجزة، في هذه الحالة يمكن للمؤسسة أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين حتى لو كانت تعاني نقص في السيولة.⁽¹⁾

5- تكلفة الإصدار

إذا كان أمام الإدارة فرصة لتنفيذ إستثمارات جديدة، فقد يكون من الأفضل إحتجاز الأرباح للغرض المذكور بدلا من توزيعها والإلتجاء إلى إصدار أسهم عادية لتمويل تلك الإستثمارات، يرجع هذا لإرتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية بالمقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، ونظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة فإن إحتجاز الأرباح -في ظل هذه الظروف- يعد سياسة حكيمة إذ من شأنها أن تساهم في تعظيم ثروة الملاك.⁽²⁾

6- تكلفة المعاملات

إن قيام المستثمر ببيع وشراء الأوراق المالية يكبده تكلفة يتمثل الجزء الأكبر منها في العمولة التي يحصل عليها السمسار، وبالتالي فإن سياسة إحتجاز الأرباح تعد وسيلة غير مكلفة بالنسبة للمستثمر لزيادة ملكيته في المؤسسة، فالبديل لتحقيق ذلك إذا قامت المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية هو أن يتوجه حامل السهم إلى البورصة لشراء أسهم المؤسسة وفي هذه الحالة لن يستطيع تجنب تكاليف المعاملات.⁽³⁾

7- تذبذب الأرباح

كلما زادت درجة تذبذب أرباح المؤسسة كلما قلت نسبة توزيعات الأرباح والعكس، أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح ونسبة التوزيعات علاقة عكسية فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن قدرة المؤسسة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة نظرا لإرتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية، وعندما تتحقق هذه الأرباح فإن إدارة المؤسسة تحتجز قدرا أكبر من الأرباح لسداد إحتياجاتها، لذلك يؤدي إستقرار الأرباح في المؤسسة إلى زيادة قدرتها على توزيع جزء أكبر من هذه الأرباح على المساهمين.⁽⁴⁾

(1) محمد صاح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 416.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص: 682، 683.

(3) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 418.

(4) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 267.

ثالثاً: القيود القانونية والتعاقدية

تتأثر سياسة توزيع الأرباح ببعض القيود تتمثل أساساً في القيود القانونية التي تضعها التشريعات والقيود التعاقدية التي تفرضها المعاملات المالية.

1- القيود القانونية

تتضمن أغلب هذه القيود: (1)

1-1- قيد إضعاف رأس المال

يتوقف هذا القيد على المقصود برأس المال، فإذا كان المقصود به القيمة الاسمية للأسهم المصدرة أو ما يطلق عليه برأس المال القانوني، حينئذ يمكن أن تجري التوزيعات من الزيادة المتمثلة في الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية للأسهم وهو ما يطلق عليه برأس المال الإضافي، إلى جانب ما يمكن إحتجازه من أرباح السنة التي تجري 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 إحتجازه من أرباح.

1-2- قيد صافي الأرباح

يرتبط قيد صافي الأرباح بقيد إضعاف رأس المال وقد يكون بديلاً له، حيث يقضي بأنه لا ينبغي أن تجرى التوزيعات ما لم تكن هناك أرباح سبق أن تحققت، والهدف من ذلك هو منع الملاك من سحب إستثماراتهم في المؤسسة.

1-3- قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم

يقصد به إمتناع إدارة المؤسسة عن إجراء توزيعات إذا كانت أصول المؤسسة غير كافية للوفاء بما عليها من التزمّات، فإجراء توزيعات في مثل هذه الظروف يعني بوضوح الإضرار بمركز المقرضين.

1-4- 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 المؤسسة وذلك بفرض ضريبة خاصة إضافية، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات التأثير لأكثرية المساهمين على سياسة التوزيعات وذلك بإعطاء أفضلية لإحتجاز الأرباح.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 338، 339.

2- القيود التعاقدية

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

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 235.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات كفاءة السوق

سنتناول في هذا المبحث أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل التأكد المطلق وظروف عدم التأكد في المطلبين الأول والثاني في حين سننتقل إلى نماذج إختبار سياسة توزيع الأرباح في المطلب الثالث.

المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح في ظل التأكد التام

خلال هذا المطلب سنقوم بتقديم المقاربات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح في ظل التأكد التام

أولاً: مقارنة "ميلر" و"مدكلياني" (M&M1961)

يرى كل من "ميلر" و"مدكلياني" (1961) أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملاءمة التوزيعات، فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الإستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على تحقيق الأرباح، أما كيفية التصرف في هذه الأرباح بإحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة.⁽¹⁾

وقد بنيت أفكار هذه النظرية على مجموعة من الإفتراضات تتمثل في:⁽²⁾

-كفاءة سوق رأس المال: في ظل هذه الفرضية لا يمكن لأي بائع أو مشتري للأوراق المالية أن يؤثر على إتجاه السهم في السوق، فلجميع المتعاملين نفس المعلومات، كذلك يفترض عدم وجود تكاليف الإصدار أو المعاملات، بالإضافة إلى حيادية الضرائب، سواء ما بين التوزيع والإحتجاز، أو بين الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية.

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

-التأكد التام: تحت فرضية التأكد التام تكون الإستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مسبقاً.

ولإثبات وجهة نظر "ميلر" و"مدكلياني" رياضياً وبإفتراض أن المؤسسة يتكون هيكل رأسمالها من الأموال الخاصة فقط⁽³⁾، لذلك فإن قيمة السهم السوقية حالياً في بداية الإستثمار مساوية للقيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة مضافاً إليها قيمة السهم الجديدة في نهاية الفترة .

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 690.

⁽²⁾ MODIGLIANI. F & MILLER. M. Dividend policy, growth, and the valuation of shares, Chicago Journal of Business, Vol 34, N°4, 1961, P : 412.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 310.

والمعادلة التالية توضح ذلك:

$$N.DPA = \Delta N.P_1 \dots\dots\dots (1 - 1)$$

حيث:

N: عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA: توزيعات السهم الواحد؛

P₁: سعر السهم بعد دفع التوزيعات نهاية الفترة.

بما أننا في حالة التأكد المطلق والأرباح ثابتة وبنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال الخاصة ما يلي:

$$N.P_0 = (N + \Delta N).P_1 \dots\dots\dots (2 - 1)$$

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

$$\Rightarrow N.(P_0 - P_1) = N.DPA \Rightarrow P_0 - P_1 = DPA \dots\dots\dots (3 - 1)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة أن التوزيعات مساوية تماما للتغيير في القيمة السوقية فأي زيادة /إنخفاض في التوزيعات سوف يصاحبه إنخفاض / زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة (الأموال الخاصة) بنفس المقدار. (1)

ثانيا: مقارنة جوردن (Gordan1962)

يختلف فكر مايرون جوردن إختلافا جوهريا عن فكر "ميلر" و"مدكلياني" حيث أكد على علاقة وأثر توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم الواحد، وقد سميت هذه النظرية بنظرية عصفور باليد (2) The bird in the Hand، بنى جوردن وجهة نظره على جملة من الإفتراضات وتتمثل فيما يلي: (3)

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل إستثماراتها؛
- ثبات معدل العائد المتوقع على الإستثمارات؛
- ثبات معدل العائد المطلوب على الإستثمارات؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة؛
- معدل نمو المؤسسة ثابت؛
- معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل النمو؛

(1) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، ورقة، 2009، ص: 141.

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

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 325.

- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية ثابتة.

ولإثبات وجهة نظر "جوردن" بشأن تأثير سياسات التوزيع على قيمة المؤسسة نعرض المعادلة

التالية:⁽¹⁾

$$V = \frac{D_1}{K - g} \dots \dots \dots (4 - 1)$$

وبما أن التوزيعات التي يحصل عليها المساهم تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروبة في نسبة

الأرباح المحتجزة $1 - T_{NDIV}$ وعليه فالمعادلة تأخذ الصيغة التالية:

$$V = \frac{R^*(1 - T_{NDIV})}{K - g} \dots \dots \dots (5 - 1)$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة؛

R*: قيمة الأرباح المتوقعة؛

T_{NDIV}: نسبة الأرباح المحتجزة؛

K: معدل المردودية المطلوب؛

g: معدل نمو التوزيعات.

وبتطبيق الافتراض $g = T_{NDIV} \cdot K^*$ في العلاقة السابقة نجد:

$$V = \frac{R^*(1 - T_{NDIV})}{K - K^* - T_{NDIV}} \dots \dots \dots (6 - 1)$$

حيث:

K*: معدل المردودية المتوقع.

وعندما يكون معدل العائد المطلوب على الإستثمار (K) مساوي لمعدل العائد المتوقع منه.

أي $K = K^*$ تصبح العلاقة السابقة بالشكل التالي:

$$V = \frac{R^*}{K} \dots \dots \dots (7 - 1)$$

وطالما لم تظهر القيمة (T_{NDIV}) وهي المتغير الذي يعكس سياسة التوزيع، بينما ظهرت قيمة كل

من "R*" و "K" فإن معنى هذا أن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم "V"، ومن ثم لا تؤثر

على القيمة السوقية للمؤسسة، بل ويمكن القول بأن المؤثرات الأساسية في هذا الشأن تتمثل فقط في ربحية

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 315، 316.

السهم المتوقعة في ظل فرضية التأكد التام، وهي محصلة كل من قرار الإستثمار، ومعدل العائد المطلوب على الإستثمار الذي يعكس المخاطر التي تتعرض لها هذه الربحية.⁽¹⁾

يشير نموذج "جوردن" إلى أن قيمة السهم تتناسب مع أرباح السهم ومعدل نمو الأرباح، يمكن تحديد معدل نمو هذه الأرباح على أساس الأرباح المستقبلية للمؤسسة.⁽²⁾

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد

سنحاول من خلال هذا المطلب إبراز المقاربات التي تفسر سياسة التوزيع وذلك بإسقاط فرضية التأكد التام مع الإبقاء على فرضية الكفاءة التامة للسوق.

أولاً: مقارنة "ميلر" و"مدكلياني" (M&M 1961)

أصر M&M على وجهة نظريهما السابقة بشأن سياسة التوزيع، فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، ففي غياب تكلفة المعاملات والضرائب، يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم فلن يلقي بالا بسياسة التوزيع التي تقرها المؤسسة، فإذا كانت التوزيعات التي تقرها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الإحتياجات، ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن إحتياجاته، فيمكنه إستخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة.⁽³⁾

وتجدر الإشارة أن هذه المقاربة مبنية على نفس الإفتراضات التي تقوم عليها مقارنة M&M في ظل التأكد التام ولكن تختلف فقط في إسقاط فرضية التأكد التام.

ثانياً: مقارنة جوردن (Gordan)

لا يتفق Gordan مع M&M في تحليلهما لأثر سياسة التوزيع على ثروة الملاك، إذ يعتقد تأثير هذه السياسة على تلك الثروة، ولتأكيد وجهة نظره فقد قدم نموذج عصفور في اليد Bird.in.Hand Model، الذي يقوم على فكرة منطقية مؤداها أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه، وعليه إذا كانت قيمة المؤسسة أو القيمة السوقية لأسهمها العادية، تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات - على فرض أن المؤسسة ممولة بالكامل بالأموال الخاصة-، فإن معدل خصم التوزيعات ينبغي أن يتزايد من

⁽¹⁾المرجع السابق، ص: 316.

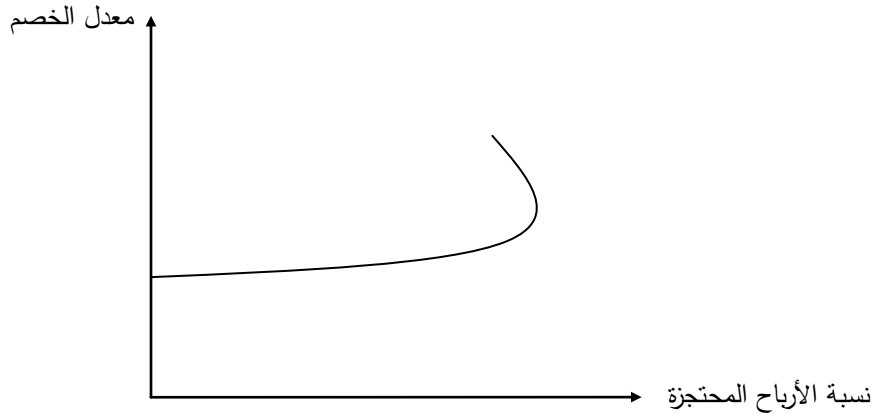
⁽²⁾LEVI. N, Introduction à la Politique de dividendes des sociétés en Pologne en 2015, Journal of modern science tom, 2015, P : 195.

⁽³⁾منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 418.

عام لآخر⁽¹⁾، حيث يميل المستثمرون في ظل عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظرا لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة في المستقبل. ووفقا لهذا النموذج يصبح من غير الملائم إفتراض ثبات سعر الخصم (تكلفة الأموال) فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل عائد أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، بمعنى آخر فإن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة.⁽²⁾

كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (1-3): العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة



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

ويمكن توضيح التحليل السابق من خلال المعادلة التالية:⁽³⁾

$$P = \int_{i=0}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K_n)^{\infty}} = \frac{D_1}{(1+K_1)^1} + \frac{D_2}{(1+K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K_1)^{\infty}} \dots \dots \dots (8-1)$$

حيث:

$$(K_1 < K_2) \dots < K_{\infty}) \dots \dots \dots (9 - 1)$$

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص: 401.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 401.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 680.

وعند إفتراض أن المؤسسة قررت إحتجاز الأرباح التي كان مقررا توزيعها على الملاك في نهاية السنة الأولى (D_1) وقامت بإستثمارها بمعدل إستثمار متوقع قدره (K) على أن يضاف العائد على هذا الإستثمار (g) للتوزيعات عن السنوات التالية، في هذه الحالة تظهر المعادلة التالية:

$$P = \frac{D_0}{(1+K_1)^1} + \frac{D_2+(D_1.g)}{(1+K_2)^2} + \frac{D_3+(D_1.g)}{(1+K_3)^3} + \dots + \frac{D_\infty+(D_1.g)}{(1+K_\infty)^\infty} \dots\dots\dots(10-1)$$

وبمقارنة المعادلة (8-1) مع المعادلة (10-1) يتضح أن قيمة المؤسسة في ظل المعادلة (8-1) تفوق قيمتها في ظل المعادلة (10-1)، حتى إذا كان متوسط معدل الخصم أي متوسط العائد المطلوب على الإستثمار يساوي معدل العائد على الإستثمار (g)، يرجع ذلك إلى أن متوسط K في المعادلة (8-1) يقل عن مثيله في المعادلة (10-1)، وطالما توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم فإن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة (8-1) تفوق قيمتها في ظل المعادلة (10-1)، وبالتالي فإن إجراء توزيعات من عدمه لا بد وأن يترك أثرا على القيمة السوقية للمؤسسة.

وتجدر الإشارة إلى ان نموذج Gordan يقوم على العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد.⁽¹⁾

المطلب الثالث: نماذج إختبار نظريات سياسة توزيع الأرباح

إستخدمت عدة طرق بديلة لإختبار مصداقية النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وتفسير العلاقة التي تربط هذه السياسة بقيمة المؤسسة ومن أبرز هذه النماذج نجد: النموذج البياني ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

أولاً: النموذج البياني

إستخدم الأسلوب البياني في دراسة (Gordan & Brighan) وهي دراسة أجريت على عينة من المؤسسات تتبع سياسة توزيع تختلف فيما بينها من حيث غلة التوزيعات ومعدل النمو، ويقوم منهج الدراسة على جوهر النظريات المفسرة لسياسة التوزيع وهي نظرية M&M ونظرية Gordan وكذلك نظرية التمييز الضريبي.

من أبرز الفروض التي يقوم عليها فكر M&M أي نظرية عدم ملائمة التوزيعات أنه لا تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه الملاك، هذا يختلف كلية مع ما أشار إليه Gordan في نظرية 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

⁽¹⁾المرجع السابق، ص ص: 680، 681.

قيمة الدولار من الأرباح الرأسمالية، في حين أن الأرباح الرأسمالية المتمثلة في الزيادة في القيمة السوقية للسهم، بسبب إحتجاز الأرباح، فقد تتحقق أو لا تتحقق، وحتى إذا ما تحققت في لحظة ما فقد تختفي إذا ما إنخفضت القيمة السوقية للسهم مستقبلا لسبب أو لآخر، قبل أن يتصرف فيه المستثمر بالبيع فور إرتفاع قيمته السوقية⁽¹⁾، أما في ظل نظرية التميز الضريبي فينتوقع أن ينخفض معدل العائد المطلوب كلما إنخفضت التوزيعات وذلك بسبب الوفرات الضريبية.

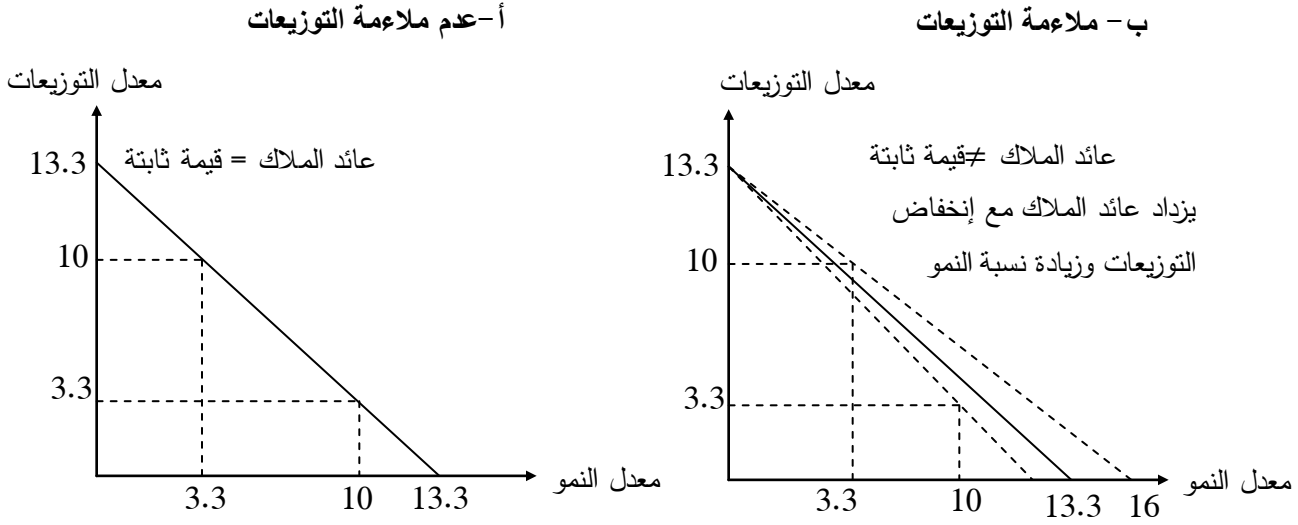
وتشير دراسة بريجهام وجوردن إلى أنه لو تم الوقوف على معدل التوزيعات ومعدل النمو لعينة من المؤسسات تتبع سياسات توزيع مختلفة، فإن العلاقة ستكون على النحو الموضح في الشكل (1-4) مع ملاحظة أنه لو كان موقع النقط على الخط الموضح في الشكل (1-4) الذي فيه معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين في حالة إجراء توزيع لكافة الأرباح (13.3%) وهي القيمة على المحور الأفقي، بما يعكس ميل لخط الانحدار قدره (-1)، فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لفكر M&M 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.

ومن ناحية أخرى لو أن موقع النقط كان على الخط المتقطع في الشكل (1-4) الذي يعكس عائدا أعلى يطلبه الملاك (16%) في حالة إحتجاز الأرباح (القيمة على المحور الأفقي)، وعائد أقل من (13.3%) في حالة توزيع الأرباح (القيمة على المحور الرأسي)، بما يعكس ميل أكبر من (-1) فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لفكر Gordan أي تأكيد لنظرية عصفور في اليد.

أما إذا كان موقع النقط على الخط المتقطع الذي فيه ميل الخط أقل من (-1)، بما يعني أن العائد الذي يطلبه الملاك يكون أقل من (11%) في حالة إحتجاز الأرباح، وأكبر من (13.3%) في حالة توزيعها، فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لنظرية التمييز الضريبي.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 374.

الشكل (1-4): إختبار نظريات سياسة توزيع الأرباح باستخدام الأسلوب البياني



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

وعلى الرغم من أن نتائج الدراسات التي أجريت باستخدام هذا المنهج يميل معظمها إلى تأييد وجهة نظر M&M، إلا أن إنتقادات جوهرية قد وجهت إلى المنهج المستخدم، ومن أبرزها لم يتم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على معدل العائد المطلوب على الإستثمار، كما أن القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم هي مسألة تكتنفها الصعوبة.⁽¹⁾

ثانياً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

حاول الباحثون دراسة مشكلة توزيعات الأرباح من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث تفترض هذه الدراسات أن معدل العائد المطلوب يتوقف على مخاطر السوق والتي تقاس بدلالة B ومن ناحية أخرى يتوقف على عائد التوزيعات⁽²⁾، على النحو الذي تعبر عنه المعادلة التالية:⁽³⁾

$$R_R = R_F + B(R_M - R_F) + y(BDIV_I - BDIV_M) \dots \dots \dots (11 - 1)$$

حيث:

R_R : معدل العائد الذي يطلبه الملاك.

R_F : معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر.

B: معامل B الذي يقيس مخاطر السهم والذي يتم على أساسه تحديد معدل العائد المطلوب.

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص: 374، 377.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 277، 278.

$(R_M - R_F)$: معدل عائد محفظة السوق؛

y : معامل يقيس تأثير التوزيعات على معدل العائد المطلوب؛

$(BDIV_i)$: معدل توزيعات السهم i (في شكل نسبة مئوية)؛

$(BDIV_M)$: متوسط توزيعات الأسهم المكونة لمحفظة السوق (في شكل نسبة مئوية).

وقد تم إختبار المعادلة السابقة بإستخدام تحليل الانحدار، على أساس البيانات التاريخية للمتغيرات $BDIV_M, BDIV_i, R_M, R_F, R_R$ حيث لو إتضح أن قيمة معامل التوزيعات (y) مساوية للصفر بمعنى ($y = 0$)، فيعد ذلك بمثابة تأكيد لفكر M&M أي تأكيد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه الملاك، أما إذا اتضح أن قيمة المعامل سالبة فيعد ذلك بمثابة تأكيد لفكر Gordan أي تأكيد لنظرية عصفور في اليد، التي تقضي بأن الملاك يطلبون عائدا أقل كلما زادت نسب الأرباح الموزعة أي كلما زادت نسبة التوزيعات، 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.

وتتمحور المشكلة الأساسية في الدراسات التي إعتمدت على هذا النموذج أي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في أنها إستخدمت البيانات التاريخية لمعدلات العائد للدلالة على معدل العائد المتوقع وهذا دليل ضعيف⁽¹⁾ مما ينعكس على نتائج متضاربة للدراسات المختلفة، فبالرغم من النماذج والأساليب المختلفة المستخدمة لإختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح إلا أنه لم يتم التوصل إلى نتائج محددة بخصوص أي من هذه النظريات هي الأكثر دقة بالمقارنة مع النظريات الأخرى.

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح 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 نظرياً أكثر مما هو واقعي ولهذا الغرض سنقوم في هذا المبحث بإسقاط فرضيات كفاءة السوق.

المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح ونظرية التمييز الضريبي

إفترض M&M عدم وجود ضريبة، وهو إفتراض غير واقعي، فعادة ما يدفع المستثمرون، ضرائب على دخولهم من توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية ولكن بمعدلات مختلفة، وعادة ما تكون معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من معدلات الضريبة على توزيعات الأرباح، ولذلك عادة ما يفضل المستثمرون الأرباح الرأسمالية على توزيعات الأرباح لسببين: الأول يتمثل في إنخفاض الضرائب على الأرباح الرأسمالية، أما الثاني فهو أن المستثمرون 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 توزيعات الأرباح، وهو ما يعني أن المستثمرون في ظل تفضيلهم للأرباح الرأسمالية على توزيعات الأرباح إنما يحققون أيضاً وفراً ضريبياً.⁽¹⁾

ومن هذا المنطلق ظهرت نظرية التمييز الضريبي والتي تبناها "ليزن بيرجي" و"راماسواني" إذ تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، إذ تدعو المؤسسات إلى إحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على توزيعات الأرباح، فوفقاً لهذه النظرية يجب على المؤسسات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة السهم.⁽²⁾

ويشير مضمون هذه النظرية أنه لو كان معدل الضريبة على توزيعات الأرباح يزيد على معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فإن حملة الأسهم يطلبون معدل عائد أكبر قياساً بمؤسسة مماثلة تحتجز كل أرباحها أو الجزء الأكبر منها، هذا الإرتفاع في معدل العائد المطلوب لا بد وأن يزيد من كلفة الأموال للمؤسسة الأولى، وبسبب هذا الإرتفاع تنخفض القيمة السوقية للسهم الواحد، في حين يؤدي الإنخفاض في

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص: 387.

⁽²⁾ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

معدل العائد المطلوب في المؤسسة إلى إنخفاض في كلفة الأموال المرجحة وبذلك ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة السوقية للسهم الواحد.⁽¹⁾
وفقا لهذه النظرية نميز حالتين:

أولاً: حالة تباين معدل الضريبة على توزيعات الأرباح ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية

تسعى المؤسسة إلى تخفيض القيمة الحالية لكفاءة الضرائب المدفوعة على أرباحها سواء كانت مفروضة على صافي الربح المتولد أو مفروضة على أرباح المستثمرين من حملة الأسهم والسندات، وبناء عليه يتوقع أن يكون لإحتجاز الأرباح لإعادة إستثمارها لا بد من توزيعها أثراً إيجابياً على العائد الصافي الذي يحققه حملة الأسهم، وهو ما يترك أثره الإيجابي بالتبعية على القيمة السوقية للمؤسسة، بمعنى أن المستثمر قد لا يمانع في شراء سهم ما يحقق عائد أقل قبل الضريبة مقارنة بسهم آخر يحقق عائد أكبر، إذا كانت الأرباح المتولدة عنه في صورة أرباح رأسمالية وليس في صورة توزيعات.

إذ يترتب على تباين معدل الضريبة على توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية ظاهرة يطلق عليها ظلة التوزيعات والتي تعني أن سهم المؤسسة التي تجري توزيعات يجب أن يحقق عائداً قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يحققه سهم مؤسسة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح، وهذه الزيادة ينبغي أن تكون كافية للتعويض عن الفرق بين المعدل الفعلي للضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية⁽²⁾.

ثانياً: حالة تساوي معدل الضريبة على توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية

حتى في ظل تساوي معدل الضريبة على كل من توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، يظل لإحتجاز الأرباح أثره المرغوب على القيمة السوقية للمؤسسة، فإحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها يعطي مرونة للمستثمر، إذ يمكنه تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية، إذا ما قرر الاحتفاظ بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع، وكلما طالت فترة الاحتفاظ بالسهم، انخفض المعدل الفعلي للضريبة، وانخفضت القيمة الحالية للضرائب المدفوعة، وفقاً لما يقضي به مفهوم القيمة الزمنية للنقود بما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم وزيادة جاذبيته لدى المستثمرين⁽³⁾.

في الأخير يمكن القول أن معدل الضريبة المفروض على التوزيعات يختلف حسب طبيعة المستثمر سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، وبالتالي من الصعوبة تحليل تركيبة المستثمرين للمؤسسة وتحديد

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 930.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 443.

(3) المرجع السابق، ص: 456.

تفضيلاهم بشأن الأرباح الموزعة أو الأرباح الرأسمالية⁽¹⁾، فإذا تم فرض ضرائب على أرباح الأسهم (التوزيعات) أقل من ضرائب على مكاسب رأس المال فإن ذلك يؤدي إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق الحصول على الأرباح وبالتالي يمكن القول أن هناك طلب على توزيعات الأرباح من قبل المستثمرين في حالة تجاوز معدل الضريبة المفروض على الأرباح الرأسمالية لمعدل الضريبة المفروض على التوزيعات.⁽²⁾

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح ونظرية الإشارة

نظرية الإشارة هي مجموعة من الأدوات الرياضية التي تجعل من الممكن وصف الإشارات المنبعثة من مصدر أو تعديلها بوساطة نظام المعالجة، تقوم نظرية الإشارة المطبقة على المؤسسات على أساس أن مديري المؤسسة لديهم معلومات أفضل من المساهمين الشركاء المختلفين لهذه المؤسسة.⁽³⁾

تعطي نظرية الإشارة إطارا نظريا للقيمة المعلوماتية لتوزيعات الأرباح، نظرا لإعتبار سياسة توزيع الأرباح أهم الإشارات التي يقوم المسيريون بإرسالها للسوق المالي للتعبير عن حالة المؤسسة 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 مقارنة بالأقليات، نتيجة لذلك لا يصدق المساهمون كل تصريحات المسيرين إلا إذا كانت مرفقة بقرائن فعلية ومسقطه على أرض الواقع، حتى يكون لها نوعا من المصادقية، ولا تفسر على أنها إشارات مغالطة⁽⁴⁾، من الناحية النظرية يمكن للمؤسسات أن تعدل بمرور الوقت مقدار الأرباح التي تدفعها للمساهمين، من الناحية العملية يتمكنون من زيادة أرباحهم ببطء وبشكل منتظم.⁽⁵⁾

إستعمل كل من ROSS 1977، CHASSARIA 1979، وHAKSOW 1982، نظرية الإشارة لتفسير وشرح سياسة توزيع الأرباح إلى الحد الذي يحصل فيه المديرون على معلومات أفضل عن نتائج المؤسسة

⁽¹⁾DAMODARAN. A, *Pratique de la finance d'entreprise*, Traduction de la 2^{ème} édition américaine sous la direction de HIRIGOYEN.G & autres, De boeck,Bruxelle, 2010, P : 471.

⁽²⁾ALBOUY. M, *La Politique de dividende permet-elle de dicipliner les dirigeants?*, Cahier de rechreche n° 2010-05, E2, 2010, P: 05.

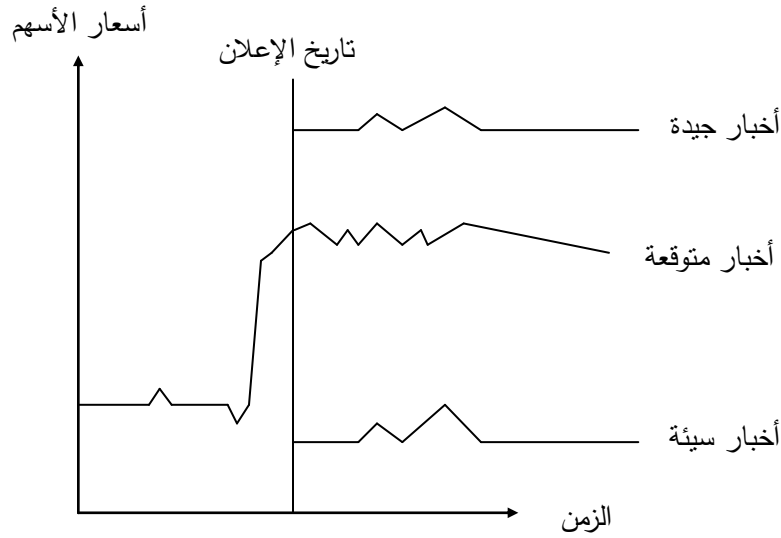
⁽³⁾www.mataf.net/fr/edu/glassaire/theoriédessignaux. Consulté le 24/04/2018 à 15 :10.

⁽⁴⁾TURKI. A, *Le Role de la Politique de dividendes dans le Carde des opérations de fusions-acquisitions*, Thèse de doctorat ,Univercité lille 2, France, 2013, P: 24.

⁽⁵⁾BERK. J & DEMARZD. P, *Finance d'entreprise*, 3^{ème} édition, Pearson , France, 2014, P: 672.

حيث يتم استخدام الأرباح للإشارة إلى حالة المركز المالي المستقبلي للمؤسسة⁽¹⁾، من هذا المنطلق أصبحت توزيعات الأرباح تعطي إشارات مباشرة متعلقة بالنتائج المستقبلية للمؤسسة، إذ يعد ارتفاع توزيعات الأرباح دليل على تحسن الأرباح ونموها في المستقبل حيث المؤسسة تعلم السوق بأنه هناك ارتفاع في متوسط النتائج المتوقعة مقارنة بالنسبة السابقة، فإذا كانت هذه المعلومة غير متوقعة من السوق يؤدي دخولها إلى ارتفاع قيمة المؤسسة والعكس عند تخفيض توزيعات الأرباح يكون الإنعكاس سلبي كون التغيرات لمؤسسة دالة تابعة لنتائجها الاقتصادية المستقبلية، مما يعني أن التغيرات في الأسعار ليس نتيجة التغير في التوزيعات المدفوعة، وإنما بالمعلومة الضمنية والمتعلقة بنمو نتائج المؤسسة⁽²⁾، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (1-5): أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة من منظور نظرية الإشارة



Source :BALLALAH. M ,op-cit, P:08.

يعتبر اتخاذ قرار توزيعات الأرباح تحت إفتراض الكفاءة التامة متوقع من قبل المساهمين، والأسعار لا تتأثر بتاريخ الإعلان كون توزيعات الأرباح متوقعة، وفي الجهة المقابلة إذا كانت توزيعات الأرباح أكبر / أقل من توزيعات الأرباح المتوقعة سوف يراجع المستثمرون توقعاتهم.

⁽¹⁾BALLALAH. M, op-cit, P : 13.

⁽²⁾ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية الوكالة ونظرية أثر الزبون

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

أولا نظرية الوكالة

وفق نظرية الوكالة تعتبر المؤسسة ككيان قانوني يمكن أن يكون للأفراد أهداف متباينة ومن أجل منع أحد الطرفين من إثراء نفسه على حساب طرف آخر، من الضروري تحديد الحقوق والالتزامات المرتبة على كل طرف، ولا يتم ذلك دون تكلفة، ومع ذلك بما أن المساهمين يجب أن يتحملوا تكاليف الوكالة فيجب تقليلها إلى أدنى حد⁽¹⁾، ففي ظل النصوص القانونية التي تعمل على مراقبة وقت إعلان مجلس الإدارة عن توزيعات الأرباح ومبالغها والإجراءات الواجب إتباعها وإرتباط المؤسسة بشكل كبير في قرارات توزيعات الأرباح بين المقرضين وأصحاب الأسهم الممتازة، كان من الضروري إيجاد المعدل المسوح به من توزيعات الأرباح، وتبعا لنظرية الوكالة فإن الدائنين والمسيرين يسعون لتفضيل التمويل الداخلي كونه يمكنهم من حفظ النقدية في المؤسسة.⁽²⁾

توصل (Kalay1982) في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة إلى أن دفع توزيعات الأرباح في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين، في حين توصل (Lewellen 1981) إلى أن معدل توزيعات الأرباح يرتبط إيجابيا مع علاوة المسيرين، وأجورهم السنوية، والتي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة.⁽³⁾

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح ونظرية أثر الزبون

يشير تأثير العملاء لتوزيعات الأرباح أن المؤسسات تعتمد سياسة توزيع مغرية لأجل جذب المستثمرين الذين يفضلون هذه السياسة، حيث أشار (Graham & Dodd1951) أن بعض المستثمرين يفضلون دولار واحد من توزيعات الأرباح على دولار واحد من الأرباح الرأسمالية.⁽⁴⁾ وقد اقترح M&M بأن الأثر الزبائني موجود، وأنه يساعد المؤسسة في تفسير تغير سعر السهم بعد الإعلان عن التغير في سياسة التوزيع.⁽⁵⁾

⁽¹⁾LAPOINTE. M, www.irec.net/upload/file/mémoire-et-these/193.pdf, P : 11.

⁽²⁾QUIRY. P & LEFUR. Y, *Finance d'entreprise*, VERNIMMEN.P., Daloz, Paris, 2010, P : 876.

⁽³⁾علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

⁽⁴⁾TURKI. A, op-cit, P : 18.

⁽⁵⁾عدنان تايه النعيمي وآخرون، *الإدارة المالية - النظرية والتطبيق* -، مرجع سبق ذكره، ص: 459.

فقد تختلف تفضيلات المستثمرين حسب طبيعة كل مستثمر، فهناك مستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات عن الحصول على أرباح في المستقبل، بينما يوجد مستثمرون على النقيض يفضلون إعادة استثمار الأموال للحصول على أرباح في المستقبل عن إجراء توزيعات عليهم، فإذا ما تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقوم على إحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، فإن هذه السياسة لن تناسب هؤلاء الذين يرغبون في الحصول على التوزيعات، وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو ما بعض ما لديهم من أسهم وذلك لتدبير إحتياجاتهم الحالية للأموال مع تحمل تكاليف السمسرة، التي عادة تكون مرتفعة على الصفقات الصغيرة، أما إذا تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقضي بتوزيع أغلب الدخل على المساهمين، فإن هذه السياسة تبدو غير ملائمة لأولئك الذين يرغبون في إعادة استثمار أموالهم والحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل، وهو ما يعرض هؤلاء المستثمرين إلى بعض المتاعب منها حصول هؤلاء على دخول متمثلة في صورة توزيعات، ومن تم دفع الضرائب المقرر عليها بالإضافة إلى صعوبات أخرى، تتعلق بإعادة استثمار هذه الأموال فيما بعد، وقد خلص M&M إلى أن المستثمرين الذين لا يرغبون في الحصول على توزيعات حالية يميلون إلى شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسات توزيع تقضي بتوزيع نسبة مرتفعة من دخل المؤسسة، بينما يميل المستثمرون الذين لا يرغبون في الحصول على دخول نقدية في شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسة توزيعات تقضي بإحتجاز دخل المؤسسة لإعادة استثماره.⁽¹⁾

وقد تم إثبات أثر الزيون من خلال أبحاث (Pettit 1977) الذي قام بمعاينة 914 محفظة استثمارية لمستثمرين من شرائح مختلفة، وقد قام بتصنيف مردودية السهم (y) من خلال خصائص المستثمرين: العمر (A_t)، العائد (R_t)، والفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية (DT_t) والذي قام بصياغة نموذج كما يلي:⁽²⁾

$$y = a + b \cdot B_t + c \cdot A_t + d \cdot R_t + e \cdot DT_t + \sum t \dots \dots \dots (12 - 1)$$

وقد أثبتت الدراسة أن المؤسسات الكبرى التي يكون فيها المستثمرون مسنين وذوي الدخل المحدود تكون مستعدة لدفع توزيعات أكبر من المؤسسات التي يكون فيها المستثمرون شباب وأكثر ثراء، وأن أسهم المؤسسات التي يكون فيها معامل B مرتفعاً تدفع توزيعات ضئيلة جداً.

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

⁽²⁾ DAMODARAN. A, *Pratique de la finance d'entreprise*, op-cit, P : 480.

خلاصة الفصل

تضمن هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية، تناولنا من خلاله مفهوم وطبيعة سياسة توزيع الأرباح، إذ تتمثل في النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع الأرباح أو إحتجازها لإعادة إستثمارها، كذلك تم التطرق إلى أنواع والإجراءات التي يتم بموجبها تطبيق هذه السياسة، ففي ظل العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح يستوجب على مدراء المؤسسات إتخاذ القرار الملائم بشأن السياسات التي تناسب هيكلها التمويلي.

كما تناولنا في هذا الفصل مختلف المقاربات النظرية المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات كفاءة السوق وكذلك في ظل إسقاط فرضيات كفاءة السوق، كما تم التطرق إلى نماذج إختبار مصداقية سياسة توزيع الأرباح.

الفصل الثاني: تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

المبحث الأول: ماهية الهيكل التمويلي ومكوناته

المبحث الثاني: تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي

تمهيد

يعتبر قرار التمويل أحد القرارات الجوهرية في مجال الإدارة المالية إلى جانب كل من قرار الإستثمار وكذلك قرار سياسة توزيع الأرباح، ويرتكز قرار التمويل على تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة والذي يعكس مختلف مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل إستثماراتها من خلال إيجاد التوليفة المثلى من هذه المصادر والتي تحقق أكبر عائد وبأقل تكلفة ممكنة.

ولقد أثار موضوع الهيكل التمويلي الكثير من الجدل في النظرية المالية وكان موضوع العديد من الدراسات من قبل الباحثين في المجال، وقد اختلفت وجهات نظر الباحثين من خلال النظريات التي تفسر تأثير الهيكل التمويلي على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة بين مؤيد ومعارض.

سنقوم في هذا الفصل بتحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تناول ماهية الهيكل التمويلي ومكوناته؛ والمبحث الثاني تكلفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛ أما المبحث الثالث فخصص للنظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

المبحث الأول: ماهية الهيكل التمويلي ومكوناته

إن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو وبالتالي قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي ومناهجه

يعتبر الهيكل التمويلي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصلحة داخل المؤسسة لما لها من تأثير على استقرار وضمن استمراريته.

أولاً: مفهوم الهيكل التمويلي

نظراً للأهمية البالغة التي يكتسبها الهيكل التمويلي داخل المؤسسة سنحاول إعطاء تعريف وخصائص الهيكل التمويلي.

1- تعريف الهيكل التمويلي

تعددت تعريف الهيكل التمويلي لكن كلها ارتبطت بمصادر التمويل المتاحة ومن بين التعاريف نجد: يعرف الهيكل التمويلي بأنه: "الجانب الأيسر من الميزانية للمؤسسة ويعبر عن تركيز أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن من الميزانية".⁽¹⁾ كما يعرف بأنه: "مجموع قرارات التمويل التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية".⁽²⁾ كما يعرف أيضاً على أنه: "تشكيلة المصادر التي حصلت المؤسسة على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها وهو يضم جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم والأموال الخاصة".⁽³⁾ ويعرف أيضاً بأنه: "يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو إقتراض وأيضاً سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل".⁽⁴⁾

(1) عدنان هاشم السمراي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر، عمان، 1997، ص: 188.

(2) نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص: 251.

(3) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 349.

(4) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 128.

وعليه يمكن القول أن الهيكل التمويلي أو البنية المالية للمؤسسة هو "الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها".⁽¹⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن الهيكل التمويلي هو مجموع مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل إستثمارتها من خلال المفاضلة بين تلك المصادر لإيجاد التوليفة المثلى التي تحقق هدف تعظيم المؤسسة.

وتجدر الإشارة أنه لا بد من التفرقة بين مصطلحي الهيكل التمويلي وهيكل رأس المال، فالهيكل التمويلي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، أما هيكل رأس المال فيقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل ومعنى ذلك أن هيكل رأس المال يعتبر جزء من الهيكل التمويلي للمؤسسة.⁽²⁾ إن من أهم القرارات المالية هو تحديد تشكيلة هيكل التمويل للمؤسسة وهي نسبة الأموال الخاصة ونسبة المديونية من رأس المال المستثمر⁽³⁾، بمعنى أن مفهوم الهيكل التمويلي مرتبط بمفهوم الرفع المالي والذي يعرف بأنه: "النسبة من مجموع القروض إلى مجموع الأصول"⁽⁴⁾، أي مدى إعتداد المؤسسة في تمويلها على الأصول المقترضة.

إذ يقع على عاتق المدير المالي مسؤولية الإختيار السليم لمصدر التمويل المناسب في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله للحصول على المزيد من الأموال التي يترتب عليه أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة⁽⁵⁾، وهذا الإختيار ليس مطلق ولكنه مرتبط بالإمكانيات التي يوفرها السوق المالي والتي ترتبط بدورها بحالة العرض والطلب على رأس المال وبأهداف المؤسسة نفسها كالتوازن المالي والقدرة على الإستدانة، فإذا كانت المؤسسة تبحث عن الإستقلالية المالية من أجل المحافظة على سلطة المساهمين الحاليين، فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون حتى لا تزيد من عدد المساهمين، أما إذا كانت

⁽¹⁾ عبد الغني دادن وآخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في الاقتصاديات المغربية، الجزائر، 2003، ص: 2.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص: 302.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص: 264.

⁽⁵⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 120.

تسعى للبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة، فإنها ستلجأ للمزيد من الإستدانة للإستفادة القصوى من الرفع المالي. (1)

فغرض المدير المالي عند إتخاذ القرارات التمويلية هو الوصول إلى المزيج التمويلي الذي يعظم إجمالي القيمة السوقية للمؤسسة، فهذا الهدف يتفق مع هدف تعظيم ثروة المساهمين أي هيكل التمويل الأمثل والذي يهدف أساسا إلى تدبير الإحتياجات المالية للمؤسسة بأقل تكلفة ممكنة وتقليل المخاطر فضلا عن تعظيم الأرباح السنوية. (2)

2- خصائص الهيكل التمويلي

يجب أن يتسم الهيكل التمويلي المناسب بالخصائص التالية: (3)

2-1- الربحية

فيجب أن يعود الهيكل التمويلي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

2-2- القدرة على الوفاء بالدين

إذ يجب ألا يتجاوز إقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الإقتراض، وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر إضافية.

2-3- المرونة

بمعنى عدم اتصاف الهيكل التمويلي للمؤسسة بالجمود وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال (الملكية والإقتراض) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

2-4- الرقابة

يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة. وتعتبر الخصائص السابقة هي السمات العامة للهيكل المالي المناسب وقد تعكس الصفات الخاصة بالمؤسسة بعض الملامح الإضافية المحددة لذلك يجب أن يكون الهيكل التمويلي للمؤسسة قابلا للتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة.

(1) مليكة زغيب ، ميلود بوشنقير ، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص: 198.

(2) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 129، 130.

(3) سمير محمد عبد العزيز ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1997، ص ص: 266، 267.

ثانيا: مناهج إختيار الهيكل التمويلي

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب:

1- منهج التوازن

يقصد بالتوازن هو إستمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية في ضوء البدائل من مصادر التمويل المتاحة والعائد المتوقع تحقيقه واتجاهات أسعار الفائدة واختيار الهيكل أو المزيج التمويلي الذي يحقق أقل تكلفة وأفضل حالة توازن لعناصر هيكل التمويل.⁽¹⁾

2- منهج التوازن المقارن

ويفترض هذا المنهج وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه لتكلفة الأموال لذلك يتم وضع أكثر من خطة مالية تحتوي على مزيج تمويلي، وتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال أو الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب على توازن عناصر هيكل التمويل أو بالمقارنة بين هذه الخطط يمكن إختيار المزيج التمويلي المناسب للمشروع.⁽²⁾

3- منهج التوازن الديناميكي

يقوم هذا المنهج على أساس هناك متغيرين يؤثران في إختيار المزيج التمويلي المناسب وهما المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية ويتأثران بالبيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، ويتخذ قرار إختيار هيكل التمويل في ضوء قيود التكلفة والمركز الائتماني وطبيعة إستخدامات الأموال والعمليات الإنتاجية والتسويقية واختيار المزيج الذي يتصف بالفعالية والمرونة.⁽³⁾

إن المناهج المذكورة أعلاه تكون متداخلة ولذلك ينصح الأخذ بها جميعا عند تحديد هيكل التمويل.

المطلب الثاني: محددات الهيكل التمويلي

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المؤسسات نجد أن هناك اختلافا في مكونات هذا الهيكل، فبعضها يعتمد كليا على الأموال الخاصة لتمويل أصوله واحتياجاته والبعض الآخر يتوسع بشكل كبير في إستخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، إن هذه الإختلافات نتيجة لعدة عوامل يجب أخذها بعين

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

(2) جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص ص: 248، 249.

(3) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 157.

الإعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها هذه المؤسسة، وأهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة والمناسبة هي:

أولاً - الملاءمة

المقصود بهذا العامل هو الملاءمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتحويلها أي الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها، فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل ك شراء الأصول الثابتة مثلا والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية. (1)

ثانياً - الربحية

يعتبر تحقيق أكبر قدر ممكن من الدخل واحدا من الأهداف الرئيسية للتخطيط المالي في اختيار نوع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي، لذا نلاحظ أن المدير المالي للمشروع يعمل بكل الوسائل لرفع معدل العائد على الإستثمار عن طريق استخدام أموال الغير، ويسعى المدير المالي من خلال إيجاد الموازنة المناسبة في الهيكل المالي للمشروع إلى تحقيق أكبر قوة إيرادية ممكنة له، ثم يقوم بتنظيم الاحتياجات المالية بالشكل الذي يضمن تحويل هذه القوة الإيرادية إلى أكبر معدل عائد لأصحابه. (2)

ثالثاً - الإدارة والسيطرة

بالنسبة للمؤسسات العادية فإن إدارتها تكون من حق المالكين لها وبالنسبة للشركات المساهمة فإن إدارتها تكون من حق حملة الأسهم العادية ولذلك من أجل السيطرة على ادارة المؤسسة يفضل أن يكون التمويل الخارجي عن طريق الإقتراض وذلك لأن المقرضين لا يسمح لهم بإدارة المؤسسة حيث هم دائنون فقط، وكذلك بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم المشاركة في إدارة الشركات المساهمة.

أما إذا كان التمويل عن طريق إدخال شركاء جدد أو طرح أسهم عادية فإن هذا يؤدي إلى دخول شركاء ومساهمين جدد من حقهم منافسة الشركاء والمساهمين القدامى في إدارة المؤسسة، فمن أجل أن تبقى الإدارة مسيطرة عليها من قبل الشركاء القدامى يفضل أن يكون التمويل خارجيا عن طريق الإقتراض أو إصدار أسهم ممتازة. (3)

(1) عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص: 109، 110.

(2) عدنان هاشم السمراي، مرجع سبق ذكره، ص: 220.

(3) عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 112.

رابعاً - الخطر

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما: خطر التشغيل، خطر التمويل، ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلاً من الإعتماد على الإقتراض لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها وقد يتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الإعتماد على الإقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي مثل هذا الإعتماد المتزايد إلى زيادة خدمة الدين، وقد يُعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة. (1)

خامساً - التوقيت الملائم

ويتمثل في القدرة على تحديد الوقت الملائم الذي سوف تدخل فيه المؤسسة إلى السوق المالي من أجل الحصول على الأموال المطلوبة بأقل التكاليف وبأفضل الشروط الممكنة مع أن المؤسسة قد تضطر في بعض الأحيان إلى الدخول إلى سوق الإقتراض على الرغم من ملاءمة التوقيت، الأمر الذي يستوجب النظر إلى التوقيت الملائم للإقتراض على ضوء قراءة المؤسسة لظروف الأسواق المالية والأحداث الاقتصادية المتوقعة. (2)

سادساً - المرونة

يقصد بالمرونة قدرة المؤسسة على تعديل الأموال وفقاً للتغيير في حاجتها للأموال أي الملاءمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال وأن المتعارف عليه أن الإقتراض يوفر للمؤسسة مرونة أكثر من أموال الملكية (عن طريق زيادة رأس المال)، فالإقتراض متوفر وبأنواع مختلفة وبمواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب مع حاجة المؤسسة في حين أن هذه المواصفات الموجودة في أموال الإقتراض ليست موجودة في أموال الملكية لأن التمويل عن طريق زيادة رأس المال يحتاج إلى إجراءات طويلة ومعقدة وإلى تكاليف كثيرة

(1) مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 156، 157.

(2) فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص: 84.

ومعامل المرونة يحقق للمؤسسة الفوائد التالية: (1)

- تمكين المؤسسة من الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل في حالات التوسع والانكماش؛
- زيادة قدرة المؤسسة على المساومة للحصول على شروط جيدة عند التعامل مع مصدر محتمل للأموال؛
- زيادة قدرة المؤسسة على استخدام الأموال المتاحة لها؛
- زيادة قدرة المؤسسة على التخلص من الأموال الفائضة في الوقت المناسب.

سابعا - المميزات الضريبية

إن الفوائد التي تدفع على أموال الإقتراض تعتبر مصروفا يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة حيث تطرح الفوائد من الأرباح قبل إحتساب الضريبة وهذا يؤدي إلى تخفيض الضريبة التي تدفعها المؤسسة وبالتالي يقلل من التكلفة الحقيقية للقروض، في حين أن دخل أموال الملكية لا يطرح من الأرباح قبل خضوعها للضريبة. (2)

ثامنا - حجم المؤسسة والشكل القانوني لها

يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي، حيث تعتمد المؤسسات الصغيرة على المصادر الداخلية في تمويلها المتمثلة خصوصا في الأموال الخاصة، بينما المؤسسات الكبيرة فتعتمد على التنوع بين مختلف المصادر الداخلية والخارجية لتغطية حجم استثماراتها والإستفادة قدر الإمكان من مزايا هذا التنوع. (3)

بالنسبة للطبيعة القانونية للمؤسسات فهي تختلف من مؤسسة لأخرى، فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية كما قد تكون ضمن شركات الأموال، أو ضمن شركات الأشخاص، وفي كل شكل قانوني هناك مصادر للتمويل يتوافق مع الأسس القانونية له، فمثلا يمكن للمؤسسة العمومية إصدار أوراق الإكتتاب العام للجمهور بمختلف أنواعها، ويمكن لشركة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة دون تحديد عدد معين للمساهمين ... الخ. (4)

(1) رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 113.

(2) محمد طنبب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 192.

(3) عمر بن دادة، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة جيجل، 2017، ص: 153.

(4) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص: 304.

تاسعا - التكلفة

لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (أموال خاصة، المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر.⁽¹⁾

عاشرا - المتاجرة بالملكية

يقصد بها الإستعانة بأموال الإقتراض لمساعدة أموال الملكية في عملية التمويل، وتؤدي عملية التمويل هذه إلى رفع معدل العائد على أموال الملكية وذلك في حالة أن يكون العائد نتيجة استثمار أموال الإقتراض يفوق الفوائد المدفوعة لاستخدامها، وتسمى عملية الاستخدام هذه باسم الرافعة المالية.⁽²⁾

المطلب الثالث: مكونات الهيكل التمويلي

يمكن تقسيم مكونات الهيكل التمويلي حسب عدة معايير في حين قمنا بتقسيمها إلى أموال خاصة، وأموال مقترضة.

أولاً: الأموال الخاصة

يمكن القول بشكل عام أن الهيكل التمويلي لمعظم المؤسسات يتضمن حقوق ملكية (التمويل الممتلك) وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية، التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدء بالعمليات، ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة وسيتم استعراض مصادر التمويل الممتلك متوسط وطويل الأجل، المتمثلة في الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة.

1- الأسهم الممتازة

1-1- تعريف الأسهم الممتازة وخصائصها

يطلق على هذا النوع من الأسهم مصطلح أسهم التمتع (Preferred Stocks) وتحمل هذه الأسهم عادة مقسوم أرباح محدد على شكل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم أو مبلغ ثابت لكل سنة، وتجمع الأسهم الممتازة بين مزايا الأسهم العادية وبين مزايا أدوات المديونية (السندات).⁽³⁾

(1) أنفال حدة خبيزة ، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية ، مذكرة ماجستير ، جامعة بسكرة ، 2012 ، ص: 10.

(2) محمد طنيب، محمد عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

(3) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 159.

وإكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل المؤسسة وأصولها وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظرا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها. (1)

ومن بين الخصائص التي تتميز بها هذه الأسهم عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل الأخرى ما يلي:

- الأسبقية في الأصول والأرباح؛
- إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها؛
- حق التحويل إلى أسهم العادية؛
- ذو قيمة إسمية ثابتة؛ (2)
- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال المؤسسة؛
- الإشتراك في الجمعيات العمومية. (3)

2- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

أ- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة: يمكن تلخيصها فيما يلي:

- المؤسسة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛
- التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة؛
- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة وهو الأمر الذي يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمؤسسة.
- ب- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة: تتمثل في:

- ارتفاع تكلفتها نسبيا فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالإقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة -على عكس الفوائد- لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي؛

(1) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

(2) نفس المرجع، ص: 159.

(3) ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وادواتها الاسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 41.

حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضون وبالتالي يطلبون عائداً أعلى؛⁽¹⁾

- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات؛

- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة.⁽²⁾

2- الأسهم العادية

2-1- تعريف الأسهم العادية

تمثل ويثقة ملكية، وتعد مؤسسات الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المؤسسة المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية، يوضح كل صك اسم المؤسسة، صاحبة الإصدار، نوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم.⁽³⁾

2-2- حقوق حملة الأسهم العادية

يتمتع حملة الأسهم العادية بمجموعة من الحقوق تتلخص فيما يلي:⁽⁴⁾

- الحق في حصة من أصول المؤسسة بقيمة ما يملكها من أسهم؛
- حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يملكها؛
- حق تحويل ملكيته للأسهم من شخص إلى شخص آخر؛
- حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها؛
- حق الاطلاع على دفاتر المؤسسة؛
- حق الإكتتاب بنسبة ما يملكه من أسهم في الأسهم التي تصدرها المؤسسة لزيادة رأسمالها يطلق على ذلك حق الأولوية في الإكتتاب؛
- حق حضور الجمعيات العمومية المساهمين؛
- حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يملكه من أسهم؛
- حق إقتسام أصول المؤسسة عند التصفية وذلك على قدم المساواة مع المساهمين الآخرين.

(1) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2007، ص: 14، 15.

(2) فيصل محمود الشواربة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، داروائل للنشر، عمان، 2008، ص: 84.

(3) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات. أوراق. بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 88.

(4) محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2013، ص: 10.

2-3- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية

أ- مزايا التمويل بالأسهم العادية: يمكن تلخيصها فيما يلي:

- سهولة بيع وشراء الأسهم؛
- لا تشكل الأسهم العادية التزاما ماليا يتوجب عليها تخصيص أقساط إطفاء كما هو الحال بالنسبة للسندات، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق؛
- لا تلتزم بتوزيع أرباح سنوية على المساهمين إذا كانت هناك حاجة ضرورية لاحتجازها، أو إذا ما حققت خسارة في سنة من السنوات؛⁽¹⁾
- تمثل الأسهم العادية مصدر تمويل طويل الأجل (كونها ليس لها تاريخ استحقاق)؛
- زيادة الطاقة الإقتراضية مستقبلا.⁽²⁾

ب- عيوب التمويل بالأسهم العادية: وتتلخص فيما يلي:

- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد؛
- لا يجوز إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر تكاليف؛⁽³⁾
- تكلفة عالية تتكبدها المؤسسة نتيجة معدل المرودية المفروض TRE الذي عادة ما يكون مرتفعا بسبب المخاطر التي تهدد أموال المستثمرين.⁽⁴⁾

3- الأرباح المحتجزة

3-1- تعريف الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة هذا الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطة المؤسسة، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية للمؤسسات التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

(1) علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 278.

(2) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

(3) عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 269، 270.

(4) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

وتفضل المؤسسات تمويل إحتياجاتها طويلة الأجل بإستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم)، أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).⁽¹⁾

3-2- مزيا وعيوب التمويل بالأرباح المحتجزة

أ- مزيا التمويل بالأرباح المحتجزة: يتيح التمويل بالأرباح المحتجزة عدة مزيا تتلخص فيما يلي:⁽²⁾

- تكلفة الأرباح المحتجزة لمصدر التمويل قليلة بالمقارنة مع غيرها؛
- لا تحتاج لرهن موجوداتها؛
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر زاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم؛
- ت - عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة: تتمثل في:

- قد لا تحقق المؤسسة أرباحا كافية وبالتالي حجم الأرباح المحتجزة يعتمد على تخفيض الأرباح؛
- لا يمكن إستخدامها بشكل متكرر؛⁽³⁾

- يتطلب أحيانا من المؤسسات إصدار أسهم مجانية مقابل إحتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة إستخدام هذا المصدر.⁽⁴⁾

ثانيا: الأموال المقترضة

بعد التعرف على مختلف مصادر التمويل عن طريق الأموال الخاصة هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل أهمية بالغة في تمويل المؤسسات وخاصة في ظل محدودية الأموال الخاصة وتتأتى من مصادر خارجية، ويمكن تصنيفها إلى سندات، وقروض.

1- السندات

1-1- تعريف السندات وخصائصها

هي أوراق ذات قيمة إسمية تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والمؤسسات وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من

(1) نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص: 269، 270.

(2) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 282.

(3) عبد الوهاب يوسف احمد، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

(4) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 282.

أشكال التمويل طويلة الأجل، ونقصد بالقيمة الإسمية للسند القيمة المحددة له في وثيقة الإصدار، وتتضمن هذه الوثيقة شروط إضافية إلى تحديد القيمة الإسمية لمعدل الفائدة السنوي الواجب دفعه لحامل السند. (1)

يتميز السند بمجموعة من الخصائص نذكر منها: (2)

- السند وثيقة قرض تثبت أن حامله دائن تجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمته الاسمية، وتبعاً لذلك يستفيد حامل السند من دخل ثابت ومعروف مسبقاً يتمثل في الفائدة ويحصل عليها طوال عمر السند؛
- السند عبارة عن ورقة مالية ذات اجل، أي أنها تصدر لمدة زمنية معينة؛
- حامل السند ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛
- السند يشكل موضوعاً للمضاربة في البورصة، إلا أن قيمته الجارية تتحدد على أساس سعر الفائدة السائد في السوق المالية لحظة اتخاذ قرار البيع؛
- في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة.

1-2- مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات

أ- مزايا التمويل عن طريق السندات: وتتمثل في:

- يعتبر السند أقل مخاطرة من الإستثمارات الأخرى وذلك لتمتع حامله بالأولوية في استرجاع أمواله عند التصفية؛
- لحامل السند دخل ثابت وفي أوقات محددة.
- ب- عيوب التمويل عن طريق السندات: نذكر منها:
- لا يجوز لحامل السند التصويت أو التدخل في شؤون الإدارة؛
- الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن.

2- القروض

يتجسد القرض في ذلك الفعل الذي يقوم بواسطته شخص ما هو الدائن بمنح أموال إلى شخص آخر هو المدين أو يعده بمنحها إياه أو يلتزم بضماناته أمام الآخرين، وذلك مقابل ثمن أو تعويض هو الفائدة. (3)

(1) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص: 211

(2) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص: 88.

(3) المرجع السابق، ص: 55.

ويمكن تقسيم القروض حسب معيار الزمن إلى قروض طويلة الأجل، قروض متوسطة الأجل وقروض قصيرة الأجل.

2-1- قروض طويلة الأجل

تحصل المؤسسة على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين المباشرة يتم من خلالها إنتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية: (1)

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه؛

- الرهونات المرتبطة بالقرض؛

- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛

- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

2-2- قروض متوسطة الأجل: ويمكن تقسيمها إلى قروض مباشرة متوسطة الأجل، وقروض الإيجار.

أ- قروض مباشرة متوسطة الأجل

تمثل نوعا من القروض التي تلتزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين وتخضع عملية الإقتراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة والمقرض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، وتتراوح مدتها عادة ما بين 3 إلى 15 عاما، ويتم الحصول على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك والهيئات العامة. ويتميز هذا النوع من الإقتراض بالمزايا التالية وهي السرعة والمرونة. (2)

ب- القرض الإيجاري

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو مؤسسة تأجير مؤهلة قانونا لذلك بوضع آلات ومعدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمية ثمن الإيجار. (3)

(1) عاطف وليم أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 387.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات و مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 240، 241.

(3) الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

2-3- قروض قصيرة الأجل

وهي عبارة عن ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية أو الجارية أي أن هذه القروض لا تزيد مدتها عن سنة واحدة.⁽¹⁾

ويمكن أن تأخذ هذه القروض شكل الائتمان المصرفي أو شكل الائتمان التجاري.

أ- الائتمان التجاري

يعرف الائتمان التجاري بأنه "ائتمان قصير الأجل يمنح من المؤسسة الموردة إلى المؤسسة المشتري".⁽²⁾

كما يعرف بأنه "ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضاعة لإعادة بيعها في المستقبل".⁽³⁾

ويمكن للائتمان التجاري أن يتخذ عدة أشكال أهمها:⁽⁴⁾

- الحساب المدين

وهو الأكثر تفضيلاً لدى المشتريين والأقل تفضيلاً لدى البائعين، كونه لا يضع وثيقة رسمية بيد البائعين من شأنها أن تسهل عليهم القيام باتخاذ الإجراءات القانونية ضد المشتريين عند مواجهتهم لأية صعوبات مالية في المستقبل.

- الكمبيالات

وهي الأقل تفضيلاً لدى المشتريين والأكثر تفضيلاً لدى البائعين وذلك لكونها تضع وثيقة رسمية بيد البائعين من شأنها أن تسهل عليه القيام باتخاذ الإجراءات القانونية ضد المشتريين عند مواجهتهم لأية صعوبات مالية في المستقبل، إضافة لإمكانية تطهيرها أو خصمها لدى البنوك.

- الشيكات المؤجلة

وهي وسيلة مفضلة لدى البائعين لكونها تحفظ حقوقهم لكنها غير مفضلة لدى المشتريين لإرتفاع مخاطرها وانعدام مرونتها.

(1) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 257.

(2) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

(3) فيصل محمود الشاورية، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

(4) المرجع السابق، ص: 95.

ب- الائتمان المصرفي

يقصد بالائتمان المصرفي القروض القصير الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك بغرض تمويل تكاليف الإنتاج المتجددة ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المؤسسة على عوائد مبيعات منتجاتها⁽¹⁾، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة من الإستفادة من الخصم، كما يعتبر مصدراً لتمويل المؤسسات التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل.⁽²⁾

المبحث الثاني: تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية

تعتبر تكلفة التمويل أحد أهم المعايير التي تعتمد عليها المؤسسة في تحديد الهيكل التمويلي حيث تسعى للوصول إلى التوليفة المثلى من مصادر التمويل بأقل التكاليف مما ينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة وبالتالي سعر سهم المؤسسة في السوق المالي.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل والعوامل المؤثرة فيها

يعتبر مفهوم تكلفة التمويل من أهم المفاهيم في مجال الإدارة المالية وذلك لارتباطه بمكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة وذلك من خلال المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة التي تحقق أكبر عائد وبأقل تكلفة ممكنة.

أولاً: مفهوم تكلفة التمويل

تعددت تعريفات تكلفة التمويل لكن كلها ارتبطت بالعائد لحملة الأسهم العادية والممتازة بما يؤثر على قيمة المؤسسة في السوق، ومن بين التعاريف نجد:

تكلفة التمويل "هي معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها".⁽³⁾

كذلك "تكلفة الأموال هي معدل العائد الذي يؤدي إلى المحافظة على القيمة السوقية لسعر السهم على ما هي عليه دون تغيير".⁽⁴⁾

(1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، بدون سنة نشر، ص: 38.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 533.

(3) نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997، ص: 506.

(4) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 354.

كما تعرف بأنها: "معدل التحيين المستعمل لحساب القيمة الحالية الصافية لمشروع إستثماري والذي يتكون من معدل خالي من المخاطر مضافا إليه علاوة المخاطرة".⁽¹⁾

مما سبق يمكن تعريف تكلفة الأموال بأنها "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات الرأسمالية المقترحة، وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مما كانت عليه من قبل مما يترتب على ذلك من انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسين الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة".⁽²⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن تكلفة التمويل هي عبارة عن تكلفة تمويل كل عنصر من عناصر التمويل وتتمثل في الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه من رأس المال المستثمر.

ثانيا: أهمية تحديد تكلفة التمويل

إن توفير المصادر المالية للمؤسسة هو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية ذلك أنها تسعى دائما إلى توفير هذه المصادر بأقل تكلفة مما ينعكس إيجابا على قيمة المؤسسة، ومن هنا تتجسد أهمية تحديد تكلفة رأس المال كما يلي:

- إن حساب كلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف تمكن الإدارة المالية من إختيار أنسب تلك المصادر من ناحية الكلفة؛⁽³⁾

- في إتخاذ قرار الموازنة فإن خصم التدفقات النقدية يتم بالإعتماد على كلفة رأس المال كمعدل خصم تخصم به التدفقات النقدية، وحساب صافي القيمة الحالية (VAN) ومعدل العائد الداخلي (TRI)؛

- إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف وأهمها تكلفة التمويل؛

- إن حساب تكلفة التمويل يتطلب تحليل مكونات رأس المال ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف وبالمقابل لكل مصدر من مصادر التمويل مخاطرة تتناسب معه، وبالتالي من الضروري في إتخاذ قرار التمويل الموازنة بين التكاليف والمخاطر المرافقة؛

⁽¹⁾ BODIE. Z & MERTON. R, op-cit, P : 199.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

⁽³⁾ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 706.

- إن حساب تكلفة التمويل يتيح للإدارة المالية استخدام مصادر التمويل بحذر وحكمة وبذلك يجنبها تحمل المخاطر الإضافية وهي المخاطر المالية أو مخاطر الرفع المالي مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون؛⁽¹⁾

- إن تكلفة الأموال هي عنصر مهم جدا في تقييم واختيار المشاريع الإستثمارية باعتبارها معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية الصافية (VAN) ومؤشر الربحية (IP)، وكذلك هي المرجع الذي يتم مقارنته مع معدل المردود الداخلي (TRI) والذي على أساسه يتم قبول أو رفض المشاريع الإستثمارية.⁽²⁾

ثالثا: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

تتأثر تكلفة التمويل بعدد من العوامل بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة، فيما يقع الآخر تحت سيطرة المؤسسة ويتأثر بسياساتها.

1- العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة: من أهمها: ⁽³⁾

1-1- مستوى معدل الفائدة

إذا كانت أسعار الفائدة تتجه للإرتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد لأن المؤسسات ستكون مضطرة لرفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات، ويؤدي كذلك الإرتفاع في معدلات الفائدة إلى رفع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية وذلك طبقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

1-2- معدلات الضرائب

تؤثر الضرائب على تكلفة الأموال ومن ثم التكلفة الوسطية المرجحة التي تؤخذ في الإعتبار عند حسابها تكلفة الإقتراض، كما أن مستوى الضرائب يؤثر بطريقة أخرى على تكلفة الأموال، فإذا قررت الحكومة مثلا تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح، فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية لأن هذا الإجراء سيؤدي إلى تخفيض تكلفة الأسهم العادية بالمقارنة مع تكلفة الإقتراض وهو ما ينعكس على الهيكل المالي للمؤسسة.

⁽¹⁾ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 339، 340.

⁽²⁾ BARREAU. J & DELAHAYE. J, Gestion financière, manuel et applications, 7^{ème} édition, Dunod, Paris, 1998, P: 154.

⁽³⁾ عاطف وليم اندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص: 425، 426.

2- العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة: أهمها: (1)

2-1 - سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي

يمكن للمؤسسة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضا تكلفة الأموال، إذ أن تكلفة الإقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل بإستخدام الأموال الخاصة، فإذا قررت المؤسسة إستخدام المزيد من القروض والأقل من الأموال الخاصة فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي.

2-2 - سياسة التوزيعات

تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعاً لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن إرتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى إنخفاض نسبة الأرباح المحتجزة لتمويل إحتياجات المؤسسة من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الإستثمارات الجديدة.

2-3 - السياسة الإستثمارية للمؤسسة

عند تصدير تكلفة الأموال يتم إستخدام معدلات العائد المطلوبة على الأرصد الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء التقدير، وتعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة الحالية، ومنه فإن تغيير السياسة الإستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الإستثمار نتيجة لتباين الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل

تتمثل تكلفة التمويل في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي لذلك يقتضي تقديرها الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي والمتمثلة في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة، والإقتراض.

وسنحاول في هذا المطلب التعرف على تكلفة كل مصدر.

أولاً: تكلفة الأسهم العادية

يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى للعائد المطلوب على الإستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير. (2)

(1) المرجع السابق، ص ص: 426، 427.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 305.

وتعتبر تكلفة الأسهم العادية عن معدل كلفة القرض البديلة التي يأمل المستثمر تحقيقها من إستثمارات أخرى متساوية المخاطر.⁽¹⁾

كما تعرف تكلفة الأسهم العادية على أنها معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات الأرباح المتوقعة على الاسم العادية لتحديد قيمة الأسهم، عملاً بالقاعدة الاقتصادية القاضية بأن قيمة رأس المال تتحدد بقيمة الإيرادات المتوقعة.⁽²⁾

لحساب أو قياس هذا المعدل يقتضي الأمر تقييم سعر السهم أو التعرف على القيمة السوقية للسهم ثم إستنباط معدل العائد المطلوب، وتتمثل القيمة السوقية للسهم في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهم في المستقبل.⁽³⁾

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية إما بإستخدام نماذج التحيين أو الإستعانة بنموذج توازن الأصول المالية MEDAF.

1- إستخدام نماذج التحيين

وتتعلق بنماذج تقييم الأسهم إنطلاقاً من أرباح الأسهم المأمول تحقيقها، كما تتعلق بالفترات الزمنية، وكما سبق الإشارة في التعاريف السابقة فإن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية وتحسب بالإعتماد على معدل المرودية المنتظر من طرف المساهمين⁽⁴⁾، لذلك يصطلح على هذه النماذج بنموذج القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية ونميز حالتين:

1-1 - في حالة بقاء أرباح الأسهم ثابتة

في هذه الحالة تكون قيمة التوزيعات ثابتة من سنة إلى أخرى ويمكن تقدير تكلفة الأسهم العادية من خلال المعادلة التالية:⁽⁵⁾

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_C)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_C)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + K_C)^\infty}$$

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1 + K_C)^i}$$

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 722.

(2) نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: 722.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

(4) إلياس بن سامي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص: 307.

(5) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

$$P = \frac{D_1}{K_C}$$

$$K_C = \frac{D_1}{P} \dots \dots \dots (1-2)$$

حيث:

K_C : معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم؛

D_1 : التوزيعات في نهاية السنة الأولى؛

P : القيمة السوقية للسهم.

أي أن معدل العائد المطلوب تحقيقه لحملة الأسهم العادية يتحدد من خلال العلاقة بين التوزيعات المتوقعة وسعر الأسهم. (1)

1-2- في حالة نمو أرباح الأسهم العادية بمعدل ثابت

في هذه الحالة فإن التوزيعات تنمو بمعدل ثابت g وهو ما يعبر عنه بنموذج جوردن شابيرو Gordan Shapiro والذي يعطى بالعلاقة التالية: (2)

$$P = D (1 + K_C)^{-1} + D (1 + g)(1 + K_C)^{-2} + D (1 + g)^2 (1 + K_C)^{-3} + \dots + D (1 + g)^{n-1} (1 + K_C)^{-n}$$

$$P = D (1 + K_C)^{-1} + \frac{(1 + K_C)^{-n} (1 + g)^n - 1}{(1 + K_C)^{-1} (1 + g) - 1} = D \frac{(1 + K_C)^{-n} (1 + g)^n - 1}{g - K_C}$$

عندما $n \rightarrow \infty$ فإن $P \rightarrow \frac{D}{K_C - g}$

وبالتالي فإن تكلفة الأسهم العادية وفق هذا النموذج هي:

$$K_C = \frac{D}{P} + g \dots \dots \dots (2-2)$$

حيث:

g : معدل نمو التوزيعات.

تمثل قيمة كل من المعادلتين السابقتين (1-2) و(2-2) الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية على فرض أن التوزيعات السنوية ثابتة، وعلى فرض أن التوزيعات تنمو بمعدل ثابت من

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

(2) ZAMBOTTO. CH & ZAMBOTTO. C. Gestion financière, finance d'entreprise, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2009, P: 127.

سنة لأخرى. (1)

غير أن هذا العائد لا يمثل التكلفة الحقيقية للأسهم إذا ما أخذنا في الإعتبار تكاليف الإصدار ونفقات التوزيع وهو ما توضحه المعادلة التالية: (2)

$$K_C = \frac{D}{P(1-F)} + g \dots \dots \dots (3-2)$$

حيث:

F : تعبر عن النسبة المئوية للمصروفات المصاحبة للإصدار (تكاليف الإصدار).

2- باستخدام نموذج الأصول المالية المتوازنة (MEDAF)

يتم استخدام هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة.

حسب هذا الإطار تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخاطر مقدرة بمعدل مخاطر يعادل B مرة مخطر السوق (3).

وتحسب من خلال العلاقة التالية: (4)

$$E(R_R) = R_F + B_P [E(R_M) - R_F] \dots \dots \dots (4 - 2)$$

حيث:

$E(R_R)$: الامل الرياضي للمردودية المنتظرة من طرف المستثمرين الخاصة بالسهم؛

R_F : مردودية الاصول الخالي من المخاطر؛

$E(R_M)$: الامل الرياضي لمردودية السوق؛

$[E(R_M) - R_F]$: قسط مخطر السوق (علاوة خطر السوق)؛

B_P : معامل منحى الانحدار بين R_M و R_P .

وعليه لكي يتم تقدير تكلفة الأسهم العادية باستخدام هذا النموذج، لا بد من تقدير معامل بيتا (β)

ومعدل العائد المتوقع للمحفظة السوقية R_M ومعدل العائد خالي الخطر R_F ، وتعتمد على كفاءة سوق رأس

المال وإستقرار معامل β . (5)

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 171.

(3) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 309.

(4) BARRAU. J & autre, Gestion financière, manuel & application, 15^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, p : 52.

(5) عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، مرجع سبق ذكره، ص: 336.

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل الهجينة بسبب تماثلها مع حقوق حملة الأسهم العادية وحقوق حملة السندات. (1)

لذلك فإن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة يتماثل مع تعريف تكلفة الإقتراض، فهو معدل العائد الواجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير. (2)

وهذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز مقسوماً على صافي القيمة الذي تحصل عليها المؤسسة من بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم. (3)

وعليه فإن كلفة الأسهم الممتازة تشبه إلى حد بعيد كلفة الديون إلا أن الفرق بينهما هو أن كلفة الديون تحسب بعد الضريبة بينما كلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة، وذلك لأن الفوائد على الديون يجوز معاملتها كنفقة ويتم خصمها من المبالغ التي تخضع للضريبة بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات. (4)

وتحدد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وفق النموذج التالي: (5)

$$K_P = \frac{D_P}{P_0} \dots \dots \dots (5-2)$$

حيث:

K_P : تكلفة السهم الممتاز؛

D_P : قيمة التوزيع الثابت للسهم؛

P_0 : صافي قيمة السهم.

إن نفقات إصدار الأسهم الممتازة تؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل بهذه الأسهم، وتحسب من خلال المعدل (1 - تكاليف الإصدار %).

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 729.

(2) سمير محند عبد العزيز، إقتصديات الإستثمار والتحليل لمالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص: 173.

(3) سمير محمد عبد العزيز، إصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 301.

(4) عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 227.

(5) GAGNON. J & KHOURY. N, Traité de gestion financière, 2^{ème} édition, édition ESKA. S.A.R.L, Paris, 1981, P: 261.

وبالتالي تكلفة الأسهم الممتازة تحسب من خلال النموذج التالي: (1)

$$K_P = \frac{D_P}{P_0(1-F)} \dots \dots \dots (6-2)$$

حيث:

F : نسبة نفقات الاصدار.

ثالثا: تكلفة الأرباح المحتجزة

تمثل تكلفة الأرباح المحتجزة في تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المؤسسة باحتجازها لحين الحاجة إليها وتعادل كلفة الفرصة البديلة لتلك الأرباح، التي يتم احتجازها أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح. (2)

وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الإستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك، ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصوغات فإن تكلفة الإعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الإستثمار، والذي يمكن حسابه باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة أي المعادلتين: (3)

$$K_C = \frac{D_1}{P} \dots \dots \dots (7-2)$$

$$K_C = \frac{D_1}{P} + g \dots \dots \dots (8-2)$$

وإذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة، وبالتالي لتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة نستخدم المعادلة التالية: (4)

$$K_C = \frac{D_1(1-T)}{P} \dots \dots \dots (9-2)$$

رابعا: تكلفة الإقتراض

يمكن تعريف تكلفة القروض أو الديون بأنها معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين أو المقترضين. (5)

(1)Ibid, P : 262.

(2) عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص: 228، 229.

(3) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 576.

(4) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

(5) عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص:

تتمثل تكلفة الإقتراض في معدل الفائدة الفعلي ولهذا فهي تعرف بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بالقروض والذي يحفظ العوائد المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير. (1)

سواء كان الإقتراض في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، فإن عملية الإقتراض يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق، ونظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الإقتراض، وهذا ما توضحه المعادلة التالية: (2)

$$ND = \sum_{i=1}^n I^* \left(\frac{1}{1+k_d}\right)^i + D_t \left(\frac{1}{1+k_d}\right)^n \dots \dots \dots (10-2)$$

حيث:

ND : صافي متحصلات الأموال المقترضة؛

I^* : التدفقات النقدية الخارجة (الفوائد الدورية بعد خصم الضريبة)؛

D_t : قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق؛

k_d : معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة (معدل تكلفة الإقتراض).

للإشارة فإن المعادلة السابقة تأخذ بالاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

كما يمكن حساب تكلفة الدين عن طريق النموذج المبسط الذي يهمل عنصر القيمة الزمنية للنقود

وفق المعادلة التالية: (3)

$$k_d = I(1 - T) \dots \dots \dots (11 - 2)$$

حيث:

k_d : تكلفة الدين؛

I : معدل الفائدة للقرض أو كوبون السند؛

T : معدل ضريبة الدخل.

(1) حمزة محمد الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 708.

(2) أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 87، 88.

(3) محمد مطر، الإتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، البتراء، 2003، ص: 300.

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

إن المصادر المكونة لهيكل رأس المال للمؤسسة ليست متساوية، كما أن تكلفة كل عنصر منها مختلف، لذا لا يمكن استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه التكلفة لذلك يفضل استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان.

أولاً: تعريف التكلفة الوسطية المرجحة وكيفية تقديرها

1- تعريف التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

تعتبر التكلفة المتوسطة للأموال عن "معدل العائد الذي يجب أن تحققه المؤسسة على استثماراتها للمحافظة على قيمة أسهمها" أو "هو المعيار الذي تستخدمه المؤسسة لتقييم الأداء المالي لديها".⁽¹⁾ كما تعرف بأنها "المتوسط المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة".⁽²⁾ ويمكن تعريف متوسط تكلفة التمويل بأنها "متوسط الكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة مرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من هيكل رأس المال، ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزناً معيناً مقابل مصادر التمويل الأخرى".⁽³⁾

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال هي عبارة عن التكلفة الكلية لجميع مصادر التمويل والتي يمكن حسابها من خلال المتوسط الحسابي المرجح لمصادر التمويل بالمؤسسة.

2- تقدير التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

عندما تستخدم المؤسسة مصادر تمويل متعددة، يعتمد متوسط تكلفة التمويل على تكلفة كل مورد. إن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يجب حسابها من القيمة السوقية التي تمثل رأس المال المستثمر في لحظة معينة وليس من القيمة المحاسبية، ويتم تقدير التكلفة الوسطية المرجحة من خلال النموذج التالي:⁽⁴⁾

$$CMP = K_C \times \frac{C_p}{D+C_p} + K_d \times \frac{D}{D+C_p} \dots \dots \dots (12 - 2)$$

حيث:

K_C : تكلفة حقوق الملكية أو معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين؛

⁽¹⁾ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 731.

⁽²⁾ BARRAU. J & autres, Gestion financière, cas pratique, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, P : 85.

⁽³⁾ عبد الستار مصطفى الصباح، سعود حايذ العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

⁽⁴⁾ ZAMBOTTO. CH & ZAMBOTTO. M., Gestion financière en 23, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, P : 117.

K_D : تكلفة الديون المالية بعد الضريبة؛

D : القيمة السوقية للديون المالية؛

C_P : القيمة السوقية للأموال الخاصة.

ثانياً: المدخل المعتمدة في إختيار الأوزان النسبية للترجيح

لحساب التكلفة المرجحة للأموال يقع الإختيار بين المدخل الرئيسية للترجيح، وتتمثل هذه المدخل في مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية، مدخل الأوزان المستهدفة، والمدخل الحدي.

1- مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية

وفقا لهذا المدخل يتم حساب متوسط تكلفة الأموال المرجحة إعتقادا على قيم فعلية لكل من الأوزان النسبية، ويفترض هذا المدخل أن الهيكل المالي السائد هو هيكل مالي مثالي ومستقر ومن ثم يمكن الإعتداد عليه في تقدير متوسط تكلفة الأموال. (1)

وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال لكل مصدر من مصادر التمويل إستنادا إلى الهيكل الحالي ودرجة المخاطرة المرتبطة به، ثم يتم حساب الأوراق الأوزان النسبية التي يتم على أساسها الحصول على تكلفة الأموال المرجحة الخاصة بكل مصدر استنادا إلى القيمة الدفترية (المحاسبية) أو إلى قيمتها السوقية. (2)

1-1 - تكلفة التمويل على أساس القيمة الدفترية

يعتمد هذا المدخل على حساب أوزان العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال وفقا للقيمة الدفترية لهذه العناصر، غير أنه يقتضي التفاوت في القيمة الدفترية للعناصر وكذا التفاوت في تكلفتها ضرورة استخدام فكرة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لحساب تكلفة التمويل وهذا ما توضحه المعادلة التالية: (3)

$$K = K_1 W_1 + K_2 W_2 + \dots + K_n W_n$$

$$K = \sum_{t=1}^n K_t W_t \dots \dots \dots (13 - 2)$$

حيث:

K : تمثل متوسط تكلفة التمويل؛

W_t : تمثل وزن عنصر التمويل؛

(1) سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص: 161.

(2) لامية بوتسطة، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال، مذكرة ماجستير، جامعة جيجل، 2009، ص: 93.

(3) عبد الستار محمد الصياح، سعود حايذ العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

K_t : تمثل تكلفة عنصر التمويل.

1-2- تكلفة التمويل على أساس القيمة السوقية

يقصد بالترجيح على أساس القيمة السوقية أن قيمة كل عنصر من عناصر التمويل تأخذ بالقيمة السوقية وخاصة السوقية للأسهم بمختلف أنواعها والسندات حيث تتعرض كل من الأسهم والسندات لتقلبات في قيمتها السوقية.

يعتبر حساب تكلفة التمويل على أساس القيمة السوقية أكثر ملاءمة عن مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة عنصر التمويل (K_t) تحسب على أساس ما هو سائد في السوق لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن عنصر التمويل (W_i) على أساس القيمة السوقية. (1)

ويجب الإشارة إلى أن مدخل هيكل رأس المال الفعلي بصورة عامة عبارة عن مدخل تاريخي يتميز بالسكون ويمثل أوضاع تاريخية لهيكل رأس المال، في حين أن المقصود من حساب تكلفة رأس المال هو استخدامها لاتخاذ قرارات استثمارية تتعلق بالمستقبل. (2)

2- مدخل الأوزان المستهدفة

يقتضي هذا المدخل وضع هيكل مالي مستهدف لمؤسسة تسعى إلى تحقيقه والذي يتضمن مصادر التمويل التي سوف تعتمد عليها المؤسسة والوزن النسبي لكل عنصر، وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال ولا تتغير هذه الأخيرة إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي. ولكن يعاب على هذا المدخل التفاوت الذي يحصل بين تكلفة الأموال للهيكل الفعلي وتكلفة رأس المال المستهدف، مما قد يترتب عليه قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي أن ترفض، مما ينعكس سلباً على قيمة المؤسسة. (3)

3- المدخل الحدي

في ظل هذا المدخل فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الإقتراحات الإستثمارية المعروضة، ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في ظل هذا المدخل سوف تختلف من إقتراح إلى آخر، إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر، وذلك مع

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

(2) نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: 539.

(3) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 590.

بقاء العوامل الأخرى على حالها، وبالطبع إذا اختلفت أوزان العناصر المستخدمة في تمويل الإقتراح أو اختلفت العناصر ذاتها، فيتوقع أن تختلف تكلفة الأموال.

وما يلاحظ هو أن المدخل الحدي لحساب تكلفة الأموال يتصف بأنه مدخل واقعي غير أن استخدامه كأساس لتقييم الإقتراحات الإستثمارية يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل. (1)

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي

أثار موضوع الهيكل التمويلي الكثير من الجدل بين رواد الإدارة المالية الشيء الذي أدى إلى ظهور العديد من الدراسات والمقاربات التي تعالج هذا الموضوع، من هذا المنطلق سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل التمويلي وتأثيره على قيمة المؤسسة من خلال النظريات التقليدية وكذلك نظرية مدكلياني وميلر في ظل وجود وعدم الضرائب وكذلك نظرية العلاقة التوازنية وفي الأخير النظريات متعددة الأشكال.

المطلب الأول: النظريات التقليدية

ومن أهم المقاربات أو المداخل التي قامت بدراسة أثر الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة في ظل كفاءة السوق مدخل صافي الربح، مدخل صافي ربح العمليات، المدخل التقليدي ونظرية مدكلياني وميلر في ظل فروض السوق الكامل (غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس).

تقوم المداخل الثلاثة وهي: مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات ومدخل مدكلياني وميلر

على الفروض التالية:

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة إفلاس؛
- لا توجد تكلفة للإصدار أو تكلفة للمعاملات؛
- سياسة التوزيع ثابتة لا تتغير، وتقوم سياسة المؤسسة على توزيع كافة الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة؛
- حجم الإستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل، وسنفترض في هذا الشأن أنه يمكن للمؤسسة إصدار سندات جديدة واستخدام حصيلتها في إعادة شراء جزء من الأسهم العادية والتي

(1) أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

سبق وأن أصدرتها، كما يمكنها إصدار أسهم عادية جديدة واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات في السوق؛

- السندات التي تصدرها المؤسسة هي من النوع الدائم؛
- القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة لا تتغير من سنة إلى أخرى؛
- توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات؛⁽¹⁾
- توظف المؤسسة نوعان فقط من الأموال: القروض (السندات) والأسهم العادية.⁽²⁾

أولاً: مدخل صافي الربح

يرى مؤيدو مدخل صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وتدنية تكلفة الأموال عن

طريق زيادة نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال ويقوم هذا المدخل على الإفتراضات التالية:⁽³⁾

- أن استخدام القروض لن يغير من مفهوم وإدراك الخطر للمستثمرين ونتيجة لذلك تظل كل من تكلفة القروض (Kd) وتكلفة أموال الملكية (Kc) ثابتة مع التغيرات في الرفع المالي؛

- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الإقتراض (السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون ($Kc > Kd$)؛

- إن الإقتراض الأساسي الذي يعتمد عليه هذا المدخل هو أن تكلفة كل من أموال الملكية وأيضاً الإقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن أي إرتفاع أو إنخفاض في نسبة الإقتراض (الرفع المالي) في هيكل رأس المال لا يترتب عليهما إرتفاع أو إنخفاض في تكلفة الأموال، القروض والملكية وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال، وبالتالي إرتفاع قيمة المؤسسة.⁽⁴⁾

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 91، 93.

(2) سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص:

316.

(4) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص: 427، 428.

وتقاس التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بالمعادلة التالية: (1)

$$K = \frac{X}{V} = \frac{NOI}{V} \dots \dots \dots (14 - 2)$$

حيث :

K : تكلفة الأموال؛

V : القيمة السوقية الكلية؛

NOI : صافي ربح العمليات.

ونلاحظ من المعادلة أنه مع ثبات NOI نظرا لثبات حجم الإستثمار تنخفض K تكلفة الأموال بينما

تزداد القيمة السوقية الكلية للمؤسسة V .

وتحسب تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان بالمعادلة التالية: (2)

$$K = K_C \frac{S}{S+D} + K_d \frac{D}{S+D}$$

$$K = K_C \frac{S}{V} + K_d \frac{D}{V}$$

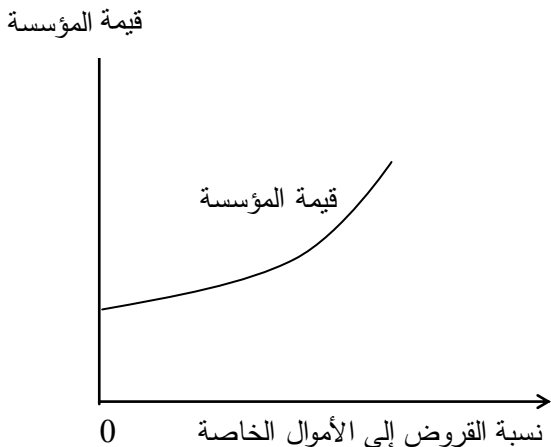
$$K = K_C - (K_C - K_d) \frac{D}{V} \dots \dots \dots (15 - 2)$$

ويمكن تمثيل تأثير الهيكل المالي أو الإقتراض على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفق هذا

المدخل بالشكلين التاليين:

الشكل (2-2): العلاقة بين تكلفة الأموال

وقيمة المؤسسة (مدخل صافي الربح)

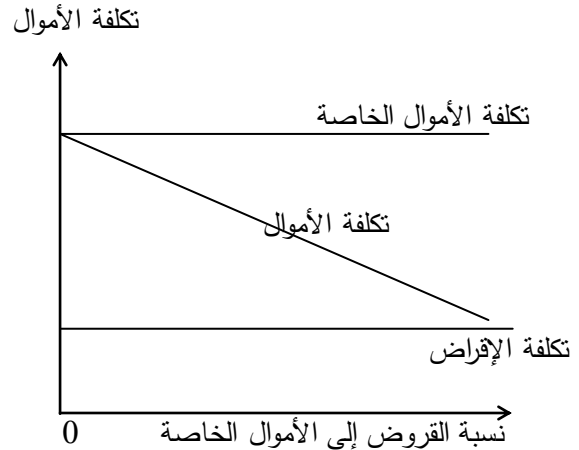


المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في

هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

الشكل (1-2): العلاقة بين تكلفة الأموال

ونسبة الإقتراض (مدخل صافي الربح)



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في

هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

(1) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 216.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 315.

يتضح من الشكل (2-1) أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الإقتراض إلى الملكية وتستمر هذه التكلفة في الإنخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الإقتراض، وحيث أن إنخفاض تكلفة الأموال يعني إرتفاع قيمة المؤسسة فإن الهيكل المثالي لرأس المال طبقاً لهذا المدخل هو ذلك الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة، وهذا ما نلاحظه من خلال الشكل (2-2) الذي يبين أن قيمة المؤسسة تصل إلى أقصى قيمة لها إذا إعتمدت في تمويلها على الإقتراض فقط (بنسبة 100%).⁽¹⁾

ومن التحليل السابق يمكن القول أن نقطة الضعف الأساسية التي يعاني منها هذا المدخل هو أنه يقوم على إفتراض ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة حقوق الملكية (أي معدل ثبات العائد المطلوب على الإستثمار من قبل الدائنين والملاك)، فحتى مع فرضية عدم وجود تكلفة للإفلاس يظل هناك ما يسمى بالمخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي⁽²⁾، وذلك أن مجرد وجود تمويل ذي تكلفة ثابتة يترتب عليه تقلب العائد المتاح للملاك الذي تزداد حدته كلما زادت نسبة الأموال المقترضة.⁽³⁾

ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات

يؤكد مؤيدو نظرية صافي ربح العمليات (NOI) في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في كلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للمؤسسة، بمعنى أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل التمويل، وهي أيضاً مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة.⁽⁴⁾

وعليه فإن فكرة هيكل رأس المال الأمثل تبدو فكرة غير مقبولة إطلاقاً من وجهة نظر مؤيدي هذا المدخل والذي يقوم على الإفتراضات الأساسية التالية:⁽⁵⁾

- تحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات، وعليه ليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين إقتراض وملكية؛

- يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير، فإن معدل الخصم أو تكلفة الأموال لا تتغير أيضاً؛

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 431.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

(3) المرجع السابق، ص 100.

(4) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 769.

(5) محمود صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 423، 424.

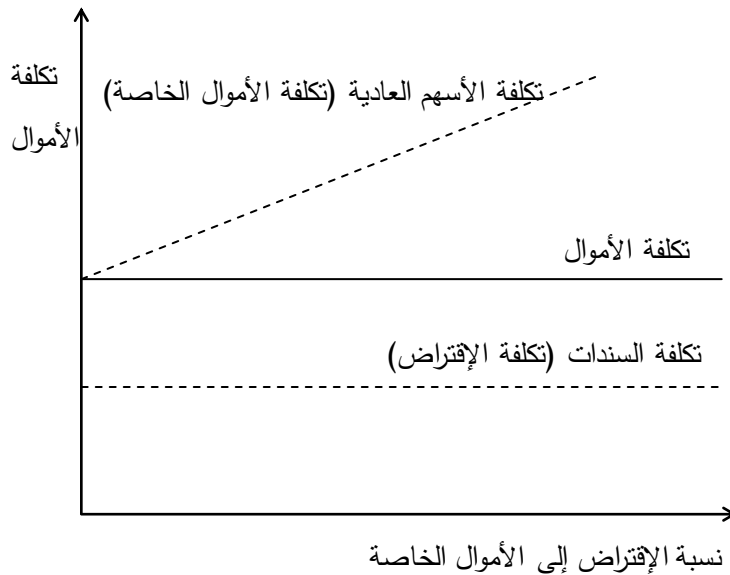
- الإعتماد المتزايد على الإقتراض (السندات) وهو مصدر أموال أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الإعتماد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدلات خصم (عائد) أعلى لتعويضهم عن إرتفاع درجة الخطر التي يتعرضون لها؛
- معدل الفائدة (تكلفة السندات) ثابت؛
- لا توجد ضرائب على أرباح الشركات.

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى إرتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بد وأن يطلبوا معدل عائد على إستثماراتهم أكبر تعويضا من هذه المخاطر الإضافية وبما أن معدل العائد المطلوب الممتلك ستزداد مع كل زيادة في الرفع المالي، فإن هذا الإرتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الإنخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا. (1)

نختتم مدخل صافي ربح العمليات بتصوير منحنى تكلفة الأموال في ظلّه، وهو ما يوضحه الشكل

التالي:

الشكل (2-3): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 631.

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 769.

المدخل التقليدي

يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر وسطية بين كل من مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات، فوفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الإقتراض.⁽¹⁾

ويفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمالي مثالي أي وجود نسبة إقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، وكذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنون أو ملاك) يزداد مع إزداد نسبة الإقتراض وذلك بسبب إزداد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه.⁽²⁾

وبما أن تكلفة القروض أقل من تكلفة الأموال الخاصة ($Kd < Kc$) لأنها أقل خطر، فإن أي زيادة في نسبة القروض ستسمح بتخفيض المتوسط المرجح لتكلفة التمويل K لإستبدال مصدر التمويل الأقل تكلفة (القروض)، بمصدر التمويل الأكثر تكلفة (الأموال الخاصة) وهذا بتطبيق المعادلة التالية:⁽³⁾

$$K = K_C \frac{S}{V} + K_d \frac{D}{V} \dots \dots \dots (16 - 2)$$

غير أن كل زيادة في نسبة القروض سيؤدي إلى زيادة مخاطر حملة الأسهم العادية، وبالتالي سوف يطالب حملة الأسهم العادية بمعدل عائد أكبر، هذه الزيادة في معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة تلغي جزء من الإنخفاض في التكلفة الناتج عن اللجوء إلى الإقتراض.

ولنكون أكثر دقة يفترض المدخل التقليدي أنه عند حد معين للإقتراض فإن مخاطر الإفلاس لن تصبح حالة نظرية وإنما ستتحول إلى حقيقة وإحساس المساهم بالمخاطر يصبح متواصل ويتطور بالتدريج. وكلما زادت المؤسسة في الإقتراض كلما زادت المخاطر التي يحس بها المساهمون وبالتالي يزداد معدل العائد الذي طالب به المساهمون إلى أن تلغى مزايا اللجوء إلى الإقتراض، عند هذا الحد من الرفع المالي تصل المؤسسة إلى هيكل رأسمالها المثالي الذي يؤمن معدل التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل الأكثر إنخفاضا وقيمة المؤسسة الأكثر إرتفاعا، بعد ذلك إذا إستمرت المؤسسة في الإقتراض فإن المزايا التي تحصل عليها لا تكفي لتعويض الإرتفاع في معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة، ومن جهة أخرى

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 330.

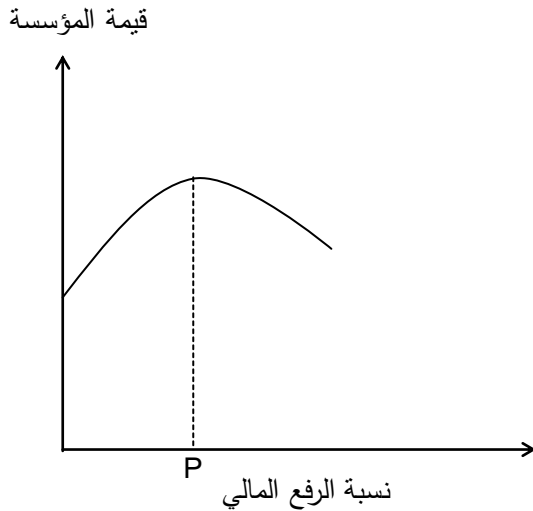
(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

(3) QUIRY. P & LEFUR. Y, Finance d'entreprise, VERNIMMEN.P, 5^{eme} édition, Dalloz, Paris, 2002, P: 661.

وبعد حد معين من إستخدام القروض تكلفة هذه الأخيرة سترتفع، ذلك أن هذه القروض ستصبح أكثر خطر (ذات مخاطر أكثر) ومع التكلفة المرتفعة للأموال الخاصة سنضيف إذن تكلفة مرتفعة للقروض.⁽¹⁾ ويمكن توضيح فكرة المدخل التقليدي من خلال الشكلين التاليين:

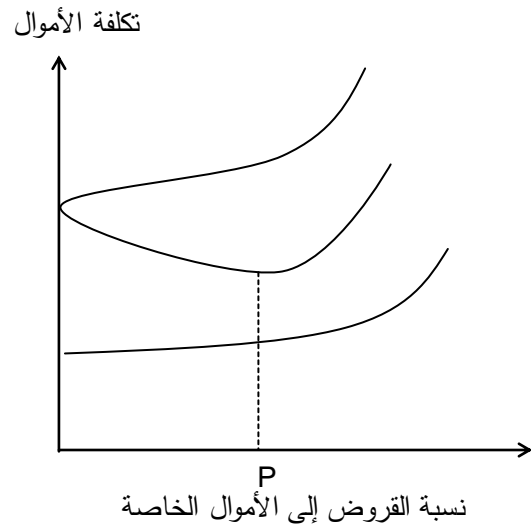
الشكل (2-5):

العلاقة بين نسبة الرفع المالي وقيمة المؤسسة



الشكل (2-4):

العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الإقتراض



Source: GAGNON. J & KHOURY. N, op-cit, P : 345.

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

يشير الشكل (2-4) إلى أن تكلفة الأموال تتخفض مع زيادة نسبة الإقتراض إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة p وعندها تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصاها، وبعد النقطة p تأخذ تكلفة الأموال في الإرتفاع وتتنخفض القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يوضحه الشكل (2-5).

وتفسير ذلك أن الإقتراض على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجياً، لا يزال مصدر تمويل رخيص ومن ثم فإن زيادة نسبته في هيكل رأس المال تسهم إلى حد معين في تخفيض تكلفة الأموال حتى ترتفع تكلفة حقوق الملكية مع زيادة نسبة الإقتراض مما يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأموال، إلا أن الإنخفاض في تكلفة

⁽¹⁾ QUIRY. P & LEFUR. Y, op-cit, P : 663.

الأموال الناجم عن زيادة القروض (باعتبارها مصدر تمويل رخيص نسبياً) يفوق الإرتفاع في تكلفة الأموال الناجم عن إرتفاع تكلفة حقوق الملكية (أما بعد النقطة P فيحدث العكس).⁽¹⁾

للإشارة فإن أصحاب هذا المدخل لم يربطوا بين إرتفاع تكلفة التمويل المصاحبة للزيادة في نسبة الإقتراض والتكاليف المصاحبة لإحتمال الإفلاس.⁽²⁾

المطلب الثاني: نظرية مدكلياني وميلر

قدم فرانكو مدكلياني وميرتون ميلر Franco Modigliani & Merton Millar دراستين حديثتين تتعلقان بدراسة تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث تمت الأولى سنة 1958 وذلك في حالة عدم وجود الضرائب على أرباح الشركات، أما الدراسة الثانية فقد طورت إنطلاقاً من الدراسة الأولى سنة 1963 وأخذت بعين الاعتبار وجود الضرائب على أرباح المؤسسة، وذلك ما سنوضحه فيما يلي:

أولاً: نظرية مدكلياني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب

تقوم هذه النظرية على نفس الفروض التي يقوم عليها الفكر التقليدي أي على فروض السوق الكامل إلى جانب فروض أخرى.⁽³⁾

ويتفق المضمون النظري لمدخل مدكلياني وميلر في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش مدكلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة على أرباح الشركات فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة هيكل مصادر التمويل، ومن تم فلا يوجد هيكل رأس مال مثالي، ومعدل العائد المطلوب يبقى ثابتاً مهما كان حجم القروض في المؤسسة.⁽⁴⁾

وتقوم النظرية على الإفتراضات التالية:⁽⁵⁾

- أن المعلومات عن المؤسسة العاملة في السوق مجانية ومتاحة؛
- أن المستثمر يمكنه شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغر قدرها وهذا الفرض ضروري للنظرية، فالنظرية تقوم على إحلال الأسهم محل السندات أو العكس؛
- أن المستثمر رشيد، وهذا الفرض مقبول على أساس أن نظرية التمويل تقوم على فرض منطقي هو أن المستثمر يبيغض المخاطر ولا يقبل المزيد منها؛

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

(2) المرجع السابق، ص: 105.

(3) المرجع السابق، ص: 108.

(4) QUIRY. P& LEFUR. Y,op-cit, P: 664

(5) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 108، 109.

- أن المؤسسات يمكن وضعها في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، وأن كل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر؛
ورغم أن النظرية التي قدمها متسعة وشاملة إلا أننا سنحاول إجراء تحليل مختصر لإقتراحاتهما المقدمة في ظل الفروض السابقة الذكر.

1- الإقتراح الأول

يقوم تحليل مدكلياني وميلر على إفتراض أساسي مؤداه أن السندات التي تصدرها كافة المؤسسات هي ذات عائد مؤكد طالما لا توجد مخاطر للإفلاس، وأن سعر الفائدة على كافة القروض ثابت وموحد.⁽¹⁾
ويسمي بعض الكتاب هذا الإقتراح بنموذج الدائرة لأن إقتراحهم يصور مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا صياغة هيكل التمويل، وبذلك فهم ينظرون إلى هيكل التمويل كنموذج دائرة.
ويشير الإقتراح الأول لمدكلياني وميلر أن القيمة السوقية لأي مؤسسة أعمال (مقترضة أو غير مقترضة) مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تخلفه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الإستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها مؤسسة الأعمال.⁽²⁾
وقد خلص مدكلياني وميلر بأن القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف فقط على قدرة أصولها على توليد الأرباح، بصرف النظر عن الكيفية التي يتم بها توزيع الأرباح بعبارة أكثر دقة.
القيمة السوقية لأي مؤسسة مقترضة أو غير مقترضة، لا علاقة لها بهيكل رأس المال، فقيمة المؤسسة تحدد برسمة العائد المتوقع على أساس معدل الرسملة سيتمثل في معدل العائد على الإستثمار في السهم العادي لمؤسسة من ذات فئة المخاطر، ولكنها تعتمد فقط على أموال الملاك في التمويل.⁽³⁾
ويمكن صياغة الإقتراح الأول في المعادلة التالية التي تكشف عن قيمة أي مؤسسة تنتمي إلى فئة معينة للمخاطر:⁽⁴⁾

$$V = (S + D) = \frac{X}{K} \dots \dots \dots (17 - 2)$$

(1) المرجع السابق، ص: 112.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 790، 791.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

(4) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 792.

حيث:

K : معدل الخصم المناسب لشريحة الخطر الذي تنتمي إليها المؤسسة؛

X : صافي ربح العمليات.

2- الإقتراح الثاني

رغم أن التغيير في هيكل التمويل سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الإقتراح

الأول، إلا أن ذلك سوف يحدث تغييرا مهما في قروض المؤسسة وحق وجود ملكيتها. (1)

وتقضي النظرية الثانية التي إشتقت من الأولى بأن المعدل المتوقع أن يتولد عن السهم العادي (معدل العائد

المطلوب لمؤسسة يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق ملكية، يتمثل في معدل الرسملة الملائم للتدفق

النقدي المتاح لملاك مؤسسة أخرى مماثلة، وتنتمي لنفس فئة المخاطر، ولكنها تعتمد بالكامل على حقوق

الملكية في التمويل (معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تعتمد بالكامل على أموال الملاك)، يضاف

إلى ذلك مكافأة للتعويض عن المخاطر المالية الناشئة عن وجود القروض في هيكل رأس المال، وتقاس

المكافأة بنسبة القروض إلى حقوق الملكية مضروبة في: الفرق بين معدل العائد للسهم العادي للمؤسسة التي

تعتمد بالكامل على حقوق الملكية (يساوي معدل الرسملة)، ومعدل الفائدة على القروض. (2)

ويمكن صياغة الإقتراح الثاني في المعادلة التالية: (3)

$$K_C = K + (K - K_d) \frac{D}{S} \dots \dots \dots (18 - 2)$$

ويمكن توضيح العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الأموال المقترضة في ظل النظرية

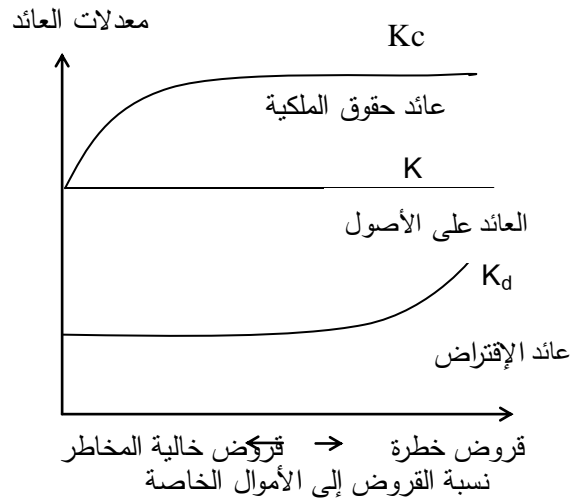
الثانية في الشكل التالي:

(1) المرجع السابق، ص: 802.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

(3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 802.

الشكل (2-6): العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الأموال المقترضة في ظل النظرية الثانية



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

للإشارة هناك علاقة تعويضية بين العائد والمخاطر في ظل النظريتين الأولى والثانية، إذ تشير النظرية الأولى إلى أنه لا تأثير لقرار الإقتراض على قيمة المؤسسة أي على القيمة السوقية للأسهم العادية، كما تشير النظرية الثانية إلى أن العائد على الأسهم العادية يزداد بزيادة نسبة القروض إلى حقوق الملكية وتفسير ذلك أن الزيادة المتوقعة في ربحية السهم يعوضها بالتمام والكمال زيادة في معدل رسملة (معدل خصم) تلك الربحية بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك.⁽¹⁾

ثانياً: نظرية مدكلياني وميلر في ظل وجود ضرائب

تقوم هذه النظرية في ظل إفتراض السوق غير الكامل⁽²⁾، حيث تم تعديل النموذج الأول الذي جاء به مدكلياني وميلر سنة 1958 الذي إهتم بدراسة هيكل رأس المال في ظل غياب الضرائب، حيث تم إدراج التأثير الضريبي في عملية التحليل من خلال المقال الذي نشر سنة 1963 وتوصلا فيه الباحثان إلى أن إستخدام القروض في ظل وجود ضرائب على الشركات يترك أثراً إيجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة.⁽³⁾

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

⁽²⁾ المرجع السابق، ص: 146.

⁽³⁾ جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة جيجل، 2007، ص: 104.

إذ تعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ومن تم فإن إفتراض خضوع المؤسسة لضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسات التي يتضمن هيكل رأسمالها على قروض أن تحقق وفرات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة.⁽¹⁾ ومن هذا المنطلق أعاد الباحثان صياغة نموذجهما، مع الأخذ في الإعتبار في هذه الحالة الضريبة على أرباح الشركات و فقط في إقتصاد تكون فيه المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسات قابلة للتخفيض الضريبي ومكافأة رأس المال غير خاضعة للضريبة.

النتيجة التي توصلوا إليها كالتالي الأخذ في الإعتبار الضريبة الخاصة على أرباح الشركات يقود إلى تفضيل الإستدانة مقارنة بالأموال الخاصة، إذ من الميزات التي تتيحها الإستدانة، أنها تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح، ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفرات ضريبية، وبالتالي لا يرفض مذكلياني وميلر الإدعاء بأنه في حالة وجود ضريبة على أرباح الشركات فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من قروض وأموال خاصة، سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط.

إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسسة.⁽²⁾

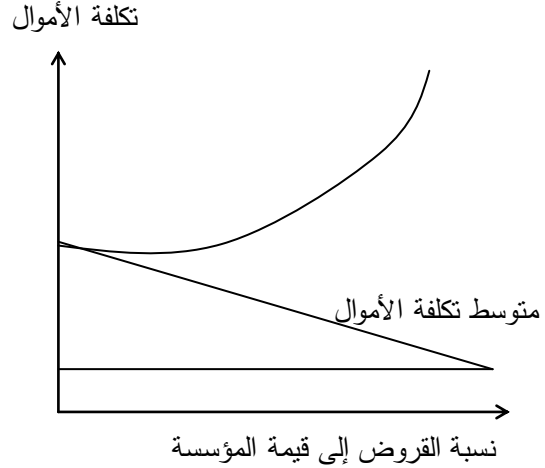
ويمكن توضيح تأثير الإفتراض على تكلفة وقيمة المؤسسة في ظل مدخل مذكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب من خلال الشكلين:

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 146.

⁽²⁾ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 365.

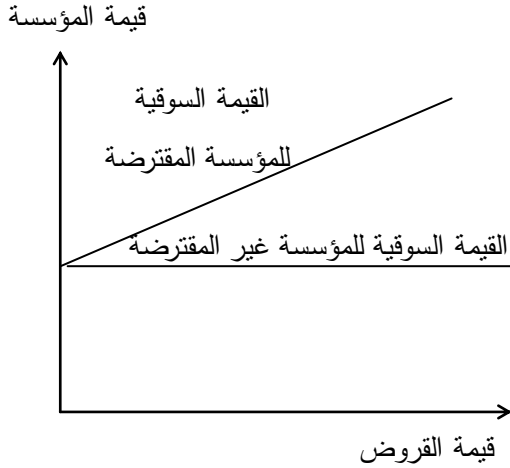
الشكل (7-2):

تكلفة الأموال في ظل مدخل مدكلياني وميلر



الشكل (8-2):

قيمة المؤسسة في ظل مدخل مدكلياني وميلر



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في

هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في

هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

المطلب الثالث: النظرية التوازنية

تم في هذه النظرية إدخال كل من تكلفة الإفلاس وأثر تكلفة الوكالة في تحديد شكل الهيكل المالي، وقد عرفت هذه النظرية مرحلتين في إعدادهما هما: تأثير تكلفة الإفلاس، نظرية الوكالة.

أولاً: تأثير تكلفة الإفلاس

في هذه المرحلة تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج "مدكلياني" و"ميلر" وخلصت إلى تحديد معدل إستدانة أمثل، في هذه الحالة إرتفاع الإستدانة يؤدي إلى إرتفاع أثر الرافعة وظهور تكلفة الإفلاس التي لها إنعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.

لقد إستبعد "مدكلياني" و"ميلر" من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الإستدانة، إذ تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكل رأس مالها يتكون من أموال خاصة فقط.⁽¹⁾

من جهة أخرى أن زيادة نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية يترتب عليها إنخفاض في متوسط تكلفة الأموال، نظراً لإنخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية، غير أن زيادة نسبة

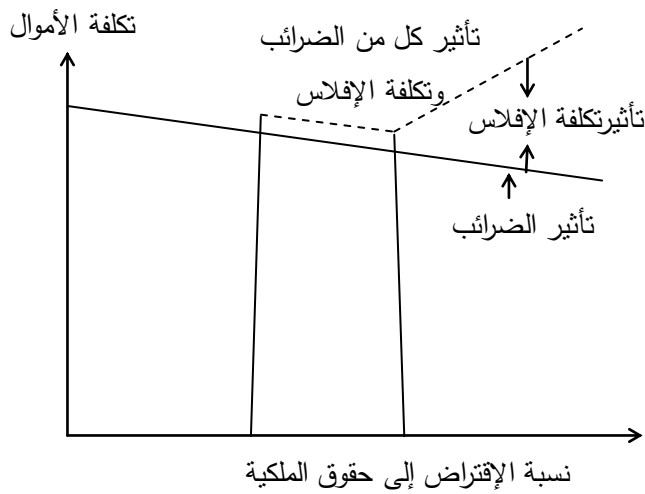
(1) إلياس بين ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 375.

الإقتراض إلى الأموال الخاصة بعد نقطة معينة يترتب عليها ظهور تكلفة الإفلاس، بعبارة أكثر شمولاً تترك زيادة نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة أثراً متضاداً على تكلفة الأموال، فزيادة نسبة الإقتراض يترتب عليها تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفورات الضريبية كما يترتب عليها بعد نقطة معينة ظهور مخاطر الإفلاس وما يصابها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال.

وبالطبع تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس المترتبة

على قرار الإقتراض⁽¹⁾ وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (2-9): العلاقة بين نسبة الإقتراض وتكلفة الأموال (تأثير تكلفة الإفلاس)



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

يشير الشكل (2-9) إلى أننا إذا تجاهلنا تكلفة الإفلاس وأبرزنا فقط تأثير الضريبة فسوف تفسر زيادة نسبة الإقتراض عن انخفاض مضطرب في تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية، أما إذا أخذنا في الإعتبار تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال إتجاهاً آخر.

ثانياً: نظرية الوكالة

قد ينص في عقد الإقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل إتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم، ومن بين القرارات التي تخضع لمراجعة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة، والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات وقرارات رفع مرتبات المديرين وما شابه ذلك.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 174، 175.

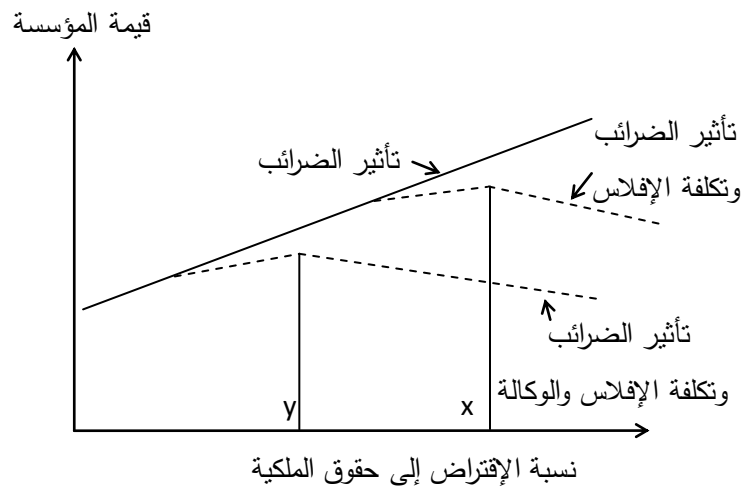
وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فورا بقيمة القرض (أي قبل تاريخ الإستحقاق) إذا ما تجاهلت الإدارة شرط الرجوع إلى المقرضين قبل إتخاذ القرارات المشار إليها.

ولكي يتأكد المقرضون من أن إدارة المؤسسة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكلفة الوكالة.⁽¹⁾

نظرية الوكالة تعرف بأنها عقد بموجبه شخص أو عدة أشخاص هو الأصيل أو الموكل يلجؤون لخدمات شخص آخر هو الوكيل أو الموكل ليقوم باسمهم بوظيفة أو عمل معين ما، هذه العلاقة تنشئ تكاليف الوكالة، تقدم نظرية الوكالة نظرة مختلفة لمجلس الإدارة كأداة رقابية داخلية مهمتها تدنية تكاليف الوكالة الناجمة عن تباعد المصالح بين الأصيل والوكيل (خاصة بين المساهمين والمديرين التنفيذيين) والقيام بتحديد السلطة التقديرية للوكيل، وضمان رقابة فعالة على المديرين التنفيذيين.⁽²⁾

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس من شأنه أن يؤثر على النسبة المثالية للإقتراض التي في ظلها يتحقق تعظيم للقيمة السوقية للمؤسسة أي سوف يؤثر على مكونات هيكل رأس المال المثلى. وبعبارة أكثر وضوحا سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (2-10): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة، وجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 182.

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص ص: 178، 179.

⁽²⁾ مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، جامعة غرداية، 2015، ص: 01.

يشير الشكل (2-10) إلى أن نسبة الإقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد إنخفضت، إذ تحركت من النقطة x إلى النقطة y تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس والوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الإقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس.⁽¹⁾

المطلب الرابع: النظرية متعددة الأشكال

النظرية متعدد الأشكال والتي تعرف حالياً بما يسمى بالنظرية الحديثة للمؤسسة وأهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور والتي تستهدف بشكل صريح دراسة إشكالية إختيار الهيكل المالي هي نظرية الإشارة، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

أولاً: نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب "ROSS" سنة 1977، وتقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل / التناظر المعلوماتي الذي تتصف به الأسواق⁽²⁾، الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداءً إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء.⁽³⁾

تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:⁽⁴⁾

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة؛
 - تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة، أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة، أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي.
- كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثيرون، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث إنعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور عدم صحتها.

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 182.

(2) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، عدد 04، جامعة ورقلة، 2006، ص: 111.

(3) صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظريتي الالتقاط ودورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، 2015، ص: 69.

(4) عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص: 111، 112.

تقترح هذه النظرية نموذجاً لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون كل المؤسسات المتواجدة في السوق وصنف إلى نوعين: A وB.

المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من النوع B، ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرج للإستدانة D^* فتزى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الإستدانة يصل إلى D^* والعكس بالعكس.

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجاً في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه:

- يتساءل المستثمر أولاً على الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛
- يحاول فهم صورة فريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال؛
- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

ثانياً: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

في أوائل الستينات أجرى "Gorden Donaldson" دراسة ميدانية خرج منها بنظرية لترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات، وتتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية:

- تفضل المؤسسات الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي، المتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك؛

- تضع المؤسسات نسب مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الإستثمارية المتاحة، وتوقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، بعابرة أخرى تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح الموزعة، أن تكون الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك كافية في الظروف العادية، لتمويل الفرص الإستثمارية المتاحة؛

- تتبع المؤسسات سياسات ثابتة بشأن التوزيعات، بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على تخفيض في قيمة الأرباح الموزعة، وإذا ما أخذ في الحسبان احتمال حدوث تقلب في الأرباح وفي الفرص الإستثمارية المتاحة فإن ثبات سياسة التوزيعات يعني أن الأرباح المحتجزة إضافة إلى مخصصات الإهلاك قد تزيد أو تقل عن الإحتياجات الإستثمارية، وفي حالة وجود فائض فيمكن أن يوجه لسداد جزء مما على المؤسسة من ديون، أو يوجه للإستثمار في أوراق مالية سهلة التسويق، أما في حالة

حدوث عجز في حجم الموارد اللازمة لتمويل إستثمارات يصعب تأجيلها حينئذ تتجه المؤسسات لإستخدام

جزء من الرصيد النقدي المتاح، أو تتصرف بالبيع في جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق؛

- إذا لم تكفي حصيلة بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الإحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الإقتراض، يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.⁽¹⁾

- نلاحظ أن المؤسسات تتبع سلمية في التمويل تتطابق مع سلمية المخاطر، حيث تعتمد على الأرباح المحتجزة وهي الأقل مخاطرة بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى، تأتي بعد ذلك القروض المضمونة وبعدها القروض غير المضمونة، وإذا لم تحصل المؤسسة على ما يلزمها من تمويل، فإنها تلجأ إلى الأوراق المالية الهجينة وهي أكثر مخاطر من القروض وأقل من الأسهم العادية، وتأتي هذه الأخيرة في المرتبة الأخيرة من حيث أفضلية التمويل نظراً لإرتفاع مخاطرها.

- بالإضافة إلى هذا يرجع الترتيب السلمي في مصادر التمويل إلى أن المؤسسة تحاول تخفيض مجهوداتها في الحصول على التمويل لهذا جاء التمويل الذاتي في المرتبة الأولى، كذلك رغبة المؤسسة في تخفيض تكاليف الوساطة والعلميات لهذا جاءت عملية إصدار الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة، والتي عادة ما تكون لديها تكاليف عمليات كبيرة .

- كما يمكن الخروج بنتيجة أساسية أخرى من خلال هذه النظرية وهي أن إصدار المؤسسات للأوراق المالية يفسر كإشارة للسوق المالي حول الحالة المالية للمؤسسة لذلك فعلمية إصدار أسهم عادية جديدة يفسر على أن قيمة هذه الأسهم مغالاً فيها، والمؤسسة تسعى إلى إستغلال المستثمرين المحتملين لخدمة الملاك القدامى مما يعطي إشارة جيدة للسوق المالي حول الصحة المالية للمؤسسة وهذا ما يفسر الترتيب السلمي في التمويل.⁽²⁾

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 224، 225.

⁽²⁾ محمد زيدان، جمال قدام، إختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة 2011-2013، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 9، الوادي، 2015، ص ص: 133، 134.

خلاصة الفصل

يعتبر تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة من أهم وأصعب القرارات التي يتعين على المدير المالي إتخاذها، إذ يعبر الهيكل التمويلي على مختلف مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة الإعتماد عليها في تمويل استثماراتها، ويتحدد الهيكل التمويلي للمؤسسة بناء على مجموعة من العوامل والإعتبارات بعضها مرتبط بالمؤسسة والبعض الآخر خارج عن نطاقها.

تعد تكلفة التمويل من أهم المعايير التي يعتمد عليها المدير المالي في تحديد الهيكل التمويلي من خلال محاولة إيجاد التوليفة المثلى من مصادر التمويل التي تحقق أكبر عائد وبأقل تكلفة ممكنة لتحقيق الهدف الأساسي وهو تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم قيمة أسهمه في السوق المالي، ولقد تناولت العديد من الدراسات والأبحاث موضوع الهيكل التمويلي ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة من عدمه.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل

التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في DJIA

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

تمهيد

تناولنا في الفصلين الأول والثاني الجانب النظري للدراسة وفي هذا الفصل سننتقل إلى الجانب التطبيقي للدراسة من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

سنحاول في هذا الفصل إختبار علاقة سياسة توزيع الأرباح بالهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، وسنعتمد في دراستنا على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد خلال فترة الدراسة والمتمثلة في سنة واحدة الموافقة لسنة 2017، من خلال إختبار العلاقة سنقوم بتقسيم المتغير المستقل للدراسة إلى متغيرات أساسية متمثلة في ربحية السهم الواحد والربح الموزع للسهم والربح المحتجز للسهم وكذلك متغيرات ضابطة متمثلة في متغير واحد وهو المردودية الإقتصادية أما المتغير التابع المتمثل في الهيكل التمويلي فسنقوم بقياسه بالإعتماد على نسبة المديونية.

ولإجراء الدراسة التطبيقية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، تناولنا في المبحث الأول الإطار العام للدراسة وفي المبحث الثاني تحليل نتائج الدراسة.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

في هذا المبحث سنقوم بعرض الإطار العام للدراسة، نتناول في المطلب الأول تقديم مؤشر داو جونز الصناعي الذي يمثل مجتمع الدراسة، وفي المطلب الثاني نقوم بتحديد عينة و متغيرات الدراسة أما المطلب الثالث فسنعرض بتقديم الأسلوب المنهجي المتبع.

المطلب الأول: تقديم مؤشر داو جونز الصناعي

يعتبر مؤشر "داو جونز" أقدم مؤشر للأسهم في العالم ويُستشهد فيه دوما بوصفه مقياسا لأداء سوق الأسهم، سوف نقوم في هذا المطلب بتعريف مؤشر داو جونز الصناعي، كيفية حساب المؤشر، كذلك المؤسسات المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي.

أولاً: تعريف مؤشر داو جونز الصناعي

مؤشر داو جونز أو DAW 30 هو مؤشر صناعي لأكثر من 30 مؤسسة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك، أنشأ في 26 ماي 1896، كان يحتوي على أكبر 12 مؤسسة أمريكية وكانت أول مؤسساته مؤسسة جنرال إلكتريك. وبدأ عدد المؤسسات المدرجة بالتزايد حتى وصل إلى 30 مؤسسة عام 1928،⁽¹⁾ المؤسسات الثلاثين الموجودة في مؤشر DJIA ليست بالضرورة مؤسسات صناعية حيث تمثل الـ 30 مؤسسة كل قطاع مهم في سوق الأوراق المالية⁽²⁾.

يعتبر مؤشر داو جونز الصناعي من المؤشرات التي تقوم على الموازنة، معنى ذلك أن وزن كل مؤسسة في المؤشر يتحدد بناء على سعر أسهمها على عكس المؤشرات الأخرى التي تعتمد على حجم المؤسسة، فأهمية أي مؤسسة لا يعتمد على قيمتها السوقية، حيث إذا كان سعر سهم المؤسسة مرتفعاً يكون وزنها أكبر مقارنة بالمؤسسات التي يكون سعرها منخفضاً⁽³⁾.

⁽¹⁾ https://ar.m.wikipedia.org/wiki/داو_جونز_الصناعي /consulté le 15/05/2018 à 22 :20.

⁽²⁾ SHOVEN . J & SIALM. C, The dow jones industrial average, the impact of fixing its flaws, The Journal of wealth management 9,2000,P:01

⁽³⁾ Idem.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

والجدول التالي نعرض فيه معلومات عامة حول مؤشر DJIA

الجدول (3-1): معلومات عامة حول DJIA

الرمز	DJIA
تاريخ التأسيس	24/05/1896
النوع	عام
الجنسية	الولايات المتحدة الأمريكية
أهم الشخصيات	"تشارلز داو"، "إيدوارد جونز" والرئيس التنفيذي: ليس هينتون
المقر الرئيسي	مانهاتن-نيويورك
البورصة	بورصة نيويورك
عدد المؤسسات المدرجة	30 مؤسسة
التقييم الدولي	US2605661048
موقع ويب	WWW.DOWJONES.COM

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الموقع

/https : //ar.m.wikipedia.org/wiki - consulté le 15/05/2018 à 22 :20

منذ تأسيس مؤشر داو جونز الصناعي مر بالعديد من التواريخ والأحداث نلخصها فيما يلي: (1)

- 1884: تأسيس المؤشر من قبل "تشارلز داو" و"إيدوارد جونز" على قاعدة مكونة من 11 مؤسسة، تسعة منها تعمل في مجال السكك الحديدية، والشركتان الباقيتان تعملان في مجال الاتصالات والمحركات البخارية؛
- 1896: نشر المؤشر لأول مرة في جريدة Wall street Journal كانت أول قيمة له (40.94 نقطة)، وحقق في نفس السنة أقل قيمة في تاريخه (28.99 نقطة) ؛
- 1921-1929: ارتفاع مؤشر داو جونز ب 46.8% من قيمته المبدئية ؛
- 1929: أزمة الركود العالمي التي صاحبها انهيار سوق الأسهم ؛
- 1931: خسر المؤشر في سنة واحد 52.67% من قيمته ؛
- 1987: حادثة الإثنين الأسود، خسر المؤشر 22.6% من قيمته في يوم واحد، وهو ثاني أكبر إنهيار لمؤشر أسهم في تاريخ البورصات العالمية ؛

(1)https://Fr.wikipedia.org/W/index.php?title=Dow_Jones_Industrial_Average & oldid:148185433.consulté le 06/05/2018 à 18:09.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

- 1999: تجاوز المؤشر لأول مرة حاجز (10.000 نقطة)، وصادف تلك السنة دخول شركتين من سوق (NASDAQ) والمتمثلين في كل من *Intel* و *Microsoft*؛
- 2000: حطم المؤشر رقما قياسيا جديدا بمقدار (11.722 نقطة) ؛
- 2007: حقق المؤشر رقما جديدا بلغ (14.198 نقطة)؛
- 2008: الأزمة المالية العالمية إنخفض المؤشر فيها إلى ما دون (8.000 نقطة) ؛
- 2009: حقق المؤشر أسوأ أداء له منذ سنة 1997، حيث انخفض إلى (6547 نقطة) ؛
- 2013: حقق الإقتصاد الأمريكي نموا في التوظيف صاحبه إرتفاع 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) ؛
- 2017: تجاوز المؤشر حاجز (24.000 نقطة) وذلك في نهاية شهر نوفمبر ؛
- 4 جانفي 2018: مؤشر داو جونز تجاوز (25.000 نقطة) ؛
- 17 جانفي 2018: المؤشر يتجاوز (26.000 نقطة) .

ثانيا: كيفية حساب المؤشر

مؤشر داو جونز الصناعي هو عبارة عن المتوسط المرجح لأسعار 30 مؤسسة يتم حساب قيمة المؤشر بقسمة مجموع قيم أسهم المؤسسات المكونة للمؤشر على قيمة القاسم الذي يأخذ في الحساب إشتقاق 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 التالية⁽¹⁾:

$$DJIA_2 = \sum_{i=1}^{30} \frac{p_{it}}{D_{adj}} \dots \dots \dots (1 - 3)$$

حيث:

DJIA: قيمة المؤشر في الزمن (*t*) ؛

⁽¹⁾ REILLY. F & BROWN. K, *Investment analysis & portfolio management*, Tenth édition, South-Western édition, Mason, 2012, P :126.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

P_{it} : سعر الإغلاق للسهم (i) في الزمن (t) ؛

$Dadj$: القاسم المعدل في الزمن (t) .

تجدر الإشارة إلى أن قيمة القاسم ($Dadj$) تنخفض ما إذا كان هنالك عملية إشتقاق في أحد المؤسسات المكونة للمؤشر، ففي الأصل قيمة القاسم هي عبارة عن إجمالي عدد المؤسسات المكونة للمؤشر.⁽¹⁾

ويتم حساب وزن أي مؤسسة في المؤشر إنطلاقاً من العلاقة التالية:⁽²⁾

$$WVI_t = WVI_{t-1} \sum_i W_{i,t} \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \dots \dots \dots (2 - 3)$$

$$W_{i,t} = \frac{P_{i,t-1} N_{i,t-1}}{\sum_i P_{i,t-1} N_{i,t-1}} \dots \dots (3 - 3) \text{ عند}$$

حيث:

WVI_t : وزن المؤسسة في الزمن (t) ؛

WVI_{t-1} : وزن المؤسسة في الزمن ($t-1$) ؛

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

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

$W_{i,t-1}$: القيمة السوقية للمؤسسة (i) في الزمن ($t-1$) ؛

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

ثالثاً: المؤسسات المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي

يتكون مؤشر داو جونز الصناعي من 30 مؤسسة، كل ومجال تخصصها، سوف نقوم بعرضها في الجدول الموالي موضحين رمز كل مؤسسة، إسمها، البورصة المدرجة فيها، وكذلك مجال تخصصها.

⁽¹⁾ Idem

⁽²⁾ SHOVEN. J & SIALM. C, op-cit, P: 10.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

الجدول (3 - 2): المؤسسات المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي

الرقم	الرمز	البورصة	إسم المؤسسة	التخصص
1	MMM	NYSE	3M.Company	صناعات متنوعة
2	AXP	NYSE	American Express	خدمات مالية
3	AAPL	NASDAQ	Apple.Inc	قطاع التكنولوجيا
4	BA	NYSE	Boeing company	صناعة طائرات
5	CAT	NYSE	Caterpillar Inc	عربات نقل
6	CSCO	NYSE	Cisco systems Inc	أنظمة شبكات
7	KO	NASDAQ	Coca Cola company	مشروبات غازية
8	CVX	NYSE	Chevron	نفط وغاز
9	DD	NYSE	Dow DuPont Inc	كيميائيات
10	XOM	NYSE	Exxon Mobile corporation	نفط وغاز
11	GE	NYSE	General Electric company	كهربائيات
12	GS	NYSE	Goldman sachs group Inc	بنوك
13	HD	NYSE	Home Depot Inc	تطوير منازل
14	INTC	NASDAQ	Intel corporation	رقائق الكمبيوتر
15	IBM	NYSE	International Business Machines	الأجهزة، البرامج وخدمات الكمبيوتر
16	JNJ	NYSE	Johnson & Johnson	مواد التجميل
17	JPM	NYSE	JP Morgan Chase & corporation	بنوك
18	MCD	NYSE	MC Donald's corporation	مطاعم ووجبات سريعة
19	MRK	NYSE	Merk & company	أدوية
20	MSFT	NASDAQ	Microsoft corporation	برمجيات
21	NKE	NYSE	Nike Inc	الملابس والمعدات الرياضية
22	PFE	NYSE	Pfizer Inc	صيدلة
23	PG	NYSE	Procter & Gamble company	الصيانة، الصيدلة والغذاء
24	TRV	NYSE	Travellers company's Inc	التأمين
25	VNH	NYSE	United Health corporated	الصحة
26	UTX	NYSE	United Technologies corporation	الطيران والدفاع
27	VZ	NYSE	Version communication Inc	إتصالات
28	V	NYSE	Visa bank Inc	خدمات بنكية
29	WMT	NYSE	Wal-Mart stores Inc	تجارة البيع بالتجزئة
30	DIS	NYSE	Walt Disney company	إعلام وترفيه

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الموقعين.

http://www.market_watch.com/investing/index/djia, consulté le 10/05/2018 à 12 :45

http://fr.wikipedia.org/w/index.php ?title=dow_jones_Industrial_Average&

oldid=148185433. consulté le 06/05/2018 à 18:09.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

المطلب الثاني: تحديد عينة ومتغيرات الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بإختيار عينة الدراسة وكذلك تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها ممثلة في كل من المتغير المستقل والمتغير التابع وقبل ذلك سنقوم بعرض الدراسات الميدانية السابقة.

أولاً: الدراسات الميدانية السابقة

لأجل القيام بالدراسة وإجراء الإختبار بين متغيرات الدراسة، إعتدنا في دراستنا هذه على بعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع قيد الدراسة أو التي تناولت إحدى المتغيرين كل على حدى ويمكن تلخيص هذه الدراسات في الجدول التالي:

الجدول (3-3): الدراسات الميدانية السابقة

الباحثين	عينة الدراسة	المتغيرات المعتمدة	النموذج المعتمد
إسلام فيصل أحمد "أحمد خليل" (2011)	75 مؤسسة مدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2007-2009)	- نسبة الرفع المالي - ربحية السهم الواحد - الربح الموزع للسهم	نموذج الإنحدار البسيط
عبد الوهاب دادن & حورية بديدة (2012)	33 مؤسسة مدرجة بمؤشر CAC40 (2007-2009)	- متوسط سعر السهم - الربح الموزع للسهم - ربحية السهم الواحد - إعادة شراء الأسهم	نموذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد
HOUMANI FARAHANI.M & GHARA JHAFARI.M (2013)	33 مؤسسة مدرجة في بورصة طهران للفترة (2003-2010)	- معدل الاستدانة - الربح الموزع للسهم - مردودية السهم - التغير في النتيجة الصافية	نموذج الإنحدار المتعدد
ASIF.A & RASOOL.W & KAMAL.Y (2011)	403 مؤسسة مدرجة في سوق كراتشي للفترة (2002-2008)	- معدل الاستدانة - مردودية السهم - التغير في المردودية - الربح الموزع للسهم	التحليل المقطعي
علي بن الضب (2009)	60 مؤسسة مدرجة بسوق الكويت للفترة	- نسبة الديون إلى الأموال الخاصة - التوزيعات النقدية	نموذج الإنحدار الخطي البسيط

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

والمتمدد	<ul style="list-style-type: none"> - التوزيعات في شكل أسهم مجانية - إعادة شراء الأسهم - نسبة الأرباح المحتجزة - المردودية الإقتصادية (بالإضافة إلى متغيرات أخرى) 	(2006-2008)	
نموذج الإنحدار الخطي المتمدد	<ul style="list-style-type: none"> - السعر السوقي للسهم - الربح الموزع للسهم - الربح المحتجز للسهم - مردودية السهم - الرفع المالي - حجم المؤسسة - العائد على حقوق الملكية - معدل نمو الأصول 	30 مؤسسة مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي (2016)	جمال الدين ترفاس & ياسين قحة (2017)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الدراسات السابقة

ثانيا: تحديد عينة الدراسة

بعد تقديم مجتمع الدراسة في المطلب الأول والمتمثل في 30 مؤسسة المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي المسعرة في بورصة نيويورك، سنقوم بتحديد عينة الدراسة المتمثلة في 25 مؤسسة المدرجة في المؤشر DJIA خلال سنة 2017 مع إستبعاد 05 مؤسسات التي تنشط في القطاع المالي (بنك، خدمات مالية، تأمين.....) والمتمثلة في:

- American Express (NYSE)
- Goldman Sachs Group Inc (NYSE)
- JP Morgan Chase & corporation (NYSE)
- Traveler's companies Inc (NYSE)
- Visa Bank Inc (NYSE)

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

ثالثاً: تحديد متغيرات الدراسة

بناء على الدراسات السابقة، قمنا بإختيار متغيرات الدراسة لتفسير الأثر بين كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

1- المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في الهيكل التمويلي LEV، وقد إعتدنا في قياسه على نسبة المديونية والتي يتم حسابها من خلال العلاقة بين إجمالي الديون وإجمالي الأصول، كما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{نسبة المديونية LEV} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \dots\dots\dots (3 - 4)$$

وقد تم إعتداد هذا القياس في دراسة أحمد خليل (2011).

2- المتغيرات المستقلة

قمنا بتقسيم المتغيرات المستقلة إلى متغيرات مستقلة أساسية تتمثل في متغيرات سياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى متغيرات أخرى ضابطة قد تكون لها تأثير على المتغير التابع بغرض تفسير الأثر الحاصل.

2-1 - المتغيرات الأساسية

كما سبق وذكرنا أن المتغيرات الأساسية تتمثل في متغيرات سياسة توزيع الأرباح أي تعبر عن المتغير المستقل للدراسة، وقد قمنا بتقسيم المتغير المستقل للدراسة إلى ثلاث متغيرات كما يلي:

أ - ربحية السهم الواحد

تقيس ربحية السهم الواحد (BPA) مقدار الأرباح النقدية التي يتحصل عليها حامل كل سهم، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة إجمالي الأرباح المحققة (النتيجة الصافية) على مجموع الأسهم المتداولة، كما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{ربحية السهم الواحد BPA} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأسهم المتداولة}} \dots\dots\dots (3 - 5)$$

وقد تم إعتداد هذا القياس في دراسة أحمد خليل (2011) ودراسة دادن & بديدة (2012).

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

ب - الربح الموزع للسهم

يقيس الربح الموزع للسهم DPA مقدار التوزيعات النقدية التي يتحصل عليها حامل كل سهم، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة إجمالي الأرباح الموزعة على مجموع الأسهم المتداولة، وفق المعادلة التالية:

$$\text{الربح الموزع للسهم } DPA = \frac{\text{إجمالي الأرباح الموزعة}}{\text{مجموع الأسهم المتداولة}} \dots\dots\dots (6 - 3)$$

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة دادن و بديدة (2012) بالإضافة إلى Houmani & Ghara (2013) و Asif & Others (2011)

ج - الربح المحتجز للسهم

يقيس الربح المحتجز للسهم RPA مقدار الربح المحتجز بعد طرح قيمة التوزيعات النقدية من الربح الصافي، ويحسب بقسمة إجمالي الأرباح المحتجزة على مجموع الأسهم المتداولة كما توضحه العلاقة التالية:

$$\text{الربح المحتجز للسهم } RPA = \frac{\text{إجمالي الأرباح المحتجزة}}{\text{مجموع الأسهم المتداولة}} \dots\dots\dots (7 - 3)$$

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة ترفاس وقحة (2017).

2-2- المتغيرات الضابطة

هناك متغيرات أخرى على غرار المتغيرات المستقلة يكون لها تأثير على المتغير التابع تسمى المتغيرات الضابطة ولأجل إعطاء تفسير أفضل للأثر الذي يحصل على المتغير التابع قمنا باختيار متغير ضابط واحد يتمثل في المردودية الإقتصادية.

- المردودية الإقتصادية

يقيس هذا المتغير RE العائد على الأصول الإقتصادية، ويتم حسابه من خلال العلاقة بين النتيجة العملية ومجموع الأصول الإقتصادية، كما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{المردودية الإقتصادية } RE = \frac{\text{النتيجة العملية}}{\text{مجموع الأصول الإقتصادية}} \dots\dots\dots (9 - 3)$$

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة بن الضب (2009)

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

رابعاً: عرض متغيرات الدراسة

تم الإعتماد على مواقع الأنترنت لجمع البيانات، حيث تم الإعتماد على موقع (tele-trader.com) لإستخراج القوائم المالية المختصرة لجميع المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، بعد ذلك قمنا بإختيار عينة الدراسة المتمثلة في 25 مؤسسة مدرجة في المؤشر، وقد قمنا بمقارنة البيانات المعروضة في الموقع السابق مع البيانات المعروضة في موقع (market-watch.com) فوجدنا أنها تتطابق، وبالتالي يمكن إعتبار أن هذه البيانات تتمتع بمصداقية.

الجدول (3 - 4) : عرض متغيرات الدراسة

RE	RPA	DPA	BPA	LEV	المؤسسة
0.2058	3.43	4.7	8.13	0.6940	MMM
0.1634	6.87	2.4	9.27	0.6428	AAPL
0.1113	7.63	5.97	13.6	0.9955	BA
0.0572	00	3.11	1.27	0.8211	CAT
0.0375	0.56	4.32	4.88	0.4163	CUX
0.0922	0.82	1.1	1.92	0.4905	CSCO
0.0853	00	1.48	0.29	0.7840	KO
0.0028	00	1.76	0.92	0.4695	DWDP
0.0552	1.57	3.06	4.63	0.4617	XOM
-0.0103	00	0.84	-0.72	0.7740	GE
0.3125	3.71	2.76	6.74	0.8991	HD
0.1455	0.9625	1.0775	2.04	0.4329	INTC
0.0958	0.27	5.9	6.17	0.8586	IBM
0.1158	00	3.32	0.48	0.6175	JNJ
0.2825	2.6	3.83	6.43	1.0966	MCD
0.0767	00	1.89	0.88	0.6092	MRK
0.0926	1.18	1.56	2.74	0.6997	MSFT
0.2041	1.86	0.70	2.5	0.4665	NKE
0.0716	2.29	1.28	3.57	0.5829	PFE
0.1158	3.122	2.678	5.8	0.5367	PG
0.0894	3.04	2.72	5.76	0.6944	UTX

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

0.1093	8.075	2.875	10.95	0.6258	UNH
0.1066	5.035	2.335	7.37	0.8324	VZ
0.1144	2.4	2.00	4.4	0.6087	WMT
0.1479	4.17	1.56	5.73	0.5567	OIS

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية المختصرة

المطلب الثالث: الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتحديد الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة من خلال تقديم النموذج الإحصائي المعتمد وكذلك الإختبارات الإحصائية المستعملة في تحليل النتائج.

أولاً: النموذج الإحصائي المعتمد

سنعتمد في هذه الدراسة على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد والذي يستند على إفتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع Y_i و عدد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_K ، وحد عشوائي ε_i ، ويعبر عن هذه العلاقة بالنسبة ل n من المشاهدات و k من المتغيرات المستقلة، بالصيغة التالية:⁽¹⁾

$$Y_i = B_0 + B_1 X_{i1} + B_2 X_{i2} + \dots + B_K X_{ik} + \varepsilon_i; \dots (4.4)$$

حيث: Y_i : المتغير التابع؛

B : معاملات المجتمع غير المعروفة؛

X_i : المتغير المستقل؛

ε_i : الحد العشوائي.

ثانياً: الإختبارات الإحصائية المستعملة

تستعمل هذه الإختبارات لدراسة ما إذا كان النموذج ذو معنوية، وللمتغيرات المختارة المقدره على تفسير الظاهرة المدروسة، حيث يتم إختبار كل من المعنوية الكلية للنموذج ومعامل التحديد بالإضافة إلى الارتباط الذاتي للأخطاء، بعد ذلك يتم إختبار معنوية المعامل.

⁽¹⁾ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 135

1- إختبار المعنوية الكلية للنموذج

يستهدف هذا الإختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_k) والمتغير التابع (Y) .

ويعتمد هذا الإختبار على نوعين من الفروض:⁽¹⁾

- فرضية العدم (H_0) : تنص على إنعدام العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_k)

وبين المتغير التابع (Y) أي: $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$

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

$$H_0: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

بعد إحتساب قيمة (F) تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (K) للبسط و $(N - K - 1)$ للمقام ولمستوى معنوية معين،

فإذا كان: $F_{cal} > F_{tab}$ نرفض (H_0) ونقبل (H_1) ، أي أن العلاقة المدروسة معنوية وهناك على الأقل

متغير مستقل واحد من المتغيرات (X_k) ذو تأثير في (Y) .

أما إذا كان: $F_{cal} < F_{tab}$ نقبل (H_0) أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية وليس هناك تأثير

لأي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع

2- إختبار جودة النموذج

يستخدم معامل التحديد (R^2) لتقرير ما تفسره المتغيرات المستقلة من تغيرات تطراً على قيم المتغير التابع، ويطلق على معامل التحديد بمعامل التفسير.

وبناء على ما تقدم يعرف معامل التحديد (R^2) بأنه مؤشر إحصائي يوضح مقدار ما تفسره المتغيرات

المستقلة من تغير في المتغير التابع (Y) .⁽²⁾

كما يعرف معامل التحديد (R^2) على أنه تربيع معامل الارتباط (R) أي⁽³⁾: $R = \sqrt{R^2}$ وتتراوح قيمة

معامل التحديد (R^2) بين 0 و 1 أي: $0 \leq R^2 \leq 1$

(1) المرجع السابق، ص168، 169.

(2) حسن ياسين طعمة، إيمان حسين خنوش، طرق الإحصاء الوصفي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 332.

(3) شفيق العتوم، طرق الإحصاء، تطبيقات إقتصادية وإدارية باستخدام SPSS، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،

2006، ص: 494.

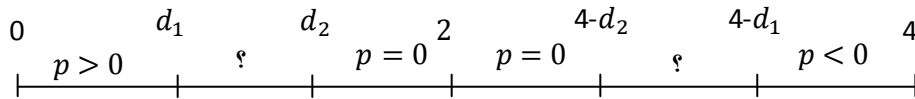
3- الارتباط الذاتي للأخطاء

إن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء معناه وجود علاقة ارتباط بين القيمة الحالية والقيمة السابقة للمتغير العشوائي، ويكون هذا الارتباط من الدرجة الأولى حيث يؤدي هذا الإشكال إلى إختبارات إحصائية ومجالات ثقة خاطئة.

ويتم استعمال عدة إختبارات للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من بينها إختبار-durbin (1).

ويتم الإختبار على أساس مقارنة قيمة (D-W) المحتسبة بقيم (d_1) و (d_2) المجدولة لإتخاذ القرار الإحصائي المطلوب.

الشكل (3-1): تقييم إختبار Durbin-watson



Source : BOURBONNAIS. R, Econométrie, 9^{ème} édition, Dunod edition, Paris, 2015, P : 129
يمكن توضيح الإحتمالات الواردة في الشكل السابق كما يلي⁽²⁾:

- $d_2 < D.W < 4 - d_2$: نقبل الفرضية الصفرية (H_0) أي إنعدام وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

- $0 < D.W < d_1$: نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ونقبل (H_1) أي وجود ارتباط ذاتي للأخطاء .

- $4 - d_1 < D.W < 4$: نرفض الفرضية H_0 .

- $d_1 < D.W < d_2$ أو $4 - d_2 < D.W < 4 - d_1$: منطقة الشك.

4- إختبار معنوية المعالم

يستخدم إختبار (t) للتحقق من معنوية معاملات نموذج الإنحدار الخطي المتعدد في المجتمع، وذلك بالإستعانة بالتقديرات المتحصل عليها لهذه المعالم والأخطاء المعيارية المقدر لها من العينة. ويتم صياغة فرضية العدم والفرضية البديلة في الصورة العامة كما يلي⁽³⁾:

- فرضية العدم (H_0) معناه أن $\beta_i = 0$

(1) جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي مع تمارين ومسائل محلولة، الطبعة الثانية، دارالخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص: 103 .

(2) BOURBONNAIS. R : op-cit : P : 129,130.

(3) محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009، ص: 184.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

- الفرضية البديلة (H_1): معناه أن $\beta_i \neq 0$

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

المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة

بعد عرض الإطار العام للدراسة من خلال تقديم مجتمع الدراسة وكذلك تحديد عينة الدراسة في المبحث السابق، سنقوم في هذا المبحث بتحليل نتائج الدراسة إنطلاقاً من تحليل مصفوفة الارتباط وكذلك تحليل نتائج الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار معنوية نموذج الدراسة

المطلب الأول: تحليل مصفوفة الارتباط

يهدف تحليل مصفوفة الارتباط إلى قياس قوة العلاقة التي تربط بين كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وكذلك معرفة طبيعة هذه العلاقة ما إذا كانت علاقة طردية أم عكسية، وكذلك تحليل الارتباط الموجود بين المتغيرات المستقلة فيما بينها.

أولاً: تحليل الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

أخذ معامل الارتباط بين المتغير التابع (LEV) والمتغيرات المستقلة (RE . RPA . DPA . BPA) العديد من القيم يمكن تفسيرها كما يلي :

- يشير معامل الارتباط بين نسبة المديونية (LEV) وربحية السهم الواحد (BPA) لوجود علاقة طردية بين المتغيرين، حيث بلغ الارتباط %35.34 وهذا يعني وجود علاقة إيجابية أما قوة العلاقة أو الارتباط فقريبة من المتوسط بين كل من نسبة المديونية وربحية السهم الواحد.
- تشير كذلك نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة طردية بين نسبة المديونية (LEV) والربح الموزع للسهم (DPA) حيث بلغ الارتباط %46.89 بمعنى قوة الارتباط بين نسبة المديونية والربح الموزع للسهم متوسطة.
- قدر معامل الارتباط بين نسبة المديونية (LEV) والربح المحتجز للسهم (RPA) ب %25.56 وهذا ما يفسر وجود علاقة إيجابية بين كلا المتغيرين بالرغم من أن قوة العلاقة ضعيفة نوعاً ما.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

- وأخيرا أسفرت نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقة طردية بين كل من نسبة المديونية (LEV) والمردودية الإقتصادية (RE) حيث بلغ معامل الارتباط %37.21 أما شدة العلاقة بين المتغيرين فقريبة من المتوسط .

الجدول (3-5): مصفوفة الارتباط للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة

	LEV	BPA	DPA	RPA	RE
LEV	1	0.3534204	0.46891894	0.2556609	0.372113
BPA	0.3534204	1	0.61398167	0.9037256	0.392323
DPA	0.4689189	0.613981	1	0.266572	0.149895
RPA	0.2556609	0.903725	0.2665721	1	0.375417
RE	0.3721132	0.392323	0.1498957	0.3754170	1

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

ثانيا: تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة

يهدف هذا التحليل إلى إيجاد الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة بكل إستقلالية عن المتغير التابع وذلك لمعرفة المتغيرات المستقلة التي يكون معامل الارتباط بينها كبيرا بما يؤثر على معنوية النموذج والمعال. تشير نتائج تحليل مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة (RE. RPA. DPA. BPA) إلى العديد من القيم يمكن تفسيرها كمايلي :

- أوضحت النتائج أن معامل الارتباط بين ربحية السهم الواحد (BPA) والربح الموزع للسهم (DPA) وجود علاقة إيجابية وقوية بين كلا المتغيرين حيث بلغ معامل الارتباط (%61.39) وكذلك بالنسبة لربحية السهم الواحد (BPA) والربح المحتجز للسهم حيث أظهرت النتائج وجود علاقة قوية بين كلا المتغيرين وهو ما تفسره نتيجة معامل الارتباط الذي بلغ (%90.37) في حين بلغ معامل الارتباط بين كل من ربحية السهم (BPA) والمردودية الإقتصادية (RE) (%39.23) ؛
- تشير نتائج التحليل كذلك إلى أن معامل الارتباط بين كل من الربح الموزع (DPA) والربح المحتجز (BPA) بلغ (%26.65) أما عن علاقة الربح الموزع (BPA) بالمردودية الإقتصادية (RE) فبلغ معامل الارتباط (%14,98)؛
- في حين قدر معامل الارتباط بين كلا من الربح المحتجز (RPA) والمردودية الإقتصادية (RE) ب (%37,54).

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

المطلب الثاني: تحليل نتائج الإنحدار المتعدد

سنقوم في هذا المطلب بعرض نتائج تحليل الإنحدار المتعدد إنطلاقاً من النموذج الأولي الذي يضم جميع المتغيرات السابقة الذكر ثم إجراء الإختبارات على النموذج لمعرفة مدى صلاحيته لتحسين النموذج من أجل الوصول إلى النموذج النهائي للدراسة الذي يسمح لنا بتفسير نتائج الدراسة.

أولاً: النموذج الأولي

سبق الإشارة في المطلب الثاني إلى متغيرات الدراسة التي تم تقسيمها بين متغير تابع ومتغيرات مستقلة وكذلك متغير واحد ضابط، وبناءً على هذه المتغيرات تم صياغة النموذج الأولي للدراسة والذي يضم المتغير التابع ممثلاً في نسبة المديونية (LEV) والمتغيرات المستقلة الأساسية ممثلة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح (RPA, PPA, BPA) ومتغير ضابط واحد ممثل في المردودية الإقتصادية (RE).

وقد أسفرت نتائج المعالجة الإحصائية من خلال برنامج Eviews 10 على النتائج التالية:

الجدول (3 - 6): نتائج النموذج الأولي للدراسة

Dependent Variable: LEV
Method: Least Squares
Date: 06/06/18 Time: 15:33
Sample: 1 25
Included observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.378340	0.087293	4.334141	0.0003
BPA	-0.076475	0.049622	-1.541146	0.1390
DPA	0.126498	0.053555	2.362002	0.0284
RPA	0.089447	0.058236	1.535919	0.1402
RE	0.853411	0.463283	1.842093	0.0803
R-squared	0.386800	Mean dependent var		0.666684
Adjusted R-squared	0.264160	S.D. dependent var		0.180242
S.E. of regression	0.154613	Akaike info criterion		-0.718924
Sum squared resid	0.478105	Schwarz criterion		-0.475148
Log likelihood	13.98655	Hannan-Quinn criter.		-0.651311
F-statistic	3.153942	Durbin-Watson stat		2.789481
Prob(F-statistic)	0.036591			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

1- إختبار المعنوية الكلية للنموذج

يتم هذا الإختبار بالإعتماد على إحصائية (Fisher) كما سبق توضيح ذلك في المطلب الثالث من المبحث الأول الذي عرض الأسلوب المنهجي للدراسة، من خلال الجدول (3 - 6) يتضح لنا أن قيمة إحصائية (Fisher) المحسوبة تساوي (3,1539) وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية (0,05 . 20.5) التي تساوي (2,711) عند درجة ثقة (0,05) وبالتالي نقبل الفرضية البديلة ($H_1: B \neq 0$) بمعنى أن النموذج يتمتع بمعنوية.

كما يمكن إختبار المعنوية من خلال إحتمال فيشر (Pro(F-Statistic) والتي تساوي (0,036) وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0,05) وبالتالي فالنموذج يتمتع بمعنوية.

2- إختبار جودة النموذج

يتم إختبار جودة النموذج من خلال معامل التحديد (R^2), والذي يعبر عن القدرة التفسيرية للنموذج أي قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع. ويشير جدول النموذج الأولي (3-6) أن قيمة معامل التحديد تساوي (0,3868) ويعني ذلك أن جميع المتغيرات المستقلة تفسر حوالي (38,68%) من الهيكل التمويلي للمؤسسات المدروسة ممثلا في نسبة المديونية، أما النسبة المتبقية (61,32%) فتفسرها متغيرات أخرى لم يأخذ بها النموذج، ويمكن القول أن نسبة معامل التحديد قريبة من المتوسط.

3- إختبار معنوية المعالم

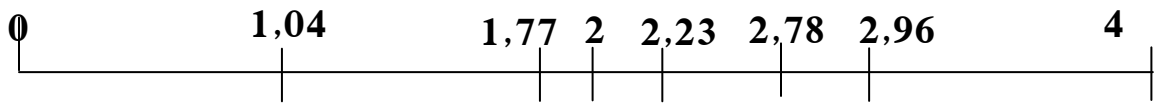
يتم هذا الإختبار بالإعتماد على إحصائية (Student) , يتضح من الجدول (3-6) أن القيم المحسوبة لكل من (BPA) و (RPA) و كذلك (RE) تساوي (1,54) بالقيمة المطلقة و (1,53) و (1,84) على التوالي و هي أقل تماما من القيمة الجدولية المقدره ب (2,015) عند مستوى الثقة ($\alpha = 0,05$) و هي أكبر تماما من (0,05) وبالتالي فهي لا تتمتع بمعنوية .

أما فيما يخص الربح الموزع للسهم (DPA) فقد أوضحت النتائج أن قيمته المحسوبة تساوي (2,36) و هي أكبر تماما من القيمة الجدولية المقدره ب (2,015) كما أن إحتماله يساوي (0,0284) و هو أقل تماما من (0,05) وبالتالي فهذا المتغير يتمتع بمعنوية تامة .

4- إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يتم هذا الإختبار بالإعتماد على إحصائية (Durbin-Watson) لإختبار وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ولمعرفة ما إذا كانت القيمة المحسوبة تقع داخل مجال إستقلالية الأخطاء أو خارجها. ومن نتائج الجدول (3 - 6) يتضح أن إحصائية (DW) المحسوبة تساوي (2,7894) وسنقوم بمقارنتها مع القيمتين (d_1, d_2) الموضحة في جدول (D-W) واللذان تساويان (1,77) و(1,045) بالإضافة إلى القيمتين ($4-d_1, 4-d_2$) اللذان تساويان (2,23) و(2,96) ويمكن تمثيل الإختبار كما يلي:

الشكل (3-2): التمثيل البياني لإختبار (DW) للنموذج الأولي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

يتضح من الشكل (3-2) أن القيمة المحسوبة لـ (D-W) تقع في المجال $4-d_1 < DW < 4-d_2$ وهي منطقة الشك أي أنها تقع خارج مجال استقلالية الأخطاء وبالتالي لا يمكن الحكم ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

أشارت نتائج التحليل للنموذج الأولي أن معامل التحديد يساوي (38,68%) وبالتالي فهو لا يفسر بشكل جيد الأثر الحاصل، وكذلك أسفرت النتائج أن ربحية السهم الواحد (BPA) وكذلك الربح المحتجز (RPA) بالإضافة إلى المردودية الإقتصادية (RE) لا تتمتع بمعنوية عند مستوى الثقة (5%)، كما أن إختبار (D-W) أثبت احتمال وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ومن الدرجة الأولى.

5- إختبار Breush-Godfrey

يستعمل هذا الإختبار لمعرفة وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من درجة أكبر من الواحد، أي من الدرجة 2 فما فوق، ويرتكز إختبار Breush-Godfrey على مضاعف لاغرونج والذي يتبع توزيع كاي مربع. وتقوم قاعدة قرار هذا الإختبار على أنه:

- إذا كانت LM المحسوبة أكبر تماما من القيمة الجدولية لتوزيع X^2 نرفض الفرضية الصفرية،
- أما إذا كانت LM المحسوبة أقل تماما من القيمة الجدولية لتوزيع X^2 فنقبل الفرضية الصفرية.

وتقوم فرضية الإختبار كما يلي:

$$H_0 : P_1 = P_2 = \dots = P_P = 0 \quad H_0$$

- عند قبول H_0 يعني لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء، أما عند رفض الفرضية H_0 فيعني ذلك وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

وعند تطبيق إختبار Breush-Godfrey توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول (3-7): نتائج إختبار Breush-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	3.781291	Prob. F(2,18)	0.0426
Obs*R-squared	7.396145	Prob. Chi-Square(2)	0.0248

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 06/06/18 Time: 15:35

Sample: 1 25

Included observations: 25

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.053174	0.086432	0.615211	0.5461
BPA	0.026089	0.055085	0.473612	0.6415
DPA	-0.036470	0.059422	-0.613744	0.5471
RPA	-0.038695	0.064741	-0.597694	0.5575
RE	0.148372	0.416832	0.355951	0.7260
RESID(-1)	-0.636187	0.233941	-2.719436	0.0141
RESID(-2)	-0.431912	0.278896	-1.548651	0.1389
R-squared	0.295846	Mean dependent var	4.33E-17	
Adjusted R-squared	0.061128	S.D. dependent var	0.141142	
S.E. of regression	0.136760	Akaike info criterion	-0.909682	
Sum squared resid	0.336660	Schwarz criterion	-0.568396	
Log likelihood	18.37102	Hannan-Quinn criter.	-0.815024	
F-statistic	1.260430	Durbin-Watson stat	2.150187	
Prob(F-statistic)	0.323514			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

من الجدول (3-7) يتضح لنا أن قيمة LM(2) المحسوبة تساوي (7,39) وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية لتوزيع X^2 عند مستوى معنوية (5%) والتي تساوي (5,99)، وهذا ما تبينه القيمة الإحتمالية المرفقة حيث بلغت (0,0248) وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0,05)، وبالتالي نرفض H_0 بمعنى أنه يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة 2.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في

مؤشر DJAI

ويهدف الحصول على نموذج أفضل سنقوم بإجراء تحسينات على النموذج الأولي.

ثانياً: النموذج النهائي للدراسة

لتصحيح مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء سنقوم بإدخال AR(1) و AR(2) على النموذج الأولي فنتحصل على النتائج التالية بعد المعالجة الإحصائية ببرنامج Eviews 10.

الجدول (3-8): نتائج النموذج النهائي للدراسة

Dependent Variable: LEV
Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)
Date: 06/06/18 Time: 15:37
Sample: 1 25
Included observations: 25
Convergence achieved after 17 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.365791	0.052378	6.983615	0.0000
BPA	-0.182323	0.054891	-3.321561	0.0040
DPA	0.197350	0.048759	4.047501	0.0008
RPA	0.213550	0.060493	3.530144	0.0026
RE	1.080085	0.334415	3.229770	0.0049
AR(1)	-0.971060	0.346043	-2.806184	0.0121
AR(2)	-0.377261	0.227416	-1.658902	0.1155
SIGMASQ	0.011088	0.004685	2.366588	0.0301
R-squared	0.644476	Mean dependent var	0.666684	
Adjusted R-squared	0.498083	S.D. dependent var	0.180242	
S.E. of regression	0.127694	Akaike info criterion	-0.984244	
Sum squared resid	0.277198	Schwarz criterion	-0.594203	
Log likelihood	20.30305	Hannan-Quinn criter.	-0.876063	
F-statistic	4.402388	Durbin-Watson stat	2.244888	
Prob(F-statistic)	0.005911			
Inverted AR Roots	-.49-.38i	-.49+.38i		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

تشير النتائج الموضحة في الجدول (3-8) أن المتغيرات التي لديها القدرة على إعطاء تفسير للنموذج هي متغيرات سياسة توزيع الأرباح بالإضافة إلى المتغير الضابط ممثلاً في المرودية الإقتصادية.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

1-إختبار جودة النموذج

يتضح من خلال الجدول (3-8) أن معامل التحديد يساوي ($R\text{-Squared} = 0,6444$)، بمعنى أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح وكذلك المرودية الاقتصادية إستطاعت تفسير (64,44%) من المتغير التابع (LEV) الممثل في نسبة المديونية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي، أما النسبة المتبقية (35,56%) فترجع لمتغيرات أخرى.

2-إختبار المعنوية الكلية

نلاحظ من الجدول (3-8) أن إحصائية فيشر المحسوبة ($F_{cal} = 4,40$) وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية (4.20.0,05) التي تساوي ($F_{tal} = 2,711$) عند درجة ثقة (0,05) ، بالإضافة إلى ذلك فإن إحتمال قيمة $F = 0,005$ ($\text{Prob}(F\text{-Statistic})$) وهي أقل تماما من (0,05) بمعنى أن العلاقة المدروسة معنوية وهناك على الأقل متغير واحد من المتغيرات المستقلة له تأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ($H_0 : B_i = 0$) و نقبل الفرضية البديلة أي ($H_1 : B_i \neq 0$) بمعنى أن النموذج يتمتع بمعنوية تامة وكل المعالم المقدرة له تختلف كليا عن الصفر.

3-إختبار معنوية المعالم

من خلال الجدول (3-8) نلاحظ أن القيم المحسوبة (t_{cal}) لجميع المتغيرات تساوي (3,32) بالقيمة المطلقة لربحية السهم و (4,04) للربح الموزع للسهم و(3,53) للربح المحتجز للسهم و(3,22) للمرودية الإقتصادية وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية (5.20 . 0,05) التي تساوي (2,015)، كما أن القيمة المعنوية لجميع المتغيرات أقل تماما من (0,05) وهي تساوي (0,004) لربحية السهم و(0,0008) للربح الموزع للسهم و(0,0026) للربح المحتجز للسهم و(0,0049) للمرودية الإقتصادية، وبالتالي نستنتج أن كل المتغيرات المستقلة في النموذج النهائي ذات معنوية إحصائية إضافة إلى المتغير الضابط وهو معنوي أيضا وله دلالة إحصائية في النموذج.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

رابعاً: تفسير نتائج الدراسة

أسفرت نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد عن عدة نتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- تفسر سياسة توزيع الأرباح ممثلة في كل من ربحية السهم الواحد، الربح الموزع للسهم وكذلك الربح المحتجز للسهم بالإضافة إلى المردودية الإقتصادية ما مقداره (64,44%) من الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي، أما النسبة المتبقية فتفسرها عوامل أخرى.
- أثبتت نتائج النموذج النهائي للدراسة وجود علاقة عكسية بين ربحية السهم الواحد (BPA) والهيكل التمويلي ممثلاً في نسبة المديونية، حيث أن زيادة ربحية السهم الواحد بوحدة واحدة سيؤدي إلى إنخفاض نسبة المديونية بمقدار (18,2323) وحدة، وهذه النتيجة تتفق مع الأدبيات المالية، إذ أن الزيادة في ربحية السهم الواحد في الواقع ناتج عن الزيادة في النتيجة الصافية بمعنى زيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة كمصدر للتمويل وبالتالي المؤسسة تفضل التمويل الذاتي على الاقتراض لإنخفاض تكلفته وهذا ما يتوافق مع ما جاءت به نظرية سلمية ترتيب مصادر التمويل والتي تقضي بوجود سلم تتبعه المؤسسة عند قيامها بتمويل إستثماراتها إذ تلجأ المؤسسة إلى التمويل الذاتي كمصدر أولي و يأتي في المرتبة الثانية الاقتراض.
- توصلنا من خلال النموذج النهائي أن الربح الموزع للسهم (DPA) يؤثر إيجاباً على الهيكل التمويلي (LEV) للمؤسسات المدرجة في المؤشر، فزيادة نصيب السهم الواحد من التوزيعات بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية (LEV) ب (19,7352) وحدة ، فزيادة نصيب السهم الواحد من التوزيعات ناجم بالضرورة عن التوزيعات النقدية التي تجربها المؤسسة، هذه الزيادة في التوزيعات يقابلها من جهة أخرى إنخفاض في الأرباح المحتجزة باعتبار أن سياسة توزيع الأرباح تقوم على مبدأ المفاضلة أو تحديد نسبة توزيع الأرباح وكذلك بنسبة الأرباح المحتجزة، هذا الإنخفاض في الأرباح المحتجزة ينجم عنه إنخفاض في التمويل الذاتي للمؤسسة كمصدر تمويلي ذاتي، وبالتالي تكون المؤسسة مضطرة إلى اللجوء إلى الاقتراض بما أن التمويل الذاتي لا يكفي لتمويل إحتياجاتها، وهذه النتيجة أيضاً تتفق مع ما جاءت به نظرية سلمية ترتيب مصادر التمويل.
- تشير نتائج الدراسة أن نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة (RPA) يؤثر إيجاباً على الهيكل التمويلي (LEV) للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي، حيث أن زيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية (LEV) للمؤسسة بمقدار (21,3550)،

وهذه النتيجة تبدو متناقضة مع النتيجة السابقة الذكر وكذلك تتناقض مع ما جاءت به النظرية المالية، فزيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة ينجم عنه زيادة في الأرباح المحتجزة للمؤسسة والتي تعتبر مصدر تمويل ذاتي ، فبالرغم من زيادة الأرباح المحتجزة للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي إلى أن المؤسسات تفضل الإقتراض على التمويل الذاتي، وهذا يتناقض مع ما جاءت به نظرية سلمية ترتيب مصادر التمويل ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات تفضل الإستفادة من المزايا الضريبية التي يتيحها الإقتراض كمصدر للتمويل بإعتبار أن فوائد القروض تخصم من النتيجة قبل الضريبة، وترك الأرباح المحتجزة كإحتياطات للظروف الطارئة والحرجة التي قد تمر بها المؤسسات خاصة في فترات الأزمات المالية، ويمكن القول أن هذه النتيجة تتفق مع ما جاءت نظرية M&M في تفسيره لتأثير الإقتراض على قيمة المؤسسة، إذ يبقى الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم قيمة أسهمها في السوق المالي، إذ تفضل المؤسسات الإقتراض على التمويل الذاتي.

- أثبتت كذلك نتائج النموذج النهائي للدراسة عن وجود تأثير إيجابي للمردودية الإقتصادية (RE) ونسبة المديونية (LEV) للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي، حيث أن زيادة المردودية الإقتصادية بوحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة نسبة المديونية بمقدار (108,0085) فالمردودية الإقتصادية تعبر عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وتعتبر مؤشر لقياس أداء المؤسسة وبدقة أكثر تقيس فعالية الأصول الإقتصادية وبالتالي فزيادة المردودية الإقتصادية يعني أن المؤسسة تتحكم في النشاط الإقتصادي ولديها القدرة على خلق الثروة وهذا ما يؤدي إلى كسب ثقة البنوك والمؤسسات المالية في منح القروض لأن المؤسسة لديها القدرة على التسديد، كما يمكن تفسير ذلك بأن زيادة المردودية الإقتصادية للمؤسسة يعني أن هناك فرص إستثمارية للتوسع مما يؤدي إلى زيادة المؤسسة الإعتماد على القروض لتمويل الإستثمارات وجذب المستثمرين وكسب ثقة البنوك، كما أن المؤسسات الكبيرة يكون لديها حجم الأصول الثابتة كبير جدا وهي تعتبر كضمان لأنه في حالة الإفلاس لا تنخفض قيمتها على عكس الأصول الجارية.

الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر DJAI

خلاصة الفصل

في هذا الفصل قمنا بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المكونة لمؤشر داوجونز الصناعي من خلال عينة تتكون من 25 مؤسسة وذلك بعد إستبعاد 5 مؤسسات تنشط في القطاع المالي (بنوك، خدمات مالية، التأمين) و ذلك باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد.

وقد أثبتت نتائج الإنحدار الخطي المتعدد أن سياسة توزيع الأرباح ممثلة في كل من ربحية السهم الواحد والربح الموزع للسهم و كذلك الربح المحتجز للسهم بالإضافة إلى المردودية الإقتصادية تفسر ما قيمته (64,44%) من الهيكل التمويلي للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة خلال سنة 2017 ، أما النسبة المتبقية (35,56%) فترجع لعوامل أخرى .

الخاتمة

أصبح الهدف الحديث للإدارة المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة بعدما كان الهدف التقليدي لها هو تحقيق الربح، لذلك تسعى إدارة المؤسسة إلى توجيه مجمل قراراتها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في خدمة هذا الهدف الإستراتيجي لضمان البقاء وإستمرارها خاصة في ظل المنافسة، ويعتبر قرار التمويل وقرارات توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها الإدارة المالية إلى جانب قرار الإستثمار لما لهذه القرارات من تأثير على قيمة المؤسسة.

إن تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة يتم بناء على مجموعة من الأسس والمحددات التي يتعين على الإدارة المالية للمؤسسة دراستها بدقة لأجل إتخاذ القرار المناسب بشأن الهيكل التمويلي الذي يخفض تكلفة التمويل لديها إلى أدنى حد ممكن مما يعظم قيمتها.

وفي هذا الإطار تعد سياسة توزيع الأرباح عاملا مهما بالنسبة للمؤسسة وهذا لكونها تعمل على توفير تمويل ذاتي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون الحاجة إلى اللجوء إلى الإقتراض أو إلى إصدار أسهم جديدة في السوق المالي، وبذلك تحقق المؤسسة إستقلالية من القيود التي تفرضها الأطراف المانحة للتمويل، كما تحقق نمو في قيمتها عن طريق إستخدام هذا المصدر التمويلي الذاتي، بالإضافة إلى الميزة التي يتميز بها هذا المصدر وهي إنخفاض التكلفة مقارنة بالمصادر الأخرى، وتعتبر كذلك سياسة توزيع الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين لتحقيق الهدف الأساسي للمؤسسة والذي تعكسه قيمة أسهمها، إذ تسعى المؤسسة إلى الإستفادة من المزايا الناتجة عن سياسة توزيع الأرباح وهذا بإرضاء مالكيها وتحقيق التمويل الكافي لإستثماراتها.

ويعد تحديد الهيكل التمويلي والمناسب وكذلك تحديد نسبة التوزيع المثلى من أصعب القرارات التي تواجه الإدارة المالية في المؤسسة، نظرا للارتباط الوثيق بينهما فلا يمكن تحديد الهيكل التمويلي بمعزل عن سياسة التوزيع كما لا يمكن تحديد نسبة التوزيع ونسبة الأرباح المحتجزة بمعزل عن قرار التمويل.

وتتجلى أهمية كل من قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح من خلال الأبحاث والدراسات التي تناولت هذين القرارين وتأثيرهما على قيمة المؤسسة.

أولاً: إختبار الفرضيات

بعد دراستنا لموضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي بشقيه النظري والتطبيقي، كانت نتائج إختبار الفرضيات التي تمت صياغتها في مقدمة البحث كما يلي:

الفرضية الأولى: "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي"

إستناداً إلى نتائج النموذج النهائي الذي أظهر أن قيمة إحتمال (Prob) لربحية السهم (BPA) تساوي (0.0040)، أي أقل من مستوى المعنوية 5%، كما أن القيمة المحسوبة تساوي (3.32) بالقيمة المطلقة وهي أكبر من القيمة الجدولية (2.015)، بالإضافة إلى أن قيمة المعامل تساوي (-18.2323)، هذا يدل على وجود أثر سلبي معنوي بين ربحية السهم الواحد والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي ومنه تثبت صحة هذه الفرضية.

الفرضية الثانية: "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي"

إستناداً إلى نتائج النموذج النهائي الذي أظهر أن قيمة إحتمال (Prob) للربح الموزع (DPA) تساوي (0.0008)، أي أقل من مستوى المعنوية 5%، كما أن القيمة المحسوبة تساوي (4.04) وهي أكبر من القيمة الجدولية (2.015)، بالإضافة إلى ذلك قيمة المعامل تساوي (19.73)، هذا يدل على وجود أثر إيجابي معنوي بين الربح الموزع للسهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي ومنه تثبت صحة هذه الفرضية.

الفرضية الثالثة: "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح المحتجز للسهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي"

أظهرت نتائج النموذج النهائي أن قيمة إحتمال (Prob) للربح المحتجز للسهم (RPA) تساوي (0.0026)، أي أقل من مستوى المعنوية 5%، كما أن القيمة المحسوبة تساوي (3.53) وهي أكبر من القيمة الجدولية (2.01550)، بالإضافة إلى ذلك قيمة المعامل تساوي (21.35)، هذا يدل على وجود أثر إيجابي معنوي بين الربح المحتجز للسهم والهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي ومنه تثبت صحة هذه الفرضية.

ثانياً: نتائج الدراسة

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لهذا الموضوع توصلنا إلى العديد من النتائج، نستعرض من أهمها ما يلي:

1- نتائج الدراسة النظرية

- تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين سواء في صورة نقدية أو في صورة أسهم أو الاحتفاظ بجزء من هذه الأرباح كمصدر للتمويل الذاتي، وبالتالي نستنتج أن هذه السياسة تلعب دوراً مزدوجاً من خلال محاولة إرضاء المساهمين بتوزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح من جهة ومن جهة أخرى محاولة الإدارة الاحتفاظ بقدر من الأرباح لتمويل إستثماراتها، قد يجنبها مخاطر تكاليف اللجوء إلى مصادر أخرى كما أن لهذه السياسة دور في إنتقال الأموال وجذب المستثمرين؛

- تتحدد سياسة توزيع الأرباح بناء على عدة إعتبارات خارجية وكذلك داخلية، وبالتالي فسياسة توزيع الأرباح تختلف من مؤسسة إلى أخرى نظراً لإختلاف الظروف والعوامل المؤثرة في هذه السياسة وعليه نستنتج أنه لا توجد سياسة توزيع للأرباح مثلى أو محددة يمكن تطبيقها على جميع المؤسسات، وإنما تختلف بإختلاف طبيعة المؤسسة والأهداف الإستراتيجية التي تسعى إلى تحقيقها؛

- يعد قرار توزيع الأرباح من أهم وأصعب القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية، وتتجلى أهمية هذا القرار من خلال الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا الموضوع، وتأثيره على قيمة المؤسسة حيث أكد (M&M 1961) أنه لا يوجد تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة حسب (1961) M&M تتحدد بكفاءة قرارات الإستثمار أي بقدره الأصول على تحقيق الأرباح، في حين يعتقد (1962) Gordon أن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على ثروة الملاك في ظل عدم التأكد فحسب (1962) Gordon فإن قيمة المؤسسة تتحدد بناء على التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات وبالتالي فإن معدل الخصم لا بد أن يتزايد من عام لآخر، أما نظرية التمييز الضريبي فترى أن إحتجاز الأرباح يعظم قيمة المؤسسة نظراً للتمييز الضريبي الموجود بين معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية ومعدل الضريبة على التوزيعات، هذا دون إغفال أثر المحتوى المعلوماتي وكذلك أثر الزبون على أسعار الأسهم؛

- يعكس الهيكل التمويلي للمؤسسة مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة لتمويل إستثماراتها ويتحدد الهيكل التمويلي لأي مؤسسة بناء على عدة عوامل وإعتبارات مرتبطة بالمؤسسة وأخرى خارجة عن نطاق

المؤسسة وبالتالي نستنتج أنه لا يوجد هيكل تمويل أمثل أو محدد يمكن تطبيقه على جميع المؤسسات ولكن يختلف باختلاف طبيعة المؤسسة والظروف المحيطة بها وكذلك الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها؛

- تعتبر تكلفة التمويل من أهم المعايير التي يعتمد عليها المدير المالي في تحديد الهيكل التمويلي، وتختلف تكلفة التمويل باختلاف المصدر التمويلي المعتمد عليه، وبالتالي نستنتج أنه يجب على المدير المالي أن يراعي عند إختياره لمصادر التمويل عنصر التكلفة من خلال إختياره لمصدر التمويل الأرخص والذي يحقق أكبر عائد ممكن دون إهمال المخاطر، بالإضافة إلى حساب التكلفة الوسطية المرجحة لجميع مصادر التمويل لمعرفة التكلفة الكلية للتمويل والتي تساعد على إتخاذ قرار الإستثمار إذ تعبر تكلفة التمويل عن الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه للحفاظ على قيمة المؤسسة دون تغيير؛

- يعد قرار التمويل أو تحديد الهيكل التمويلي الأمثل من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة المالية، وتتجلى أهمية هذا القرار من خلال الأبحاث والدراسات التي تناولت تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة حيث أكد M&M في مقال نشر عام (1958) حول تأثير الهيكل التمويلي على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة أنه في ظل غياب الضريبة فإن قيمة المؤسسة لا تتأثر بصياغة هيكل مصادر التمويل، بمعنى لا يوجد هيكل رأس مال أمثل وهذا يختلف مع ما جاء به المدخل التقليدي الذي يفترض وجود هيكل رأس مال أمثل تنخفض عنده تكلفة التمويل إلى أدناها وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، أما في الدراسة الثانية (1963) التي قام بها M&M والتي طورت إنطلاقاً من الدراسة السابقة الذكر فقد توصل الباحثان أن إستخدام القروض في ظل وجود الضرائب يترك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى ذلك ظهرت نظريات حديثة تفسر أثر الإقتراض على قيمة المؤسسة، فقد أشارت نظرية الإشارة إلى التأثير الذي قد يحدثه الإقتراض على قيمة المؤسسة، أما نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فتعتمد على سلمية في إختيار مصادر التمويل تتطابق مع سلمية المخاطر؛

- تؤثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي من خلال تحديد نسبة الأرباح الموزعة وكذلك نسبة الأرباح المحتجزة التي تعتمد كمصدر للتمويل الذاتي وبالتالي نستنتج أن تحديد الهيكل التمويلي يرتبط ارتباطاً مباشراً بقرار توزيع الأرباح كما يمكن القول أن هناك تأثير متبادل لكل من قرار توزيع الأرباح وقرار التمويل.

2- نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، توصلنا للإستنتاجات التالية:

- سياسة توزيع الأرباح ممثلة بكل من ربحية السهم الواحد، الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم بالإضافة إلى المردودية الإقتصادية تفسر ما قيمته (64.44%) من الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي خلال فترة الدراسة؛
- أن نصيب السهم الواحد من الأرباح يؤثر سلبا على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، تتفق هذه النتيجة مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تقضي بوجود سلم تتبعه المؤسسة لتمويل إستثمارتها بداية بالتمويل الذاتي ثم الإقتراض وفي الأخير الزيادة في رأس المال؛
- أثبتت النتائج كذلك أن نصيب السهم الواحد من التوزيعات يؤثر إيجابا على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، فزيادة نصيب السهم الواحد من التوزيعات يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية، تتفق هذه النتيجة مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، لأن الزيادة في التوزيعات ينجم عنه إنخفاض في الأرباح المحتجزة وبالتالي تلجأ المؤسسات إلى الإقتراض كبديل؛
- أكدت النتائج على وجود علاقة إيجابية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونسبة المديونية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، تتناقض هذه النتيجة مع ما جاءت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فبالرغم من زيادة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل إلا أن المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي تفضل الإقتراض وهذا ما يتفق مع نظرية M&M في تفسيره لتأثير الإقتراض على قيمة المؤسسة بإعتبار أن الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم قيمتها؛
- أثبتت نتائج النموذج النهائي للدراسة عن وجود تأثير إيجابي للمردودية الاقتصادية على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، تتفق هذه النتيجة مع الأدبيات المالية إذ تقيس المردودية الاقتصادية فعالية الأصول ومدى تحكم المؤسسات في النشاط الإقتصادي، وقدرتها على خلق الثروة وبالتالي تكسب ثقة البنوك والمؤسسات المالية.

ثالثا: الإقتراحات

من خلال النتائج التي توصلنا إليها في دراستنا التطبيقية يمكن إدراج الإقتراحات التالية :

- أسفرت نتائج الدراسة أن نصيب السهم الواحد من الأرباح يؤثر سلبيا على نسبة المديونية للمؤسسات محل الدراسة يعني ذلك أن زيادة الأرباح يؤدي إلى إنخفاض الإقتراض و بالتالي نقترح على المدراء الماليين للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي الحفاظ على إستقرار الأرباح و نموها لتدعيم المركز المالي و ضمان الإستقلالية المالية ؛

- نقترح على المدراء الماليين للمؤسسات محل الدراسة تقليص نسبة الأرباح الموزعة ،حسب نتائج الدراسة فإن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة الإقتراض، وبالتالي يتعين على المدراء الماليين للمؤسسات محل الدراسة الموازنة بين نسبة الأرباح المحتجزة ونسبة الأرباح الموزعة و محاولة إيجاد نسبة توزيع الأرباح لإرضاء المساهمين دون الإضرار بإستقرار المؤسسة و ضمان نسبة من الأرباح المحتجزة بغرض التمويل الذاتي دون اللجوء إلى الإقتراض ؛

- بالنظر إلى النتيجة التي أسفرت عنها نتائج الدراسة و التي تقضي بأن زيادة نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية يتضح أن المؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي تفضل الإقتراض كمصدر للتمويل للإستفادة من المزايا الضريبية التي يحققها هذا المصدر بالتالي يتعين على المدراء الماليين للمؤسسات محل الدراسة الموازنة بين العائد و المخاطر التي قد تنجم عن الإقتراض مخاطر الإفلاس، مخاطر الوكالة و مخاطر عدم السداد؛

- نقترح كذلك على المؤسسات محل الدراسة تدعيم المردودية الإقتصادية نظرا للأثر الإيجابي الذي تحدثه على الإقتراض بهدف كسب ثقة البنوك و المؤسسات المالية و جذب المستثمرين.

رابعا: آفاق الدراسة

في الأخير يمكن القول أن هذه الدراسة كانت بمثابة محاولة منا لفتح المجال أمام بحوث ودراسات أخرى في هذا الإطار، ويمكن إقتراح مواضيع مرتبطة ببحثنا هذا كما يلي:

- تأثير الهيكل التمويلي على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة الاقتصادية؛

- تأثير سياسة توزيع الأرباح والهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة؛

- تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.

كما نقترح على الطلبة المقبلين على إعداد مذكرات تخرجهم في السنوات اللاحقة بحول الله إعادة هذه الدراسة وإسقاطها على مؤسسات مدرجة في بورصات أخرى.

في الأخير نحمد الله الكريم على توفيقه وعونه، كما نتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساهم في إنجاز هذا البحث.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

I- باللغة العربية:

أ- الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، بدون سنة نشر.
2. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008.
3. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2009.
4. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
5. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
6. جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي مع تمارين ومسائل محلولة، الطبعة الثانية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
7. حسن ياسين طعمة، إيمان حنوش، طرق الإحصاء الوصفي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
8. حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
9. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
10. خميسي شيخة، التسيير والمالية، التسيير المالي للمؤسسة، دروس ومسائل محلولة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
11. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
12. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
13. رشاد العصار، علي ربابعة، ياسر السكران، توفيق عبد الرحيم يوسف، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.

14. سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
15. سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
16. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1997.
17. شفيق العتوم، طرق الإحصاء تطبيقات إقتصادية وإدارية باستخدام SPSS، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
18. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008.
19. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2007.
20. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
21. عاطف وأليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
22. عبد الحليم كراجة ، عاطف الاخرس ، عليان الشريف ، ايمان الهيني ، احمد الجعبري ، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
23. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات علمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
24. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات علمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
25. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
26. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
27. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل إتخاذ القرارات، التحليل المالي واتخاذ القرارات، الجزء الأول، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.

28. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
29. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
30. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
31. عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق -، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
32. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
33. عدنان هاشم السمرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر، عمان، 1997.
34. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
35. عليان الشريف، رشاد العصار، أحمد الجعبري، عاطف الأخرس، إيمان الهيني، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
36. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
37. فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
38. فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
39. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
40. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
41. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.

42. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
43. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
44. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2013.
45. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
46. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
47. محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
48. محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجمعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009.
49. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، البتراء، 2003.
50. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
51. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
52. مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
53. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

54. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
55. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
56. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
57. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
58. نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997.

ب- المقالات:

59. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي نظري لنظرية الإنتقاط ودورة حياة الشركة، بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، 2015.
60. عبد الغني دادن ، عبد الوهاب دادن ، سليمان بلعور، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في إتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في الإقتصاديات المغاربية، الجزائر، 2003.
61. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، عدد 04، جامعة ورقلة، 2006.
62. عبد الوهاب دادن، حورية بديدة ، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في مؤشر CAC40، مجلة الباحث ، العدد10، ورقلة، 2012.
63. محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي-، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010.

64. محمد زيدان، جمال قدام، إختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة 2011-2013، مجلة رؤى إقتصادية، العدد 9، الوادي، 2015.

65. مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الإقتصادية في التشريع الجزائري، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، جامعة غرداية، 2015.

ت-الرسائل والأطروحات:

66. إسلام فيصل أحمد "أحمد خليل" ، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية و على سياستها في توزيعات الأرباح ، مذكرة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط ، 2011.

67. جمال الدين ترفاس ، ياسين قحة ، تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي-دراسة قياسية للشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي ، مذكرة ماستر ، جيجل ، 2017 .

68. أنفال حدة خبيزة ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية ، مذكرة ماجستير ، جامعة بسكرة ، 2012.

69. جمال قدام ، تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير ، جامعة جيجل ، 2007.

70. علي بن الضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة ، مذكرة ماجستير ، ورقلة ، 2009.

71. عمر بن دادة ، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير ، جامعة جيجل ، 2017.

72. لامية بوتسطة ، أثر الهيكل المالي على تكلفة الاموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير ، جامعة جيجل ، 2009 .

II- باللغة الأجنبية:

A-Les livres :

73. BAREAU. J & DELAHAYE. J & DELAHAYE. F . Gestion financière, manuel & application, 15^{ème} édition , Dunod , Paris, 2006.

74. BARRAU. J & DELAHAYE. J, Gestion financière, manuel et application, 7^{ème} édition, Dunod , Paris, 1998.

75. BARREAU. J & DELAHAYE. J & DELAHAYE. F, Gestion Financière, cas pratique, 8^{ème} édition , Dunod ,Paris, 2006.
76. BERK. J & DEMAREZO. P, Finance d'entreprise, 3^{ème} édition, Pearson, France, 2014.
77. BODIE. Z & MERTON. R, Finance, 2^{ème} édition, Nouveaux Horizon, Paris, 2007.
78. BOURBONNAIS. R, Econométrie, 9^{ème} éditions, Dunod , Paris, 2015.
79. DAMODARAN. A, Finance d'entreprise, Théorie et pratique. Traduction de la 2^{ème} édition américaine sous la direction de HIRIGOYEN.G , De boeck, Bruxelles, 2010.
80. DAMODARAN. A, Pratique de la finance d'entreprise, Traduction de la 2^{ème} édition américaine sous la direction de HIRIGOYEN.G & BASLY.S & PALARD.J & ZUE.Y, De boeck, Bruxelles, 2010.
81. GAGNON. J & KHOURY. N, Traité de gestion Financière, 2^{ème} édition, édition ESKA. S.A.R.L, Paris, 1981.
82. HUTIN. H, Toute la finance, 3^{ème} éditions, édition organisation, Paris ,2004.
83. QUIRY. P & LEFUR. Y, Finance d'entreprise, Daloz, Paris, 2010.
84. QUIRY. P & LEFUR. Y, Finance d'entreprise, VERNIMMEN. P, 5^{ème} édition, Daloz, Paris, 2002.
85. REILLY. F & BROWN. K, Investment analysis and Portfolio management , Thenth édition, South-Western édition, Mason, 2012.
86. TEULIE. J & TOPSACALIAN. P, Finance, 4^{ème} édition, Vinbert, Paris, 2005.
87. ZAMBOTTO. CH & ZAMBOTTO. C , Gestion financière en 23 , 7^{ème} édition ,Dunod , Paris ,2006.
88. ZAMBOTTO. CH & ZAMBOTTO. C, Gestion financière, finance d'entreprise, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2009.
- B-Les articles :**
89. ALBOUY. M, La politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants? Cahier de recherche N° 2010-05. E 2 ,2010.
90. ASIF. A & RASOOL. W & KAMAL. Y, Impact of financial leverage on dividend policy :Empirical evidence from karachi stok exchange –listed companies ,African Journal of business Management , Vol .54 ,2011.
91. BELLALAH. M, Réflexion sur la Politique de dividendes en présence de couts d'information, Cahier de recherche N° 200009, Université Paris IX dauphine.
92. HOUMANI FARAHANNI. M & GHARA JAFARI. M ,Impact of financial leverage on dividend policy at Tehran stok exchange a case study in food industry , Journal of natural and social sciences , Vol .2 , N°3 ,2013.
93. LEVI. N, Introduction à la Politique de dividendes des sociétés en Pologne en 2015, Journal of modern science tom, 27/04/2015.

94. MODIGLIANI. F & MILLER. M, Dividend policy, growth and the Valuation of shares, Chicago Journal of business, Vol 34, N° 4, 1961.

95. SHOVEN. J & SIALM. C, The dow jones industrial average, the impact of fixing its flaws, The Journal of wealth management 9 , 2000.

C- Les thèse :

96. TURKI. A, Le Role de la Politique de dividendes dans le Carde des opérations de fusions-acquisitions, Thèse de doctorat, Université lille 2, France, 2013.

D- Les sites électroniques :

97. www.irec.net/upload/file/mémoire-et-these/193.

98. www.mataf.net/fr/edu/glossaire/théoriedesignaux.

99. www.marketwatch.com

100. www.teletrader.com

101. www.wikipedia.org

الملاحق

ملحق رقم (1): 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 رقم (2): 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

TABLE DE DURBIN-WATSON

Risque $\alpha = 5 \%$

n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,92
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,83
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,82
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,81
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,78
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,77
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,74	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,62	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

k est le nombre de variables exogènes (constante exclue).

n est la taille de l'échantillon.

ملحق رقم (4): جدول توزيع (CHI-DEUX (X^2))

TABLE DE LA LOI DU CHI-DEUX

Valeurs de χ^2 ayant la probabilité P d'être dépassées

ν	$P = 0,90$	0,80	0,70	0,50	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01
1	0,0158	0,0642	0,148	0,455	1,074	1,642	2,706	3,841	5,412	6,635
2	0,211	0,446	0,713	1,386	2,408	3,219	4,605	5,991	7,824	9,210
3	0,584	1,005	1,424	2,366	3,665	4,642	6,251	7,815	9,837	11,345
4	1,064	1,649	2,195	3,357	4,878	5,989	7,779	9,488	11,668	13,277
5	1,610	2,343	3,000	4,351	6,064	7,289	9,236	11,070	13,388	15,086
6	2,204	3,070	3,828	5,348	7,231	8,558	10,645	12,592	15,033	16,812
7	2,833	3,822	4,671	6,346	8,383	9,803	12,017	14,067	16,662	18,475
8	3,490	4,594	5,527	7,344	9,524	11,030	13,362	15,507	18,168	20,090
9	4,168	5,380	6,393	8,343	10,656	12,242	14,684	16,919	19,679	21,666
10	4,865	6,179	7,267	9,342	11,781	13,442	15,987	18,307	21,161	23,209
11	5,578	6,989	8,148	10,341	12,899	14,631	17,275	19,675	22,618	24,725
12	6,304	7,807	9,034	11,340	14,011	15,812	18,549	21,026	24,054	26,217
13	7,042	8,634	9,926	12,340	15,119	16,985	19,812	22,362	25,472	27,688
14	7,790	9,467	10,821	13,339	16,222	18,151	21,064	23,685	26,873	29,141
15	8,547	10,307	11,721	14,339	17,322	19,311	22,307	24,996	28,259	30,578
16	9,312	11,152	12,624	15,338	18,418	20,465	23,542	26,296	29,633	32,000
17	10,085	12,002	13,531	16,338	19,511	21,615	24,769	27,587	30,995	33,409
18	10,865	12,857	14,440	17,338	20,601	22,760	25,989	28,869	32,346	34,805
19	11,651	13,716	15,352	18,338	21,689	23,900	27,204	30,144	33,687	36,191
20	12,443	14,578	16,266	19,337	22,775	25,038	28,412	31,410	35,020	37,566
21	13,240	15,445	17,182	20,337	23,858	26,171	29,615	32,671	36,343	38,932
22	14,041	16,314	18,101	21,337	24,939	27,301	30,813	33,924	37,659	40,289
23	14,848	17,187	19,021	22,337	26,018	28,429	32,007	35,172	38,968	41,638
24	15,659	18,062	19,943	23,337	27,096	29,553	33,196	36,415	40,270	42,980
25	16,473	18,940	20,867	24,337	28,172	30,675	34,382	37,652	41,566	44,314
26	17,292	19,820	21,792	25,336	29,246	31,795	35,563	38,885	42,856	45,642
27	18,114	20,703	22,719	26,336	30,319	32,912	36,741	40,113	44,140	46,963
28	18,939	21,588	23,647	27,336	31,391	34,027	37,916	41,337	45,419	48,278
29	19,768	22,475	24,577	28,336	32,461	35,139	39,087	42,557	46,693	49,588
30	20,599	23,364	25,508	29,336	33,530	36,250	40,256	43,773	47,962	50,892

Overview	Chart	Profile	Key statistics	Financials	News	TraderScreen
3M Company / US88579Y1010 / IEX						
5/3/2018 8:57:00 PM	Chg. +0.83	Volume 120,286 Turnover: 23.39 mill	Bid 8:57:21 PM 190.69 Bid Size: 100	Ask 8:57:21 PM 195.36 Ask Size: 200	Market Capitalization 115.82 bill USD	Dividend Y. 2.42% P/E Ratio 23.92
195.34 USD	+0.43%					
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			8,652	8,489	8,515	8,516
Intangible Assets			1,688	1,435	2,601	2,320
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			3,864	3,706	3,518	3,385
Accounts Receivable			4,253	4,238	4,154	4,392
Cash and Cash Equivalents			2,581	1,897	1,798	2,398
Current Assets			12,733	11,765	10,986	11,726
Total Assets			33,550	31,269	32,718	32,906
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			1,799	1,807	1,694	1,798
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			1,683	106	2,044	972
Provisions			417	435	332	299
Liabilities			15,602	18,127	20,971	22,563
Share Capital			9	9	9	9
Total Equity			17,502	13,109	11,708	10,298
Minority Interests			446	33	39	45
Total liabilities equity			33,550	31,269	32,718	32,906
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			30,871	31,821	30,274	30,109
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			6,866	7,135	6,946	7,223
Interest Income			-104	-109	-123	-170
Income Before Taxes			6,562	7,026	6,823	7,053
Income Taxes			1,841	2,028	1,982	1,995
Minority Interests Profit			-62	-42	-8	-8
Net Income			4,659	4,956	4,833	5,050
Earnings per Share			6.8300	7.6300	7.7200	8.3500
Dividend per Share			2.5400	3.4200	4.1000	4.4400
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			5,817	6,626	6,420	6,662
Cash Flow from Investing Activities			-856	-596	-2,817	-1,403
Cash Flow from Financing			-5,246	-6,603	-3,648	-4,626
Decrease / Increase in Cash			-302	-684	-99	600
Employees			88,667	89,800	89,446	91,584

© 2018 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	News	TraderScreen
Apple Inc. / US0378331005 / IEX						
5/3/2018 8:59:55 PM	Chg. +0.35	Volume 934,979	Bid - =	Ask - =	Market Capitalization 869.44 bill.USD	Dividend Y 1.36%
176.91 USD	+0.20%	Turnover 164 68 mil	Bid Size: -	Ask Size: -		P/E Ratio 19.08
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		16,597	20,624	22,471	27,010	33,783
Intangible Assets		4,179	4,142	3,893	3,206	2,298
Long-Term Investments		106,215	130,162	164,065	170,430	194,714
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		1,764	2,111	2,349	2,132	4,855
Accounts Receivable		13,102	17,460	16,849	15,754	17,874
Cash and Cash Equivalents		14,259	13,844	21,120	20,484	20,289
Current Assets		73,286	68,531	89,378	106,869	128,645
Total Assets		207,000	231,839	290,479	321,686	375,319
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		22,367	30,196	35,490	37,294	49,049
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		0.0000	6,308	8,499	8,105	11,977
Provisions		-	-	-	-	-
Liabilities		83,451	120,292	171,124	193,437	241,272
Share Capital		-	-	-	-	-
Total Equity		123,549	111,547	119,355	128,249	134,047
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		207,000	231,839	290,479	321,686	375,319
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		170,910	182,795	233,715	215,639	229,234
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		48,999	52,503	71,230	60,024	61,344
Interest Income		-	-	-	-	-
Income Before Taxes		50,155	53,483	72,515	61,372	64,089
Income Taxes		13,118	13,973	19,121	15,685	15,738
Minority Interests Profit		-	-	-	-	-
Net Income		37,037	39,510	53,394	45,687	48,351
Earnings per Share		5.7200	6.4900	9.2800	8.3500	9.2700
Dividend per Share		1.6290	1.8200	1.9800	2.1800	2.4000
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		53,666	59,713	81,266	65,824	63,598
Cash Flow from Investing Activities		-33,774	-22,579	-56,274	-45,977	-46,446
Cash Flow from Financing		-16,379	-37,549	-17,716	-20,483	-17,347
Decrease / Increase in Cash		3,513	-415	7,276	-636	-195
Employees		80,300	92,600	110,000	116,000	123,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Boeing Company (The) / US0970231058 / IEX						
5/3/2018 8:45:55 PM	Chg. +6.60	Volume 88,646 Turnover: 28.96 mill	Bid 8:47:30 PM 323.41 Bid Size: 100	Ask 8:47:30 PM 330.78 Ask Size: 100	Market Capitalization 188.87 bill USD	Dividend Y. 1.84% P/E Ratio 23.84
330.76 USD	+2.03%					
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			10,224	11,007	12,076	12,807
Intangible Assets			3,052	2,869	2,657	2,540
Long-Term Investments			4,831	4,525	4,642	5,090
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			42,912	46,756	47,257	43,199
Accounts Receivable			6,546	7,729	8,713	8,832
Cash and Cash Equivalents			9,088	11,733	11,302	8,801
Current Assets			65,074	67,785	68,234	62,488
Total Assets			92,663	99,198	94,408	89,997
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			9,498	10,667	10,800	11,190
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			-	-	-	-
Provisions			6,267	21,946	16,406	16,029
Liabilities			77,666	90,408	88,011	89,120
Share Capital			-	-	-	-
Total Equity			14,875	8,665	6,335	817
Minority Interests			122	125	62	60
Total liabilities equity			92,663	99,198	94,408	89,997
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			86,623	90,762	96,114	94,571
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			6,562	7,473	7,443	5,834
Interest Income			-386	-333	-275	-306
Income Before Taxes			6,232	7,137	7,155	5,568
Income Taxes			1,646	1,691	1,979	673
Minority Interests Profit			-	-	-	-
Net Income			4,585	5,446	5,176	4,895
Earnings per Share			6.0300	7.4700	7.5200	7.7000
Dividend per Share			2.1650	3.1000	3.8200	4.6900
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			8,179	8,858	9,363	10,499
Cash Flow from Investing Activities			-5,154	2,467	-1,846	-3,380
Cash Flow from Financing			-4,249	-8,593	-7,920	-9,587
Decrease / Increase in Cash			-1,253	2,645	-431	-2,501
Employees			168,400	165,500	161,400	150,500

© 2018 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	News	TraderScreen
Caterpillar, Inc. / US1491231015 / IEX						
5/3/2018 8:59:55 PM	Chg. -0.02	Volume 185,924 Turnover: 26.28 mill.	Bid - Ask - Bid Size: - Ask Size: -	Market Capitalization 85.97 bill.USD	Dividend Y. 2.16%	P/E Ratio 113.21
143.84	USD	-0.01%				
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		17,075	16,577	16,090	15,322	14,155
Intangible Assets		3,596	3,076	2,821	2,349	2,111
Long-Term Investments		-	-	-	-	-
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		12,625	12,205	9,700	8,614	10,018
Accounts Receivable		8,413	7,737	6,695	5,981	7,436
Cash and Cash Equivalents		6,081	7,341	6,460	7,168	8,261
Current Assets		38,335	38,867	34,418	31,967	36,244
Total Assets		84,896	84,681	78,497	74,704	76,962
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		6,560	6,515	5,023	4,614	6,487
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		3,679	4,708	6,967	7,303	4,837
Provisions		-	-	-	-	-
Liabilities		64,018	67,855	63,612	61,491	63,196
Share Capital		4,709	5,016	5,238	5,277	5,593
Total Equity		20,878	16,826	14,885	13,213	13,766
Minority Interests		67	80	76	76	69
Total liabilities equity		84,896	84,681	78,497	74,704	76,962
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		52,694	52,142	44,147	35,773	42,676
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		5,628	5,328	3,256	498	4,406
Interest Income		-465	-484	-507	-505	-531
Income Before Taxes		5,128	5,083	2,855	139	4,082
Income Taxes		1,319	1,380	742	192	3,339
Minority Interests Profit		-14	-16	-11	-8	-5
Net Income		3,789	3,695	2,102	-67	754
Earnings per Share		5.8700	5.9900	3.5400	-0.1100	1.2700
Dividend per Share		2.3200	2.7000	3.0100	3.0800	3.1100
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		10,191	8,057	6,675	5,608	5,702
Cash Flow from Investing Activities		-5,046	-3,627	-3,517	-1,760	-994
Cash Flow from Financing		-4,511	-2,996	-3,870	-3,112	-3,653
Decrease / Increase in Cash		591	1,260	-881	708	1,093
Employees		118,501	114,233	105,700	95,400	98,400

© 2018 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	News	TraderScreen
Chevron Corporation / us1667641005 / IEX						
5/3/2018 8:59:55 PM	Chg. +0.57	Volume 203,630 Turnover: 25.48 mill.	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 239.72 bill.USD	Dividend Y. 3.44% P/E Ratio 25.72
126.04	USD	+0.45%				
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		164,829	183,173	188,396	182,186	177,712
Intangible Assets		-	-	-	-	-
Long-Term Investments		-	-	-	-	-
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		6,380	6,505	6,334	5,419	5,585
Accounts Receivable		21,622	16,736	12,860	14,092	15,353
Cash and Cash Equivalents		16,245	12,785	11,022	6,988	4,813
Current Assets		50,250	42,232	35,347	29,619	28,560
Total Assets		253,753	266,026	266,103	260,078	253,806
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		22,815	19,000	13,516	13,986	14,565
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		374	3,790	4,928	10,840	5,192
Provisions		26,703	27,248	25,522	22,398	19,919
Liabilities		104,640	110,998	113,387	114,522	105,682
Share Capital		1,832	1,832	1,832	1,832	1,832
Total Equity		149,113	155,028	152,716	145,556	148,124
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		253,753	266,026	266,103	260,078	253,806
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		228,848	211,970	138,477	114,472	141,722
Depreciation (total)		14,186	16,793	21,037	19,457	19,349
Operating Result		35,905	31,202	4,842	-1,959	9,528
Interest Income		-	-	-	-201	-307
Income Before Taxes		35,905	31,202	4,842	-2,160	9,221
Income Taxes		14,308	11,892	132	-1,729	-48
Minority Interests Profit		-174	-69	-123	-66	-74
Net Income		21,423	19,241	4,587	-497	9,195
Earnings per Share		11.1800	10.2100	2.4600	-0.2700	4.8800
Dividend per Share		3.9000	4.2100	4.2800	4.2900	4.3200
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		35,002	31,475	19,456	12,846	20,515
Cash Flow from Investing Activities		-35,609	-29,893	-23,808	-16,852	-8,201
Cash Flow from Financing		-3,821	-4,999	2,815	25	-14,554
Decrease / Increase in Cash		-4,694	-3,460	-1,763	-4,034	-2,175
Employees		64,600	64,700	61,500	55,200	51,900

© 2018 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	News	TraderScreen
Cisco Systems, Inc. / US17275R1023 / IEX						
5/3/2018 8:52:54 PM	Chg. +0.56	Volume 314,407 Turnover: 13.89 mill.	Bid 8:52:54 PM 43.50 Bid Size: 100	Ask 8:52:54 PM 44.46 Ask Size: 100	Market Capitalization 211.3 bill. USD	Dividend Y. 2.51% P/E Ratio 22.84
44.43 USD	+1.27%					
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			3,322	3,252	3,332	3,506
Intangible Assets			3,403	3,280	2,376	2,501
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			1,476	1,591	1,627	1,217
Accounts Receivable			5,470	5,157	5,344	5,847
Cash and Cash Equivalents			7,925	6,726	6,877	7,631
Current Assets			65,521	67,114	76,283	78,719
Total Assets			101,191	105,134	113,481	121,852
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			1,029	1,032	1,104	1,056
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			3,283	508	3,897	4,160
Provisions			-	-	-	-
Liabilities			42,071	48,480	53,783	58,066
Share Capital			42,297	41,884	43,592	44,516
Total Equity			59,120	56,654	59,698	63,586
Minority Interests			-	-	-	-
Total liabilities equity			101,191	105,134	113,481	121,852
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			48,607	47,142	49,161	49,247
Depreciation (total)			395	275	359	303
Operating Result			11,196	9,345	10,770	12,660
Interest Income			71	127	203	329
Income Before Taxes			11,227	9,715	11,201	12,920
Income Taxes			1,244	1,862	2,220	2,181
Minority Interests Profit			-	-	-	-
Net Income			9,983	7,853	8,981	10,739
Earnings per Share			1.8700	1.5000	1.7600	2.1300
Dividend per Share			0.6200	0.7200	0.8000	0.9400
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			12,894	12,332	12,552	13,570
Cash Flow from Investing Activities			-11,768	-6,643	-10,088	-8,117
Cash Flow from Financing			-3,000	-6,888	-2,313	-4,699
Decrease / Increase in Cash			-1,874	-1,199	151	754
Employees			75,049	74,042	71,833	73,700

© 2018 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	News	TraderScreen
Coca-Cola Company (The) / US1912161007 / IEX						
5/3/2018 8:59:57 PM	Chg. -0.18	Volume 261,196 Turnover: 10.92 mill.	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 178.25 bill.USD	Dividend Y. 3.53% P/E Ratio 144.45
41.89	USD	-0.43%				
ASSETS						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Property and Equipment			14,967	14,633	12,571	10,635
Intangible Assets			15,299	14,272	12,843	10,499
Long-Term Investments			11,512	13,625	15,788	17,249
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			3,277	3,100	2,902	2,675
Accounts Receivable			4,873	4,466	3,941	3,856
Cash and Cash Equivalents			17,121	8,958	7,309	8,555
Current Assets			31,304	32,986	33,395	34,010
Total Assets			90,055	92,023	90,093	87,270
LIABILITIES						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Accounts Payable			9,577	9,234	9,660	9,490
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			-	-	-	-
Provisions			6,152	5,636	4,691	3,753
Liabilities			56,615	61,462	64,329	64,050
Share Capital			-	-	-	-
Total Equity			33,173	30,320	25,554	23,062
Minority Interests			267	241	210	158
Total liabilities equity			90,055	92,023	90,093	87,270
INCOME STATEMENT						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Revenues			46,854	45,998	44,294	41,863
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			10,228	9,708	8,728	8,626
Interest Income			71	111	-243	-91
Income Before Taxes			11,477	9,325	9,605	8,136
Income Taxes			2,851	2,201	2,239	1,586
Minority Interests Profit			-42	-26	-15	-23
Net Income			8,584	7,098	7,351	6,527
Earnings per Share			1.9400	1.6200	1.6900	1.5100
Dividend per Share			1.1200	1.2200	1.3200	1.4000
CASH FLOW						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Cash Flow from Operating Activities			10,542	10,615	10,528	8,796
Cash Flow from Investing Activities			-4,214	-7,506	-6,186	-999
Cash Flow from Financing			-3,745	-3,631	-5,113	-6,545
Decrease / Increase in Cash			1,972	-1,546	-1,649	1,246
Employees			130,600	129,200	123,200	100,300

© 2018 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	News	TraderScreen
DowDuPont Inc. / US26078J1007 / IEX						
5/3/2018 8:59:59 PM	Chg. +0.02	Volume 529,271 Turnover: 33.46 mill.	Bid - - Bid Size: -	Ask - - Ask Size: -	Market Capitalization 147.82 bill. USD	Dividend Y. 2.77%
63.48 USD	+0.03%					P/E Ratio 68.99
ASSETS						
						2017 US GAAP in mill. USD
Property and Equipment						36,247
Intangible Assets						33,274
Long-Term Investments						2,564
Fixed Assets						-
Inventories						16,992
Accounts Receivable						11,314
Cash and Cash Equivalents						13,438
Current Assets						49,893
Total Assets						192,164
LIABILITIES						
						2017 US GAAP in mill. USD
Accounts Payable						12,861
Long-Term Liabilities						30,056
Liabilities to Banks						34,071
Provisions						7,109
Liabilities						90,237
Share Capital						-
Total Equity						101,927
Minority Interests						1,597
Total liabilities equity						192,164
INCOME STATEMENT						
						2017 US GAAP in mill. USD
Revenues						62,484
Depreciation (total)						1,013
Operating Result						545
Interest Income						-116
Income Before Taxes						1,193
Income Taxes						-476
Minority Interests Profit						-132
Net Income						1,460
Earnings per Share						0.9200
Dividend per Share						1.7600
CASH FLOW						
						2017 US GAAP in mill. USD
Cash Flow from Operating Activities						8,695
Cash Flow from Investing Activities						4,274
Cash Flow from Financing						-6,523
Decrease / Increase in Cash						6,831
Employees						98,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Exxon Mobil Corporation / US03231G1022 / IEX						
5/3/2018 8:59:56 PM	Chg. -0.25	Volume 226,064 Turnover: 17.2 mill.	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 324.06 bill.USD	Dividend Y. 4.00% P/E Ratio 16.53
76.52	USD	-0.33%				
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		243,650	252,668	251,605	244,224	252,630
Intangible Assets		-	-	-	-	-
Long-Term Investments		36,328	35,239	34,245	35,102	39,160
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		16,135	16,678	16,245	15,080	16,992
Accounts Receivable		-	-	-	-	-
Cash and Cash Equivalents		4,644	4,616	3,705	3,657	3,177
Current Assets		59,308	52,910	42,623	41,416	47,134
Total Assets		346,808	349,493	336,758	330,314	348,691
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		48,085	42,227	32,412	31,193	36,796
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		-	-	-	-	-
Provisions		61,176	65,032	59,465	54,721	48,025
Liabilities		172,805	175,094	165,947	162,989	161,003
Share Capital		-	-	-	-	-
Total Equity		174,003	174,399	170,811	167,325	187,688
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		346,808	349,493	336,758	330,314	348,691
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		438,255	411,939	268,882	226,094	244,363
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		57,720	51,916	22,277	8,422	19,275
Interest Income		-9	-286	-311	-453	-601
Income Before Taxes		57,711	51,630	21,966	7,969	18,674
Income Taxes		24,263	18,015	5,415	-406	-1,174
Minority Interests Profit		-868	-1,095	-401	-535	-138
Net Income		32,580	32,520	16,150	7,840	19,710
Earnings per Share		7.3700	7.6000	3.8500	1.8800	4.6300
Dividend per Share		2.4600	2.7000	2.8800	2.9600	3.0600
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		44,914	45,116	30,344	22,082	30,066
Cash Flow from Investing Activities		-34,201	-26,975	-23,824	-12,403	-15,730
Cash Flow from Financing		-15,476	-17,888	-7,037	-9,293	-15,130
Decrease / Increase in Cash		-4,936	-28	-911	-48	-480
Employees		75,000	75,300	73,500	71,100	69,600

© 2018 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	News	TraderScreen
General Electric Company / US3696041033 / IEX						
5/4/2018 8:59:59 PM	Chg	+0.18	Volume 742,332	Bid - Ask -	Market Capitalization 122.46 bill.USD	Dividend Y. 5.96%
14.10 USD		+1.26%	Turnover: 10.41 mill	Bid Size: - Ask Size: -		P/E Ratio -
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
Property and Equipment			68,800	66,387	54,095	50,518
Intangible Assets			14,310	14,156	16,744	16,436
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			17,300	17,689	22,515	22,354
Accounts Receivable			-	-	-	-
Cash and Cash Equivalents			88,555	90,208	70,483	48,129
Current Assets			-	-	-	-
Total Assets			656,600	648,349	492,692	365,183
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
Accounts Payable			16,471	16,338	13,680	14,435
Long-Term Liabilities			305,150	293,191	145,301	105,080
Liabilities to Banks			383,040	364,980	200,443	138,318
Provisions			-	-	-	-
Liabilities			519,777	511,516	389,581	284,667
Share Capital			-	-	-	-
Total Equity			130,566	128,159	98,274	75,828
Minority Interests			6,217	8,674	4,836	4,688
Total liabilities equity			656,600	648,349	492,692	377,945
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
Revenues			146,045	148,589	117,386	123,693
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			26,267	26,711	15,649	14,055
Interest Income			-10,116	-9,482	-7,463	-5,025
Income Before Taxes			16,151	17,229	8,186	9,030
Income Taxes			676	1,772	6,485	-464
Minority Interests Profit			-298	-112	-332	291
Net Income			13,057	15,233	-6,126	8,831
Earnings per Share			1.2800	1.5100	-0.6200	0.9000
Dividend per Share			0.7900	0.8900	0.9200	0.9300
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
Cash Flow from Operating Activities			29,037	27,710	19,891	-244
Cash Flow from Investing Activities			29,117	5,030	59,488	49,202
Cash Flow from Financing			-45,629	-16,958	-76,054	-89,131
Decrease / Increase in Cash			11,328	2,230	-138	-41,319
Employees			307,000	305,000	333,000	295,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Home Depot, Inc. (The) / US4370761029 / IEX						
5/4/2018 8:59:59 PM	Chg. +1.86	Volume 174,691 Turnover: 32.39 mill	Bid - - Bid Size -	Ask - - Ask Size -	Market Capitalization 214.13 bill.USD	Dividend Y 1.92% P/E Ratio 25.24
185.04	USD	+1.02%				
ASSETS						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Property and Equipment			23,348	22,720	22,191	21,914
Intangible Assets			-	-	-	-
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			11,057	11,079	11,809	12,549
Accounts Receivable			-	-	-	-
Cash and Cash Equivalents			1,929	1,723	2,216	2,538
Current Assets			15,279	15,302	16,993	17,724
Total Assets			40,518	39,946	42,549	42,966
LIABILITIES						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Accounts Payable			5,797	5,807	6,565	7,000
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			-	-	-	-
Provisions			514	642	854	296
Liabilities			27,996	30,624	36,233	38,633
Share Capital			-	-	-	-
Total Equity			12,522	9,322	6,316	4,333
Minority Interests			-	-	-	-
Total liabilities equity			40,518	39,946	42,549	42,966
INCOME STATEMENT						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Revenues			78,812	83,176	88,519	94,595
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			9,166	10,469	11,774	13,427
Interest Income			-699	-493	-753	-936
Income Before Taxes			8,467	9,976	11,021	12,491
Income Taxes			3,082	3,631	4,012	4,534
Minority Interests Profit			-	-	-	-
Net Income			5,385	6,345	7,009	7,957
Earnings per Share			3.7800	4.7400	5.4900	6.4700
Dividend per Share			1.5600	1.8800	2.3600	2.7600
CASH FLOW						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Cash Flow from Operating Activities			7,628	8,242	9,373	9,783
Cash Flow from Investing Activities			-1,507	-1,271	-2,982	-1,583
Cash Flow from Financing			-6,652	-7,071	-5,787	-7,870
Decrease / Increase in Cash			-531	-100	604	330
Employees			365,000	371,000	385,000	406,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Intel Corporation / US4581401001 / IEX						
5/3/2018 8:59:56 PM	Chg. -0.06	Volume 397,428	Bid -	Ask -	Market Capitalization	Dividend Y.
52.27 USD	-0.11%	Turnover: 20.6 mill.	Bid Size: -	Ask Size: -	244.04 bill. USD	2.06%
P/E Ratio						
25.63						
ASSETS						
		2013	2014	2015	2016	2017
		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		31,428	33,238	31,858	36,171	41,109
Intangible Assets		5,150	4,446	3,933	9,494	12,745
Long-Term Investments		-	-	-	-	-
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		4,172	4,273	5,167	5,553	6,983
Accounts Receivable		3,582	4,427	4,787	4,690	5,607
Cash and Cash Equivalents		5,674	2,561	15,308	5,560	3,433
Current Assets		32,084	27,730	40,356	35,508	29,500
Total Assets		92,358	91,956	103,065	113,327	123,249
LIABILITIES						
		2013	2014	2015	2016	2017
		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		2,969	2,748	2,063	2,475	2,928
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		281	1,604	2,634	4,634	1,776
Provisions		8,475	8,670	7,223	7,010	3,046
Liabilities		34,102	35,179	41,083	46,219	53,364
Share Capital		-	-	-	-	-
Total Equity		58,256	55,865	61,085	66,226	69,019
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		92,358	91,956	103,065	113,327	123,249
INCOME STATEMENT						
		2013	2014	2015	2016	2017
		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		52,708	55,870	55,355	59,387	62,761
Depreciation (total)		291	294	265	294	177
Operating Result		12,291	15,347	14,002	12,874	17,936
Interest Income		-151	43	-105	-444	-235
Income Before Taxes		12,611	15,801	14,212	12,936	20,352
Income Taxes		2,991	4,097	2,792	2,620	10,751
Minority Interests Profit		-	-	-	-	-
Net Income		9,620	11,704	11,420	10,316	9,601
Earnings per Share		1.9400	2.3900	2.4100	2.1800	2.0400
Dividend per Share		0.9000	0.9000	0.9600	1.0400	1.0775
CASH FLOW						
		2013	2014	2015	2016	2017
		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		20,776	20,418	19,017	21,808	22,110
Cash Flow from Investing Activities		-18,073	-9,905	-8,183	-25,817	-15,762
Cash Flow from Financing		-5,498	-13,611	1,912	-5,739	-8,475
Decrease / Increase in Cash		-2,804	-3,113	12,747	-9,748	-2,127
Employees		107,600	106,700	107,300	106,000	102,700

© 2018 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	News	TraderScreen
International Business Machines C... / US4592001014 / IEX						
5/3/2018 8:59:59 PM	Chg -0.45	Volume 69.769 Turnover: 9.85 mill.	Bid - + Bid Size: -	Ask - - Ask Size: -	Market Capitalization 130.34 bill.USD	Dividend Y. 4.16% P/E Ratio 23.01
141.96	USD	-0.32%				
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		13,821	10,771	10,727	10,830	11,116
Intangible Assets		3,871	3,104	3,487	4,688	3,742
Long-Term Investments		-	-	-	-	-
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		2,310	2,103	1,551	1,553	1,583
Accounts Receivable		10,465	9,090	8,333	9,182	8,928
Cash and Cash Equivalents		10,716	8,476	7,686	7,826	11,972
Current Assets		51,350	49,422	42,504	43,888	49,735
Total Assets		126,223	117,532	110,495	117,470	125,356
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		7,461	6,864	6,028	6,208	6,451
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		6,862	5,731	6,461	7,513	6,987
Provisions		-	-	-	-	-
Liabilities		103,284	105,518	96,071	99,078	107,631
Share Capital		51,594	52,666	53,262	53,935	54,566
Total Equity		22,929	12,014	14,424	18,392	17,725
Minority Interests		137	146	162	146	131
Total liabilities equity		126,223	117,532	110,495	117,470	125,356
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		99,751	92,793	81,741	79,919	79,139
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		19,926	20,470	16,413	12,960	12,015
Interest Income		-402	-484	-468	-630	-615
Income Before Taxes		19,524	19,986	15,945	12,330	11,400
Income Taxes		3,041	4,234	2,581	449	5,642
Minority Interests Profit		-	-	-	-	-
Net Income		16,483	12,022	13,199	11,872	5,753
Earnings per Share		15.0600	11.9700	13.4800	12.4300	6.1700
Dividend per Share		3.7000	4.2500	5.0000	5.5000	5.9000
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		17,485	16,868	17,008	16,958	16,724
Cash Flow from Investing Activities		-7,326	-3,001	-8,159	-10,976	-7,096
Cash Flow from Financing		-9,883	-15,452	-9,166	-5,791	-6,418
Decrease / Increase in Cash		304	-2,240	-790	140	4,146
Employees		431,212	379,592	377,757	380,300	366,600

© 2018 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	News	TraderScreen
McDonald's Corporation / US5801351017 / IEX						
5/3/2018 8:59:59 PM	Chg. -0.59	Volume 40,626 Turnover: 6.5 mill.	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 127.18 bill.USD	Dividend Y. 2.39% P/E Ratio 24.90
160.09	USD	-0.37%				
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		25,747.3000	24,557.5000	23,117.6000	21,257.6000	22,448.3000
Intangible Assets		-	-	-	-	-
Long-Term Investments		-	-	-	-	-
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		123.7000	110	100.1000	58.9000	58.8000
Accounts Receivable		1,319.8000	1,214.4000	1,298.7000	1,474.1000	1,976.2000
Cash and Cash Equivalents		2,798.7000	2,077.9000	7,685.5000	1,223.4000	2,463.8000
Current Assets		5,050.1000	4,185.5000	9,643	4,848.6000	5,327.2000
Total Assets		36,626.3000	34,281.4000	37,938.7000	31,023.9000	33,803.7000
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		1,086	860.1000	874.7000	756	924.8000
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Provisions		1,647.7000	1,624.5000	1,704.3000	1,817.1000	1,119.4000
Liabilities		20,616.6000	21,428	30,850.8000	33,228.2000	37,071.7000
Share Capital		16.6000	16.6000	16.6000	16.6000	16.6000
Total Equity		16,009.7000	12,853.4000	7,087.9000	-2,204.3000	-3,268
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		36,626.3000	34,281.4000	37,938.7000	31,023.9000	33,803.7000
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		28,105.7000	27,441.3000	25,413	24,621.9000	22,820.4000
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		8,764.3000	7,949.2000	7,145.5000	7,744.5000	9,552.7000
Interest Income		-521.9000	-570.5000	-638.3000	-884.8000	-921.3000
Income Before Taxes		8,204.5000	7,372	6,555.7000	6,866	8,573.5000
Income Taxes		2,618.6000	2,614.2000	2,026.4000	2,179.5000	3,381.2000
Minority Interests Profit		-	-	-	-	-
Net Income		5,585.9000	4,757.8000	4,529.3000	4,686.5000	5,192.3000
Earnings per Share		5.5900	4.8500	4.8200	5.4900	6.4300
Dividend per Share		3.1200	3.2800	3.4400	3.6100	3.8300
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		7,120.7000	6,730.3000	6,539.1000	6,059.6000	5,551.2000
Cash Flow from Investing Activities		-2,673.8000	-2,304.9000	-1,420	-981.6000	562
Cash Flow from Financing		-4,043	-4,618.3000	735.3000	-11,262.4000	-5,310.8000
Decrease / Increase in Cash		462.6000	-720.8000	5,607.6000	-6,268.1000	1,066.4000
Employees		440,000	420,000	420,000	375,000	235,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Merck & Company, Inc. (new) / US58933Y1055 / IEX						
5/3/2018 8:59:50 PM	Chg +0.24	Volume 271,633 Turnover: 15.53 mill	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 154.49 bill. USD	Dividend Y 3.30% P/E Ratio 65.11
57.54	USD	+0.41%				
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		14,973	13,136	12,507	12,026	12,439
Intangible Assets		23,801	20,386	22,602	17,305	14,183
Long-Term Investments		9,770	13,515	13,039	11,416	12,125
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		6,226	5,571	4,700	4,866	5,096
Accounts Receivable		7,184	6,626	6,484	7,018	6,873
Cash and Cash Equivalents		15,621	7,441	8,524	6,515	6,092
Current Assets		35,665	33,173	29,764	30,614	24,766
Total Assets		105,645	98,335	101,779	95,377	87,872
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		2,274	2,625	2,533	2,807	3,102
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		0,000	1,306	1,309	1,316	1,320
Provisions		6,776	4,266	6,535	5,077	2,219
Liabilities		55,880	49,688	57,103	55,289	53,536
Share Capital		1,788	1,788	1,788	1,788	1,788
Total Equity		49,765	48,647	44,676	40,088	34,336
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		105,645	98,335	101,779	95,377	87,872
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		44,033	42,237	39,498	39,807	40,122
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		5,545	17,283	5,401	4,659	6,747
Interest Income		-	-	-	-	-
Income Before Taxes		5,545	17,283	5,401	4,659	6,747
Income Taxes		1,028	5,349	942	718	4,155
Minority Interests Profit		-113	-14	-17	-21	-24
Net Income		4,404	11,920	4,442	3,920	2,568
Earnings per Share		1.4900	4.1200	1.5800	1.4200	0.8800
Dividend per Share		1.7300	1.7700	1.8100	1.8500	1.8900
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		11,654	7,860	12,421	10,376	6,447
Cash Flow from Investing Activities		-3,148	-374	-4,758	-3,210	2,679
Cash Flow from Financing		-5,990	-15,113	-5,270	-9,044	-10,006
Decrease / Increase in Cash		2,170	-8,180	1,083	-2,009	-423
Employees		76,000	70,000	68,000	58,000	69,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Microsoft Corporation / US5049181045 / IEX						
5/3/2018 8:39:46 PM	Chg +0.91	Volume 545,868 Turnover: 51.13 mil	Bid 8:39:46 PM 91.96 Bid Size: 100	Ask 8:39:46 PM 94.41 Ask Size: 100	Market Capitalization 718.46 bill.USD	Dividend Y 1.67% P/E Ratio 34.13
94.40	USD	+0.97%				
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			9,991	13,011	14,731	18,356
Intangible Assets			3,083	6,981	4,835	3,733
Long-Term Investments			10,844	14,597	12,053	10,431
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			1,938	2,660	2,902	2,251
Accounts Receivable			17,486	19,544	17,908	18,277
Cash and Cash Equivalents			3,804	8,669	5,595	6,510
Current Assets			101,466	114,246	124,712	139,660
Total Assets			142,431	172,384	176,223	193,694
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			4,628	7,432	6,591	6,898
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			0.0000	0.0000	82	294
Provisions			1,709	2,728	2,835	698
Liabilities			63,487	82,600	96,140	121,687
Share Capital			67,306	68,366	68,465	68,178
Total Equity			78,944	89,784	80,083	71,997
Minority Interests			-	-	-	-
Total liabilities equity			142,431	172,384	176,223	193,694
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			77,849	86,833	93,580	85,320
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			26,764	27,759	18,161	20,182
Interest Income			-	-	-	-
Income Before Taxes			27,052	27,820	18,507	19,751
Income Taxes			5,189	5,746	6,314	2,953
Minority Interests Profit			-	-	-	-
Net Income			21,863	22,074	12,193	16,798
Earnings per Share			2.6100	2.6600	1.4900	2.1200
Dividend per Share			0.9200	1.1200	1.2400	1.4400
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			28,833	32,231	29,080	33,325
Cash Flow from Investing Activities			-23,811	-18,633	-23,001	-23,950
Cash Flow from Financing			-8,148	-8,394	-9,080	-8,393
Decrease / Increase in Cash			-3,134	4,865	-3,074	915
Employees			99,000	128,000	118,000	114,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Nike, Inc. / US6541061031 / IEX						
5/4/2018 8:59:59 PM	Chg. +1.23	Volume 171,430 Turnover: 11.84 mill	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 109.76 bill.USD	Dividend Y 1.03% P/E Ratio 26.60
68.12	USD	+1.84%				
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			2,452	2,834	3,011	3,520
Intangible Assets			382	282	281	281
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			3,434	3,947	4,337	4,838
Accounts Receivable			3,117	3,434	3,358	3,241
Cash and Cash Equivalents			3,337	2,220	3,852	3,138
Current Assets			13,626	13,696	15,976	15,025
Total Assets			17,584	18,594	21,600	21,396
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			1,646	1,930	2,131	2,191
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			-	-	-	-
Provisions			3,376	4,467	5,502	4,892
Liabilities			6,428	7,770	8,893	9,138
Share Capital			3	3	3	3
Total Equity			11,156	10,824	12,707	12,258
Minority Interests			-	-	-	-
Total liabilities equity			17,584	18,594	21,600	21,396
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			25,313	27,799	30,601	32,376
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			3,254	3,680	4,175	4,502
Interest Income			3	-33	-28	-19
Income Before Taxes			3,272	3,544	4,205	4,623
Income Taxes			808	851	932	863
Minority Interests Profit			-	-	-	-
Net Income			2,485	2,693	3,273	3,760
Earnings per Share			1.3900	1.5300	1.9000	2.2100
Dividend per Share			0.4050	0.4650	0.5400	0.6200
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			3,027	3,003	4,680	3,096
Cash Flow from Investing Activities			-1,067	-1,207	-175	-1,034
Cash Flow from Financing			-1,040	-2,914	-2,790	-2,671
Decrease / Increase in Cash			1,020	-1,117	1,632	-714
Employees			48,000	56,500	62,600	70,700

© 2018 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	News	TraderScreen
Pfizer, Inc. / US7170811035 / IEX						
5/3/2018 8:59:57 PM	Chg. -0.13	Volume 524,767 Turnover: 18.18 mill.	Bid - - Bid Size: -	Ask - - Ask Size: -	Market Capitalization 206.92 bill.USD	Dividend Y. 3.68% P/E Ratio 9.74
34.76	USD	-0.36%				
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			12,397	11,762	13,766	13,318
Intangible Assets			39,385	35,166	40,356	52,648
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			6,166	5,663	7,513	6,783
Accounts Receivable			9,357	8,669	8,176	8,225
Cash and Cash Equivalents			2,183	3,343	3,641	2,595
Current Assets			56,244	57,702	43,804	38,949
Total Assets			172,101	169,274	167,460	171,615
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			3,234	3,440	3,620	4,536
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			0.0000	1,711	1,852	1,944
Provisions			25,590	24,981	26,877	30,753
Liabilities			95,481	97,652	102,463	111,776
Share Capital			453	455	459	461
Total Equity			76,307	71,301	64,720	59,544
Minority Interests			313	321	278	296
Total liabilities equity			172,101	169,274	167,460	171,797
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			51,584	49,605	48,851	52,824
Depreciation (total)			4,599	4,039	3,728	4,056
Operating Result			15,716	12,240	8,965	8,351
Interest Income			-	-	-	-
Income Before Taxes			15,716	12,240	8,965	8,351
Income Taxes			4,306	3,120	1,990	1,123
Minority Interests Profit			-69	-32	-26	-31
Net Income			22,003	9,135	6,960	7,215
Earnings per Share			3.2300	1.4400	1.1300	1.1800
Dividend per Share			0.9600	1.0400	1.1200	1.2000
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			17,765	16,883	14,512	15,901
Cash Flow from Investing Activities			-10,625	-5,654	-2,980	-7,811
Cash Flow from Financing			-14,975	-9,986	-10,233	-8,921
Decrease / Increase in Cash			-7,898	1,160	298	-1,046
Employees			77,700	78,300	97,900	96,500

© 2018 TeleTrader Software GmbH. All rights reserved. Take account of the Terms of Use. Telettrader 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	News	TraderScreen
Procter & Gamble Company (The) / US7427181091 / IEX						
5/3/2018 8:59:56 PM	Chg. +0.38	Volume 221,665 Turnover: 15.8 mill.	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 178.39 bill.USD	Dividend Y. 3.78% P/E Ratio 12.23
71.32	USD	+0.54%				
ASSETS						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Property and Equipment			21,666	22,304	20,268	19,385
Intangible Assets			31,572	30,843	26,829	24,527
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			6,909	6,759	5,454	4,716
Accounts Receivable			6,508	6,386	4,861	4,373
Cash and Cash Equivalents			5,947	8,558	6,845	7,102
Current Assets			23,990	31,617	29,646	33,782
Total Assets			139,263	144,266	129,495	127,136
LIABILITIES						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Accounts Payable			8,777	8,461	8,257	9,325
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			-	-	-	-
Provisions			10,827	10,218	9,531	9,113
Liabilities			70,554	74,290	66,445	69,153
Share Capital			-	-	-	-
Total Equity			68,709	69,976	63,050	57,983
Minority Interests			645	762	631	642
Total liabilities equity			139,263	144,266	129,495	127,136
INCOME STATEMENT						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Revenues			84,167	83,062	76,279	65,299
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			14,481	15,288	11,790	13,441
Interest Income			-580	-609	-475	-397
Income Before Taxes			14,843	14,885	11,846	13,369
Income Taxes			3,441	3,178	2,916	3,342
Minority Interests Profit			-90	-142	-108	-96
Net Income			11,312	11,643	7,036	10,508
Earnings per Share			4.0400	4.1900	2.5000	3.8000
Dividend per Share			2.2880	2.4500	2.5900	2.6600
CASH FLOW						
			2013	2014	2015	2016
			US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
			in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD	in mill. USD
Cash Flow from Operating Activities			14,873	13,958	14,608	15,435
Cash Flow from Investing Activities			-6,295	-4,107	-2,891	-5,575
Cash Flow from Financing			-7,071	-7,279	-13,019	-9,213
Decrease / Increase in Cash			1,511	2,611	-1,713	266
Employees			121,000	118,000	110,000	105,000

© 2018 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	News	TraderScreen
United Technologies Corporation / US9130171096 / IEX						
5/3/2018 8:59:59 PM	Chg. -0.81	Volume 357,835 Turnover: 41.86 mill.	Bid - Bid Size: -	Ask - Ask Size: -	Market Capitalization 94.17 bill.USD	Dividend Y. 2.31% P/E Ratio 20.43
117.68	USD	-0.68%				
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			8,866	9,276	8,732	9,158
Intangible Assets			15,521	15,960	15,603	15,884
Long-Term Investments			1,156	978	1,018	1,398
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			10,330	9,865	8,135	8,704
Accounts Receivable			11,458	11,317	10,653	11,481
Cash and Cash Equivalents			4,619	5,235	7,075	7,157
Current Assets			29,442	29,758	26,706	28,550
Total Assets			90,594	91,289	87,484	89,706
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			6,965	6,967	6,875	7,483
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			388	126	926	601
Provisions			15,335	14,006	14,638	12,219
Liabilities			58,728	60,076	60,126	62,127
Share Capital			14,764	15,300	16,033	17,285
Total Equity			31,866	31,213	27,358	27,579
Minority Interests			-	-	-	-
Total liabilities equity			90,594	91,289	87,484	89,706
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			62,626	65,100	56,098	57,244
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			9,209	9,769	7,291	8,172
Interest Income			-897	-882	-824	-1,039
Income Before Taxes			8,312	8,887	6,467	7,133
Income Taxes			2,238	2,264	2,111	1,697
Minority Interests Profit			-388	-403	-360	-371
Net Income			5,721	6,220	7,608	5,055
Earnings per Share			6.3500	6.9200	8.7200	6.1800
Dividend per Share			2.1950	2.3600	2.5600	2.6200
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			7,505	7,336	6,698	6,412
Cash Flow from Investing Activities			-1,464	-2,305	-2,527	-2,509
Cash Flow from Financing			-5,940	-4,259	-10,776	-1,188
Decrease / Increase in Cash			-217	616	1,840	69
Employees			212,000	211,000	197,000	202,000

© 2018 TeleTrader Software GmbH. All rights reserved. Take account of the Terms of Use. Teltrader 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	News	TraderScreen
UnitedHealth Group Incorporated ... / US91324P1021 / IEX						
5/3/2018 8:59:56 PM	Chg +0.67	Volume 76,459 Turnover: 17.8 mill.	Bid - + Bid Size: -	Ask - - Ask Size: -	Market Capitalization 225.91 bill.USD	Dividend Y. 1.23% P/E Ratio 21.32
234.15	USD	+0.29%				
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
Property and Equipment			4,010	4,418	4,861	5,901
Intangible Assets			3,844	3,669	8,391	8,541
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			-	-	-	-
Accounts Receivable			3,052	4,252	6,523	8,152
Cash and Cash Equivalents			7,276	7,495	10,923	10,430
Current Assets			20,380	23,556	31,639	33,879
Total Assets			81,882	86,382	111,383	122,810
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
Accounts Payable			7,458	9,247	11,994	13,361
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			-	-	-	-
Provisions			1,798	2,065	3,587	2,761
Liabilities			48,558	52,540	75,922	82,621
Share Capital			10	10	10	10
Total Equity			33,324	33,642	35,461	40,189
Minority Interests			1,175	1,388	1,631	1,915
Total liabilities equity			81,882	86,382	111,383	122,810
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
Revenues			121,744	129,695	156,397	184,012
Depreciation (total)			1,375	1,478	1,693	2,055
Operating Result			9,623	10,274	11,021	12,930
Interest Income			-708	-618	-790	-1,067
Income Before Taxes			8,915	9,656	10,231	11,863
Income Taxes			3,242	4,037	4,363	4,790
Minority Interests Profit			-48	0.0000	-55	-56
Net Income			5,625	5,619	5,813	7,017
Earnings per Share			5.5900	5.7800	6.1000	7.3700
Dividend per Share			1.0525	1.4050	1.8750	2.3750
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
Cash Flow from Operating Activities			6,991	8,051	9,740	9,795
Cash Flow from Investing Activities			-3,089	-2,534	-18,395	-9,355
Cash Flow from Financing			-4,946	-5,293	12,239	-1,011
Decrease / Increase in Cash			-1,130	219	3,428	-493
Employees			156,000	170,000	200,000	230,000

© 2018 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	News	TraderScreen
Verizon Communications Inc. / US92343V1044 / IEX						
5/3/2018 8:59:59 PM	Chg. +0.09	Volume 382,781 Turnover: 18.24 mill.	Bid - Ask - Bid Size: - Ask Size: -	Market Capitalization 197.67 bill.USD	Dividend Y. 4.88%	P/E Ratio 6.49
47.84	USD	+0.19%				
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		88,956	89,947	83,541	84,751	88,568
Intangible Assets		81,547	81,069	94,913	95,570	98,664
Long-Term Investments		3,432	802	796	1,110	1,039
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		1,020	1,153	1,252	1,202	1,034
Accounts Receivable		12,439	13,993	13,457	17,513	23,493
Cash and Cash Equivalents		53,528	10,598	4,470	2,880	2,079
Current Assets		70,994	29,623	22,280	26,395	29,913
Total Assets		274,098	232,708	244,640	244,180	257,143
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		16,453	16,680	19,362	19,593	21,232
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		3,933	2,735	6,489	2,645	3,453
Provisions		28,639	41,578	46,443	45,970	31,232
Liabilities		235,262	220,410	228,212	221,656	214,047
Share Capital		297	424	424	424	424
Total Equity		38,836	12,298	16,428	22,524	43,096
Minority Interests		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Total liabilities equity		274,098	232,708	244,640	244,180	257,143
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		120,550	127,079	131,620	125,980	126,034
Depreciation (total)		16,606	16,533	16,017	15,928	16,954
Operating Result		31,968	19,599	33,060	27,059	27,414
Interest Income		-2,667	-4,915	-4,920	-4,376	-4,733
Income Before Taxes		29,277	15,270	28,240	20,986	20,594
Income Taxes		5,730	3,314	9,865	7,378	-9,956
Minority Interests Profit		-12,050	-2,331	-496	-481	-449
Net Income		11,497	9,625	17,879	13,127	30,101
Earnings per Share		4.0100	2.4200	4.3800	3.2200	7.3700
Dividend per Share		2.0900	2.1600	2.2300	2.2850	2.3350
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		38,818	30,631	38,930	22,715	25,305
Cash Flow from Investing Activities		-14,833	-15,856	-30,043	-10,983	-19,372
Cash Flow from Financing		26,450	-57,705	-15,015	-13,322	-6,734
Decrease / Increase in Cash		50,435	-42,930	-6,128	-1,590	-801
Employees		176,800	177,300	177,700	160,900	155,400

© 2018 TeleTrader Software GmbH. All rights reserved. Take account of the Terms of Use. Teltrader 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	News	TraderScreen
Wal-Mart Stores, Inc. / US9311421039 / IEX						
5/3/2018 8:59 58 PM	Chg -0.14	Volume 125,626 Turnover: 10.78 mill	Bid - - Bid Size: -	Ask - - Ask Size -	Market Capitalization 254.44 bill. USD	Dividend Y 2.37% P/E Ratio 26.21
86.23	USD	-0.17%				
ASSETS						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Property and Equipment			115,364	114,280	110,171	107,710
Intangible Assets			19,510	0.0000	0.0000	0.0000
Long-Term Investments			-	-	-	-
Fixed Assets			-	-	-	-
Inventories			44,858	45,141	44,469	43,046
Accounts Receivable			-	-	-	-
Cash and Cash Equivalents			7,281	9,135	8,705	6,867
Current Assets			61,185	63,278	60,239	57,669
Total Assets			204,751	203,706	199,581	198,825
LIABILITIES						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Accounts Payable			37,415	38,410	38,487	41,433
Long-Term Liabilities			-	-	-	-
Liabilities to Banks			7,670	1,592	2,708	1,099
Provisions			26,810	27,957	26,928	29,998
Liabilities			128,496	122,312	119,035	121,027
Share Capital			-	-	-	-
Total Equity			76,255	81,394	80,546	77,798
Minority Interests			-	-	-	-
Total liabilities equity			204,751	203,706	199,581	198,825
INCOME STATEMENT						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Revenues			473,076	482,229	478,614	481,317
Depreciation (total)			-	-	-	-
Operating Result			26,872	27,147	24,105	22,764
Interest Income			-2,216	-2,348	-2,467	-2,267
Income Before Taxes			24,656	24,799	21,638	20,497
Income Taxes			8,105	7,985	6,558	6,204
Minority Interests Profit			-673	-736	-386	-650
Net Income			16,022	16,363	14,694	13,643
Earnings per Share			4.9000	5.0700	4.5800	4.4000
Dividend per Share			1.8600	1.9200	1.9600	2.0000
CASH FLOW						
			2014 US GAAP in mill. USD	2015 US GAAP in mill. USD	2016 US GAAP in mill. USD	2017 US GAAP in mill. USD
			2018 US GAAP in mill. USD			
Cash Flow from Operating Activities			23,257	28,564	27,389	31,530
Cash Flow from Investing Activities			-12,298	-11,125	-10,675	-13,987
Cash Flow from Financing			-11,017	-15,071	-16,122	-18,929
Decrease / Increase in Cash			-500	1,854	-430	-1,838
Employees			2.2 mill.	2.2 mill.	2.3 mill.	2.3 mill.

© 2018 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	News	TraderScreen
Walt Disney Company (The) / Us2546871060 / IEX						
5/4/2018 8:59:56 PM	Chg. +2.39	Volume 387.706	Bid - -	Ask - -	Market Capitalization	Dividend Y
101.13 USD	+2.42%	Turnover: 39.01 mill	Bid Size -	Ask Size -	152.1 bill. USD	1.54%
P/E Ratio 17.65						
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		22,380	23,332	25,179	27,349	28,406
Intangible Assets		12,153	12,759	13,355	13,288	14,476
Long-Term Investments		2,849	2,696	2,643	4,280	3,202
Fixed Assets		-	-	-	-	-
Inventories		1,487	1,574	1,571	1,390	1,373
Accounts Receivable		-	-	-	-	-
Cash and Cash Equivalents		3,931	3,421	4,269	4,610	4,017
Current Assets		14,109	15,176	16,758	16,966	15,889
Total Assets		81,241	84,186	88,182	92,033	95,789
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		6,803	7,595	7,844	9,130	8,855
Long-Term Liabilities		-	-	-	-	-
Liabilities to Banks		-	-	-	-	-
Provisions		4,050	4,098	4,051	3,679	4,480
Liabilities		35,812	39,228	43,657	48,768	53,326
Share Capital		33,440	34,301	35,122	35,859	36,248
Total Equity		45,429	44,958	44,525	43,265	41,315
Minority Interests		-	-	-	-	-
Total liabilities equity		81,241	84,186	88,182	92,033	95,789
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		45,041	48,813	52,465	55,632	55,137
Depreciation (total)		-	-	-	-	-
Operating Result		9,855	12,223	13,985	15,128	14,173
Interest Income		-235	23	-117	-260	-385
Income Before Taxes		9,620	12,246	13,868	14,868	13,788
Income Taxes		2,984	4,242	5,016	5,078	4,422
Minority Interests Profit		-500	-503	-470	-399	-386
Net Income		6,136	7,501	8,382	9,391	8,980
Earnings per Share		3.4200	4.3100	4.9500	5.7600	5.7300
Dividend per Share		0.7500	0.8600	1.8100	1.4200	1.5600
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		9,452	9,780	10,909	13,213	12,343
Cash Flow from Investing Activities		-4,676	-3,345	-4,245	-5,758	-4,111
Cash Flow from Financing		-4,214	-6,710	-5,514	-6,991	-8,959
Decrease / Increase in Cash		544	-510	848	341	-696
Employees		175,000	180,000	185,000	195,000	199,000

© 2018 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.

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي، حيث شملت الدراسة 25 مؤسسة مدرجة في المؤشر خلال فترة زمنية محددة بسنة واحدة 2017، و ذلك بالإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد من أجل إختبار فرضيات الدراسة.

تم صياغة نموذج الدراسة بالإعتماد على عدة متغيرات مستقلة و متغير تابع، حيث تم تقسيم المتغيرات المستقلة إلى متغيرات أساسية متمثلة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح و هي ربحية السهم الواحد، الربح الموزع للسهم و الربح المحتجز، و متغير ضابط واحد تمثل في المردودية الاقتصادية، أما المتغير التابع والذي يمثل الهيكل التمويلي في الدراسة فتم قياسه بالإعتماد على نسبة المديونية . توصلت الدراسة إلى أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح بالإضافة إلى المردودية الاقتصادية تفسر ما مقداره (64,44%) من الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة ، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية عكسية بين ربحية السهم الواحد و الهيكل التمويلي، وعلاقة معنوية إيجابية بين كل من الربح الموزع للسهم و الربح المحتجز للسهم و الهيكل التمويلي، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين المردودية الاقتصادية و الهيكل التمويلي عند مستوى معنوية 5%.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، نسبة المديونية، سياسة توزيع الأرباح، ربحية السهم الواحد، الربح الموزع للسهم، الربح المحتجز للسهم، المردودية الاقتصادية ، مؤشر داو جونز الصناعي.

Résumé

Cette étude vise à mesurer l'impact de la politique de dividende sur la structure financière de l'indice Dow Jones Industriel, incluant 25 institutions inscrites à l'indice sur un an 2017, sur la base du modèle de régression linéaire multiple pour tester les hypothèses de l'étude.

Le modèle de l'étude reposait sur plusieurs variables indépendantes et une variable dépendante, les variables indépendantes étant divisées en variables de base représentées dans les variables de la politique de distribution des bénéfices: bénéfice par action, bénéfice réparti et bénéfices non répartis, et un agent variable représente le coût économique de la régression linéaire multiple, la variable dépendante, qui représente la structure de financement de l'étude, est mesurée par le ratio d'endettement.

L'étude a révélé que les variables de la politique de distribution des bénéfices, en plus des rendements économiques favorables, expliquent 64,44% de la structure de financement des établissements étudiés, les résultats indiquent également une corrélation significative contradiction entre le bénéfice par action et la structure de financement, et une relation morale positive entre les bénéfices répartis et les bénéfices non répartis par action et la structure de financement, les résultats indiquent également une corrélation positive entre la rentabilité économique et la structure financière à un niveau significatif de 5%.

Les mots clés : La structure de financement, le ratio d'endettement, la politique de dividende, le bénéfice par action, le bénéfice réparti par action, le bénéfice non reparti par action, la rentabilité économique, l'indice Dow Jones Industriel.