

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس - سطيف -



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة

مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية
تخصص: دراسات مالية و محاسبية معمقة
الموضوع:

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة : دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية
و المغربية خلال الفترة : 2003 - 2011

إعداد الطالب : زيرام وليد
إشراف الأستاذ الدكتور: جبار محفوظ
أعضاء لجنة المناقشة :

د.ملياني حكيم	أستاذ التعليم العالي	جامعة فرحات عباس سطيف رئيساً
د. جبار محفوظ	أستاذ التعليم العالي	جامعة فرحات عباس سطيف مقررًا
د.قطانة ليلي	أستاذة محاضرة	جامعة فرحات عباس سطيف عضواً مناقشا
د. روابحي عبد الناصر	أستاذ محاضر	جامعة فرحات عباس سطيف عضواً مناقشا
د.خباطة حسان	أستاذ محاضر	جامعة فرحات عباس سطيف عضواً مدعواً

السنة الجامعية : 2011- 2012

تاريخ المناقشة : 2013/01/23

الصفحة	فهرس المحتويات
أ - ي	مقدمة
01	الفصل الأول: قيمة المؤسسة و سياسة توزيع الأرباح
01	تمهيد
02	المبحث الأول: قيمة المؤسسة
02	المطلب الأول: تقييم المؤسسة سوكيا
02	1 - تمثيل المؤسسة كقطيرة
05	2 - تسيير المؤسسة.
06	3 - تكلفة الوكالة
08	4 - العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة
10	المطلب الثاني : دور التدفقات النقدية في التقييم
10	1 - مفهوم التدفق النقدي
12	2 - تقييم جودة أو نوعية الأرباح بواسطة التدفقات النقدية
13	3 - عملية التقييم المالي بواسطة التدفقات النقدية
18	المطلب الثالث : نماذج تقييم الأسهم
18	1 - الأسهم العادية
21	2 - أبرز النماذج المعتمدة في تقييم الأسهم العادية
29	المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح
30	المطلب الأول: أنواع سياسات التوزيع
30	1 - أبرز سياسات التوزيع المعتمدة
33	2 - العوامل المؤثرة على سياسة التوزيع
37	المطلب الثاني: أشكال التوزيعات المختلفة
37	1 - التوزيعات على شكل نقدي
42	2 - أشكال أخرى للتوزيعات
51	المطلب الثالث: تكلفة الأرباح المحتجزة
51	1- مفهوم الأرباح الموزعة

52	2- تقييم التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة
55	3 - قياس تكلفة الأرباح المحتجزة.
59	خلاصة الفصل الأول
61	الفصل الثاني: أثر سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة
61	تمهيد
61	المبحث الأول: أثر سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل قيام فروض السوق الكامل
63	المطلب الأول: سياسة التوزيع في حالة التأكد.
63	1 - وجهة نظر مدكلياني و ميلر
67	2 - نموذج جوردن
68	3 - نظرية التأثير الضريبي
70	المطلب الثاني: سياسة التوزيع في حالة عدم التأكد
70	1- وجهة نظر مدكلياني و ميلر
73	2 - وجهة نظر جوردن و لينتز
74	3 - نموذج والتر
78	المبحث الثاني: أثر سياسة توزيع الأرباح في ظل إسقاط فروض السوق الكامل
78	المطلب الأول: إسقاط فرض عدم وجود الضرائب
78	1 - تأثير سياسة التوزيع في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية
80	2 - أثر سياسة التوزيع في ظل تساوي معدل الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية
81	المطلب الثاني: إسقاط فرض عدم وجود تكلفة الإصدار
82	المطلب الثالث: إسقاط فرض عدم وجود تكلفة المعاملات و إمكانية شراء الأسهم بأي كمية
82	1 - وجود تكلفة المعاملات
82	2 - وجود حد أدنى لصفقات بيع و شراء الأوراق المالية
83	المطلب الرابع: سياسة التوزيع و الإشارة
85	المبحث الثالث: موقف المسيرين و المستثمرين من سياسة توزيع الأرباح

85	المطلب الأول: تعامل المسيرين مع سياسة توزيع الأرباح
85	1 - نظرية التوزيعات المتبقية
87	2 - العوامل المؤثرة في التوزيعات
88	المطلب الثاني: تعامل المستثمرين مع سياسة توزيع الأرباح
89	1 - دور الأرباح الموزعة في نظرية الوكالة
91	2 - الأرباح الموزعة كوسيلة لنقل المعلومة (الإشارة)
95	خلاصة الفصل الثاني
97	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 - 2011 م
97	تمهيد
97	المبحث الأول: ماهية السوق المالي السعودي.
98	المطلب الأول: التعريف بالسوق المالي السعودي
98	1- نبذة تاريخية عن السوق المالي السعودي
98	2- سمات السوق المالي السعودي
100	3 - مفهوم الإطار التنظيمي للسوق
102	4- أثر تقنية المعلومات في السوق المالية السعودية
103	المطلب الثاني : سوق الأسهم السعودي
104	1- مبررات إنشاء سوق الأسهم في المملكة ومدى أهميته
104	2- مدى مستوى الكفاءة لسوق الأسهم السعودي
106	3 - التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى مجموعة من المؤشرات
110	المبحث الثاني: ماهية السوق المالي المغربي
110	المطلب الأول: التعريف بالسوق المالي المغربي
110	1-نبذة تاريخية عن السوق المالي المغربي
111	2 - مجلس القيم المنقولة
112	المطلب الثاني: بورصة الدار البيضاء
113	1- السوق المركزي

113	2 - سوق الكتل
113	3 - الأوراق المالية المتداولة
114	4 - المودع المركزي
115	5 - هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتقولة
117	6 - التطورات التي عرفتتها سوق الأسهم المغربية على مستوى مجموعة من المؤشرات
122	المبحث الثاني: التحليل المالي لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لكل من السوق المالي السعودي ونظيره المغربي
123	المطلب الأول : منهجية دراسة الارتباط في الاقتصاد القياسي
123	1- العلاقات السلوكية والفنية
124	2- العلاقات الجزئية والكلية
124	3 - العلاقات الاقتصادية الساكنة والمتحركة
124	4- العلاقة التعريفية والعلاقة القانونية
127	المطلب الثاني: النموذج القياسي لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة في السوق المالي السعودي
128	1- تأثير ربحية الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم السعودي
130	2 - تأثير الأرباح الموزعة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم السعودي
133	3 - تأثير كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم السعودي
136	المطلب الثالث: النموذج القياسي لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة في السوق المالي المغربي
137	1 - تأثير ربحية الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم المغربي
140	2 - تأثير الأرباح الموزعة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم المغربي
143	3 - تأثير كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم المغربي
146	خلاصة الفصل الثالث
148	الخاتمة العامة

150	قائمة المصادر و المراجع
158	الملاحق
160	فهرس الأشكال
161	فهرس الجداول

الإهداء

إلى من أبتغي رضاهما بعد رضا الله تعالى والدي العزيزين راجياً رضاهما مجاهداً لبرهما ما استطعت إلى ذلك سبيلاً

إلى من أدين لهم بالفضل وأمس منهم النيل أخوتي ، وأخواتي الأعزاء الذين شجعوني علي السير في درب العلم

إلى كل أستاذ و زميل ، وكل صديق لي بث في روح الإصرار و العزيمة وأخص الذكر عادل دعاس ، فريد بولمطارد ، فيصل بابوش ، منا الله رياض .

إليهم أهدي هذا الجهد محبة، ووفاء، وعرفاناً

شكر و عرفان

الحمد لله والشكر لله سبحانه وتعالى الذي أعانني علي إتمام بحثي هذا ، ولولا توفيقه عز وجل لما تحقق من ذلك شيء وبعد

يسعدني أن أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلي من تقصر كل كلمات الشكر وعبارات الثناء عن الوفاء بحقه ، إلي أستاذي الفاضل الدكتور محفوظ جبار المشرف علي هذه الرسالة.

هذا الرجل المعطاء الذي تتجسد في عطائه كل معاني الكرم والمروءة له الشكر على ما منحني إياه من الوقت والجهد والاهتمام وكل ما من شأنه تعزيزي لإخراج هذا العمل في أفضل صورة ممكنة فكان نعم المشرف ونعم الموجه.

و أرجو أن أكون قد وفقت في تقديم ما يرضيه وما يليق باسمه الكبير الذي كان لي عظيم الشرف أن أضعه على مذكري

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلي كل أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذا البحث راجيا أن تتسع صدورهم لزلاتنا وأن يصبوا أخطائنا فجزاهم الله عنا خير الجزاء.

كما أتقدم بخالص شكري وتقديري لوالدي العزيزين اللذين كانا رمزاً للعطاء اللامحدود ليس فقط خلال هذا العمل بل وطيلة حياتي أمد الله في عمريهما ومتعهما بالصحة والعافية ولا يفوتني شكر أخوتي وأخواتي أرجو من الله أن يوفقهم جميعاً لما يحبه ويرضاه وأن ييسر لهم سبل الخير والفلاح في الدنيا والآخرة، وأن يجزيهم عني خير الجزاء

المقدمة:

تتركز النظرة الحديثة للإدارة المالية على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المؤسسة. غير أن الظروف الكثيرة وغير المستقرة التي تعيشها المؤسسة تجعل من الصعوبة بمكان تحديد بعض القرارات التي لا يمكن حصر أثرها في عنصر واحد أو جهة واحدة على قيمة المؤسسة. وعلى اعتبار أن سياسة توزيع الأرباح هي إحدى هذه القرارات فلا بد أن تخدم قيمة المؤسسة بالدرجة الأولى. غير أن ما يميز هذا القرار أنه يعد من أخطر القرارات الإدارية في مجال الإستثمار و التمويل، لأنه مرتبط بالقرارين الذين يسودان موضوع الإدارة المالية . قرار التمويل بإعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تكون التمويل الذاتي و قرار الإستعمال باعتبار عملية توزيع الأرباح ضرورية لإرضاء المساهمين .

وعلى هذا الأساس لابد من تحديد مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة . ولقد أخذ هذا الموضوع قسطاً كبيراً من الدراسة و النقاش حتى أن هناك من يرى أنه الموضوع الذي قد يكون أخذ أكبر قسط من الجدل في الإدارة المالية ، وعلى الرغم من ذلك لا يزال هذا الأخير يمتاز بالغموض وعدم إستكمال جميع الأجوبة حوله.

ويتمتع موضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بالتطور الدائم من خلال الأفكار الجديدة التي تستحدث فيه، وذلك باعتباره مرتبطاً بالواقع الداخلي والخارجي للمؤسسة، الأمر الذي يجعله منه بالتأكيد يتأثر بمختلف الأوضاع التي يملئها الواقع العملي.

و إذا كانت المؤسسات تختلف باختلاف الظروف و العوامل المؤثرة في طبيعة نشاطها فإنه مطلوب منها عند التعامل مع سياسة توزيع الأرباح مراعاة اتجاهين هما:

- الاتجاه نحو تعظيم سعر السهم في السوق ، (القيمة السوقية للمؤسسة).
- الاتجاه نحو ترشيد العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح.

إشكالية البحث:

انطلاقاً مما سبق يمكن معالجة الموضوع ضمن الإشكالية التالية:
هل هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة، في السوق المالي السعودي مقارنة بالسوق المالي المغربي خلال الفترة: 2003-2011 ؟
الأسئلة الفرعية:

إن التساؤل الرئيسي يقودنا إلى طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي سوف نحاول الإجابة عنها من خلال هذا البحث.

- ما هي قيمة المؤسسة ، و ما هي سياسة توزيع الأرباح ؟
- متى تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة و كيف سيتعامل كل من الإدارة و المسيرين معها ؟
- كيف كان سلوك أدوات سياسة توزيع الأرباح على قيمة للمؤسسات المدرجة، في السوق المالي السعودي مقارنة بالسوق المالي المغربي خلال الفترة: 2003-2011 ؟

فرضيات البحث:

لمعالجة إشكالية البحث قمنا بصياغة الفرضيات التي يمكن إعتبارها أكثر الإجابات إحتمالاً للأسئلة المطروحة و التي تبقى دائماً قابلة للمناقشة و الإختبار .

سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في عنصرين أساسيين هما الأرباح المحتجزة و الأرباح الموزعة تؤثر بشكل أو بآخر علي القيمة السوقية للمؤسسة .

إن اختبار صحة هذه الفرضية يتجلى من خلال التأكد من مدى صحة الفرضيات الجزئية التالية :

- للمؤسسة قيمة و سياسة توزيع الأرباح تتحكم بها عدة عوامل .
- تتأثر قيمة المؤسسة بسياسة توزيع الأرباح ، لكل من المسيرين و للإدارة معاملة خاصة مع هذه السياسة.

- أن سياسة التوزيع في شقها المتعلق بربحية الأسهم و بالأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة هل تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة، في المالي السعودي مقارنة بالسوق المالي المغربي خلال الفترة: 2003-2011 .

• تحديد نطاق الدراسة:

تقوم الدراسة بتحليل العلاقة التي تربط بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للمؤسسة. وذلك من خلال التركيز على السوق المالي السعودي و السوق المالي المغربي للفترة 2003 - 2011 م حيث تم اختيار هذه الفترة لأنها شهدت تطورات كبيرة على مستوى هذين السوقين سواء من حيث رسملت السوق و كذا عدد المؤسسات المدرجة و درجة السيولة .

أهداف البحث:

كان اختيارنا لموضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة كمحاولة للوصول إلي جملة من الأهداف يمكن تلخيصها على النحو التالي:

- متابعة المؤشرات التي تتحكم في القيمة السوقية للمؤسسة و معرفة سياسة توزيع الأرباح وكذا ربطها بقيمة المؤسسة.

- طرح وجهات النظر المختلفة ، حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة ومحاولة تبرير القصور الذي يعترئها.

- إيضاح موقف كل من الإدارة المستثمرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح لاسيما إذا كان لهذه الأخيرة الأثر البالغ على قيمة المؤسسة.

أهمية البحث:

- إختيار سياسة توزيع الأرباح الأفضل التي تتلاءم مع ظروف المؤسسة .
- إتخاذ إجراءات لتحقيق الإستقرار في أسعار الأسهم في الأجل القصير .
- إتخاذ كافة الإجراءات و القرارات التي تساهم في زيادة أرباح الشركة وما يتبع ذلك من إجراء توزيعات لأصحاب الأسهم، أي الملاك وهذا ما يترتب عنه زيادة سعر السهم العادي و بالتالي زيادة قيمة المؤسسة.

- مساهمة الدراسة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع خاصة باللغة العربية .

• تظهر أهمية البحث أيضا في أنه لم يحض بالدراسة الكافية في بلادنا، بالإضافة إلى عدم معرفة الكثير بفحواه.

• يتيح لنا معرفة كيفية تعامل كل من الإدارة والمستثمرين مع سياسة توزيع الأرباح خاصة إذا كانت تؤثر بشكل كبير على قيمة المؤسسة.

مبررات و دوافع اختيار الموضوع :

• شعورنا بأهمية الموضوع خاصة مع التحولات الاقتصادية التي تعرفها المؤسسات بصفة

عامة والمؤسسة الاقتصادية بصفة خاصة ، لاسيما التطورات التي تعرفها الأسواق المالية العربية و خصوصا السعودية والمغربية منها .

• الاعتقاد التام بأهمية المؤسسة كأداة إنتاج في تحقيق التنمية الاقتصادية .

• الميل الشخصي للمواضيع المالية إضافة إلى طبيعة التخصص.

الدراسات السابقة :

بعد الإطلاع على جملة من المراجع و المصادر المختلفة المتعلقة بالموضوع، لاحظنا أن هناك مجموعة من الدراسات تناولت إشكاليات قريبة من الإشكالية المطروحة في بحثنا، وتمثل هذه الدراسات فيما يلي:

1- دراسة قام بها N. Sabaripriyan and A.Azhagianh تحت عنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهم. بحيث تطرق إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهم في الشركات الكيماوية وغير الكيماوية السوق المالي الهندي خلال الفترة 1997-2006. المجلة العالمية للبحوث في المالية و الإقتصاد، 2002.

2- دراسة قام بها :

Nur-Adlana Hiau Abdullah, Rosemaliza Abdul Rashid and Yusnidah Ibrahim.

تحت عنوان: " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على عائد السهم في المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي". بحيث تطرق إلى تحليل أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على عائد السهم ل:120 مؤسسة خلال 60 يوم في الفترة ما بين 1996 - 1999. المجلة الماليزية للإدارة 2002.

3- دراسة قام بها:

Nickolaos Travlos, Lenos Trigeorgis And Nikos Vafeas تحت عنوان : "ثروة الملاك تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في السوق المالي الناشئ لقبرص" حيث تم تطرق إلى أثر ثروة الملاك على سياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال رد فعل السوق المالي على الإعلان عن زيادة في التوزيعات النقدية أو التوزيعات في شكل أسهم خصوصا إذا كان السوق المالي ناشئ وذلك خلال الفترة ما بين 1985 – 1995 م المجلة المالية المتعددة الدول 2001.

وسنهتم في بحثنا بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق المالي السعودي و السوق المالي المغربي للفترة 2003 – 2011 م مبرزين في الأخير أفاق جديدة للتوصل إلى السياسة الأفضل التي من شأنها رفع القيمة السوقية.

المنهج المتبع:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع محل الدراسة، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، وإثبات الفرضيات المتبناة تم الاعتماد في أثناء المعالجة على المنهج الوصفي التحليلي باعتباره المنهج الأنسب والأكثر ملائمة لهذه المواضيع ذات الطبيعة النظرية ، أما أدوات البحث الخاصة بهذا المنهج و التي يتم استعمالها فتتمثل أساسا في:

- الأسلوب الرياضي والذي يقوم على النمذجة الكمية للعلاقات بين المتغيرات المالية المستهدفة من خلال هذه الدراسة.

- الأسلوب الإحصائي الذي يتم الاستعانة ببعض تقنياته في تبويب البيانات وتحليلها.

صعوبات البحث:

واجهتنا عراقيل ومشاكل عديدة في سبيل إعداد هذا البحث، نورد هنا قصدا لفت أنظار المسؤولين من أجل تسهيل مهام الباحثين، وكذلك بغية تبصير الباحثين من أجل التعامل مع مثل هذه العقبات ويمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- النقص النسبي في المراجع المتعلقة بالموضوع باللغة العربية .
- التضارب في الإحصاءات أحيانا باختلاف مصادرها، مما يدفعنا للدقة والاحتراز في انتقاء ما هو قريب من الصحة.

مصادر البحث:

تم جمع البيانات والمعلومات من مصادرها المختلفة تتراوح ما بين الكتب العلمية المتخصصة والمجلات المحكمة والبحوث المنشورة، إضافة إلى تقارير الهيئات المالية الدولية مع التحلي بروح الموضوعية في استقصاء هذه المعطيات والتحلي بالصدق عند الأخذ بها، إضافة إلى مواقع الشبكة العالمية الرسمية والموثوق بها في المحافل العلمية.

خطة البحث وطريقة تقسيمه:

لمعالجة الإشكال المطروح تم تقسيم الدراسة إلى قسمين أساسيين أحدهما يتضمن التأصيل النظري للبحث و الآخر تطبيقي سيعرض فيه حالة السوق المالي السعودي و السوق المالي المغربي للفترة 2003 - 2011 م.

يتضمن التأصيل النظري للموضوع فصلين، الأول يعرض مدخل للقيمة المالية للمؤسسة و كذا سياسة توزيع الأرباح في الفكر المالي المعاصر، ابتداءً بضبط مفهومها و أهدافها في الأدبيات المالية ثم عرض موجز للعوامل المؤثرة فيها، و أخيراً تفصيل الأنواع المختلفة لهذه السياسة.

أما في الفصل الثاني فقد تم التطرق إلى تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للمؤسسة و سياسة توزيع الأرباح من خلال استعراض أبرز النظريات في الفكر المالي الحديث و التي حاولت الإجابة على مدى تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة.

وفي الجانب التطبيقي لهذا البحث تم أولاً استعراض نظرة عامة عن السوق المالي السعودي و السوق المالي المغربي من خلال التعريف بهما مع إبراز أداء بعض المؤشرات المالية لهما ، ثم الآثار القياسية لسياسة التوزيع على قيمة المؤسسة في هذين السوقين .

تمهيد:

إن نظرة المنهج الحديث للإدارة المالية عامة وشاملة، كما انه يتضمن إطاراً للمبادئ العامة والأدوات التحليلية اللازمة لاتخاذ القرارات المالية. وتشمل المهام المالية لهذا المدخل عملية تدبير الأموال وكيفية صرفها . وبذلك أصبح التركيز منصّباً على الاستخدام الأمثل للأموال . أي أن علم (الإدارة المالية) صار موضوعاً مكماً للإدارة بشكل عام.

وعليه، أصبح المنهج الحديث يشكل طريقة تحليلية للنظر في المشكلات المالية، ويجب على الكثير من التساؤلات ومعنى هذا، أن مضمون المنهج الحديث للإدارة المالية يمكن وصفه بما يلي:

- حجم المؤسسة المثالي ونسبة النمو المراد تحقيقها.
- نوعية استخدامات المؤسسة (متداولة أو ثابتة).
- نوعية احتياجات المؤسسة (قصيرة أو طويلة الأجل).

أي أن الإدارة المالية على ضوء هذا المنهج يجب أن تعمل على حل مثل هذه المشكلات الثلاث والتي يمكن أن نعبر عنها بالوظائف التالية: الاستثمار، والتمويل، وسياسة توزيع الأرباح. وتقسم هذه الوظائف إلى قرارات متعلقة بالتمويل، قرارات متعلقة بالاستثمار و أخرى بسياسة توزيع الأرباح. ولاتخاذ قرارات مالية سليمة، فلا بد من فهم الأهداف المالية المطلوب تحقيقها، حيث تعطينا هذه الأهداف الإطار العام الذي يساعد على اتخاذ القرارات المثلي، ونجد هنا هدفين بارزين هما:

- مضاعفة الأرباح.
- تعظيم ثروة المؤسسة.

يمثل هدف مضاعفة الأرباح أحد الوسائل الممكن استخدامها للحكم على فاعلية القرارات في المؤسسة. وعليه ، ينصب الاهتمام بالقرارات والأعمال التي تؤدي إلى زيادة الأرباح دون غيرها من القرارات المؤدية إلى تقليلها . ومعنى هذا، أن قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يتم توجيهها لتناسب هدف مضاعفة الأرباح.

أما الهدف الثاني فيعرف باسم مضاعفة ثروة المؤسسة Wealth Maximization وتميل الكتابات الحديثة للفكر المالي إلى استخدام قيمة المؤسسة كمعيار لاتخاذ القرارات المالية.

المبحث الأول: قيمة المؤسسة.

ونسعي في هذا الفصل إلى تبيان وضبط مفاهيم قيمة المؤسسة في الفكر الحديث للإدارة المالية من جهة وكذا سياسة توزيع الأرباح وأنواعها وأشكال التوزيعات فيها، من خلال الإجابة على الأسئلة التالية:

- ما هي قيمة المؤسسة ؟ وما هي العوامل المؤثرة فيها ؟
- ما هي سياسة التوزيع ؟ وما هي أشكالها ؟

يبرز دور الإدارة المالية في إكتساب موارد المؤسسة و تسييرها و تمويلها ، وحتى يتم تقييم كل تلك العمليات وجب جعل معيار لذلك يمثل الهدف من تلك العمليات و الذي يتمثل أساسا في تعظيم قيمة المؤسسة من خلال أسعار كل سهم⁽¹⁾

المطلب الأول: تقييم المؤسسة سوقيا

1- تمثيل المؤسسة كفطيرة:

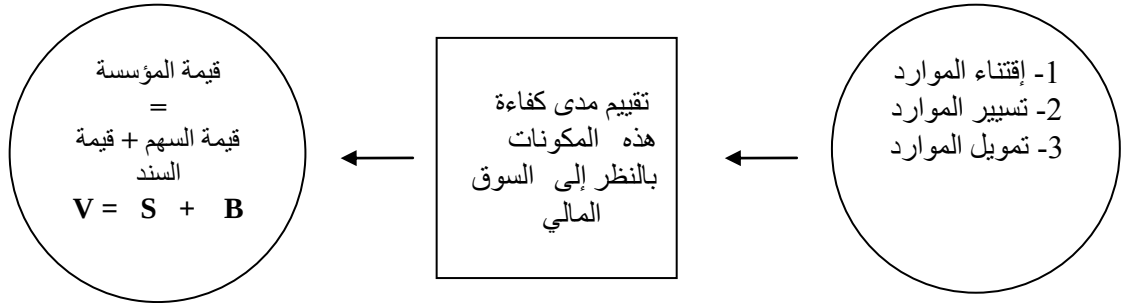
تتمثل عمليات الإدارة المالية في صنع القرار الذي يكون له أثر كبير على قيمة المؤسسة ، و بالتالي إذا كانت قرارات المؤسسة سليمة ، كافأها السوق من خلال إرتفاع قيمتها السوقية ، بينما يكون الجزاء سلبيا إذا كانت تلك القرارات غير صائبة ، لأن قيمة المؤسسة تعبر عن إستعداد الطالب لدفعه كمقابل لتلك المؤسسة كما أنه لا يمكن مخادعة السوق المالي لمدة أطول .
يمكن لنا أن نعبر على قيمة المؤسسة بـ V ، التي تمثل القيمة السوقية الممنوحة لها من طرف مقرضي و مساهمي المؤسسة⁽²⁾ :

$$V = S + B$$

إلا أنه غالبا ما يتم التركيز على قيمة السهم فقط باعتبار حامله يمثل مالا للأسس و بالتالي فإنه مخاطر بأموال مقابل عائد غير محدد و الشخص المعني أساسا بقيمة المؤسسة إضافة إلى إفتراض إستمراريته في المساهمة بالمؤسسة ، و لإيجاد القيمة السوقية للسهم نعبر عليها بسعر السهم " S " عند اللحظة $t = 0$ ثم نبحت عن تعظيم قيمة " S " الذي يؤدي بطبيعة الحال إلى تعظيم ثروة المساهم .

^{1,2} : Ivan, K, Cohen, **Focus Financial Management**, Imperial College press, Singapore, 2005, PP.5-6

شكل المؤسسة كقطيرة



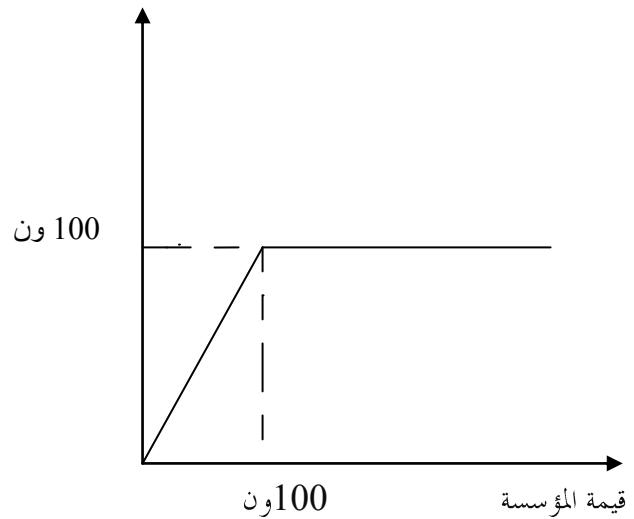
المصدر : George E.Pinches Essentials of Financial management 4th edition Harper Collins

Publisher USA 1992.P 6

و كما أشرنا سابقا تسعى المؤسسة لتعظيم قيمتها السوقية و هذا يعني تعظيم القيمتين اللتان يطالبان بهما حاملي الأسهم و حاملي السندات (الدائنون بصفة عامة) و ما يجب التنبيه إليه هو ضرورة معرفة الفرق بين مطالب كل جهة.

مدفوعات الدائنين

شكل (2) : تحصيل المقرضين لمستحقاتهم



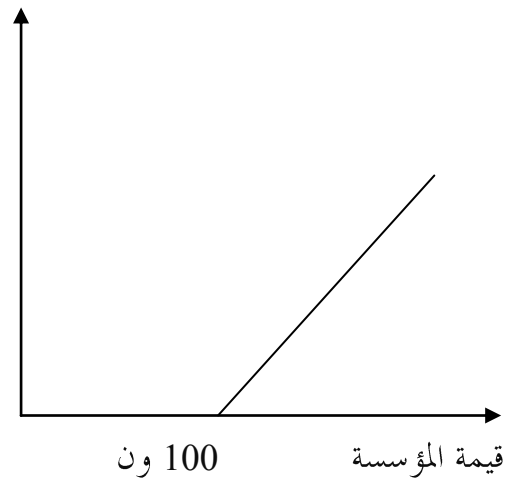
لنأخذ حاملي السندات وباقي المقرضين مع إفتراض أن دين هؤلاء على المؤسسة يساوي 100 ون و يجب أن يدفع خلال سنة (1) مع تجاهل الفائدة من أجل التبسيط ، فإن مطالب هؤلاء يمكن أن تلخص في الشكل (2) .

و كما هو موضح في الشكل فإن الدائنين يحصلون على مستحقاتهم التي على المؤسسة إذا ما كانت قيمة المؤسسة على الأقل مساوية لقيمة ذلك الدين 100 ون و بالتالي فإن هؤلاء لهم الحق فقط في مطلب وحيد و ثابت و هو قيمة الديون 100 ون و ذلك مهما كانت حالة المؤسسة⁽¹⁾ .

أما بالنسبة لحملة الأسهم ، فكما هو معروف عرفا ، غير مطالبين شخصيا بأداء الديون التي هي على المؤسسة غير أن قيمة الدين التي تستحق - بصفة الإمتياز - قبل قيمة مساهمة حاملي الأسهم و تصبح مستحقاتهم كما هو موضح في الشكل (3) .

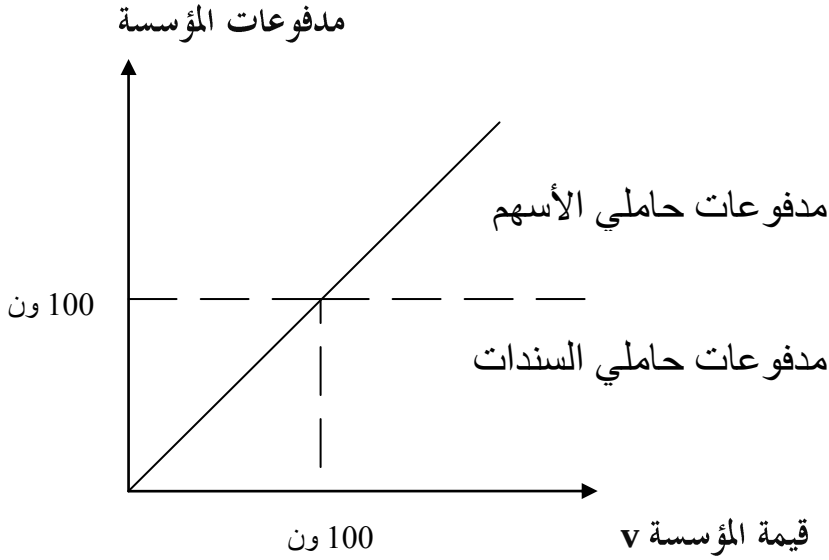
مدفوعات حاملي الأسهم

شكل (3) : تحصيل المساهمين
لمستحقاتهم



إذا كانت قيمة المؤسسة بعد سنة (1) أقل من قيمة الدين " 100 ون " فإن حاملي الأسهم لا يحصلون على أي قدر من المدفوعات التي سوف تقدمها المؤسسة ، عكس حاملي السندات الذين يبقون يطالبون لمستحقاتهم حتى يحصلون كامل قيمة الدين " 100 ون " و بعدهم يصبح للمساهمين الحق في المطالبة بباقي قيمة المؤسسة التي تزيد على قيمة القرض و تصبح مدفوعات كل جهة كما هو موضح في الشكل (4) .

¹ : George E .pinches, **Essentials of Financial management** 4th edition Harper Collins
Publisher USA 1992.P 9.



شكل (4) : تحصيل
المقرضين لمستحققاتهم

المؤسسة مسألة تخص جميع المتعاملين مع المؤسسة ، و بالتالي فالجميع يسعون إلى تعظيم قيمتها من أجل ضمان مستحققاتهم منها كما هو الحال بالنسبة لحاملي السندات ، أو تحقيق أكبر عائد ممكن كما هو حال المساهمين.

2 - تسير المؤسسة : Corporate governance

يهتم هذا المجال بالإدارة على نحو مشترك و كذا علاقات الوكالة بين المديريين و المالكين⁽¹⁾ فالمؤسسة عبارة عن عدة أطراف كل منها يعطي للمؤسسة نوع من الاستقرار و هذا الأخير لا يتم إلا إذا كان المالكون هم من يسر المؤسسة .

- مثال : لنفترض أن بعض حملة الأسهم المالكين لا يرغبون في الاحتفاظ بأسهمهم داخل الشركة أو المؤسسة أي بإمكانهم بيع أسهمهم لمستثمرين آخرين ، على أن لا يكون هناك تأثير على إدارة المؤسسة ، و بالتالي فإن القدرة على بيع و شراء الأصول المالية في الأسواق المالية تسمح بانفصال سلس و سهل بين الملكية و الإدارة⁽²⁾.

كيف يكون هناك إتفاق فيما يخص أهداف المؤسسة بين مجموعة من المالكين الذين يحملون عدد كبير من الأسهم و مجموعة من المستثمرين الصغار الذين يملكون سهم واحد ؟

¹: Jack Broyles, **Management and Real Options**, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, 2003, P 14

²: Bodie, Kane, Marcus, **Essentials of Investments**, 5th Edition the McGraw-Hill Companies, 2003, p 7.

إضافة إلى ذلك فإن السوق المالي قد يفرض على إدارة المؤسسة إتباع إستراتيجيات تزيد من قيمة أسهم الملاك كالسياسات التي تجعل حملة الأسهم يحصلون على الثروة كما تسمح لها أيضا بإتباع الأهداف الشخصية ، هل المسيرين فعلا يسعون إلى تعظيم قيمة المؤسسة ؟

إنه من السهل معرفة هل أن المسيرين يسعون إلى ذلك أم لا و ذلك من خلال الإستثمار في النشاطات و المشاريع التي لا تخدم المصلحة الأفضل لحملة الأسهم مثل الإستثمار في العقارات و تفادي المشاريع التي تحتوي على درجة عالية من المخاطر و ذلك من أجل المحافظة على مناصبهم أو زيادة استهلاكهم الخاص و البحث عن الرفاهية ، إن هذا التضارب في المصالح يدعى مشاكل الوكالة Agency problems. إلا أن هناك عدة ميكانيزمات و آليات من شأنها أن تخفف من شدة هذا التضارب .

أ - مخططات التعويض Compensation plans : هذه المخططات تعمل على الربط بين مداخل المسيرين و نجاح المؤسسة و أغلب التعويضات التي يتم اعتمادها تكون على شكل خيارات Stock option.

ب - عندما يكون مجلس الإدارة في بعض الأحيان مدافع عن الإدارة العليا فبإمكانه و خصوصا في الآونة الأخيرة التحكم في الأجهزة الإدارية التي تكون أقل أداء .

ج - إن بعض الأطراف الخارجية كمحللي السلامة و المؤسسات الاستثمارية الكبرى قد تجعل المؤسسة تحدد من حالة الرفاهية التي يعيشها المسيريون .

3 - تكلفة الوكالة Agency Cost :

إن التضارب الحاصل بين المسيرين و الملاك فيما يخص الأهداف يؤدي إلى خلق ما يسمى بمشاكل الوكالة الرئيسية principal – gent problems فالملاك يعتبرون هم الأساس و المسيرين وكلاء لهم لذا فإن حملة الأسهم يرغبون في زيادة قيمة المؤسسة لكن المسيرين قد يكون لهم هدف شخصي يسعون إلى تحقيقه (1) .

تظهر تكلفة الوكالة عند عدم قيام المسيرين بتعظيم قيمة المؤسسة فيقوم حملة الأسهم بتحمل تكاليف مراقبة المسيرين و ذلك لضمان السير الحسن للأسهم و عدم تأثرها و بالطبع لا توجد هناك تكلفة وكالة عند قيام حملة الأسهم بالإدارة و هذا من بين إيجابيات الملاك المسيرين Owner – managers بحيث لا يكون هناك تضارب في المصالح .

¹ : Brealy, Meyers, **Principles of Corporate Finance**, 7th edition The McGraw–Hill Companies, USA, 2003, PP.8-9.

بعبارة أخرى إذا ما أحس الملاك أن الإدارة لا تعمل على تعظيم مصالحهم (قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة). ففي هذه الحالة سيعملون على وضع نظام يجعل المدير يتجه لتعظيم مصلحة الملاك أو وضع نظام رقابي يضمن سلامة تصرفات المدير بما لا يضر بمصالح الملاك.

و في كلتا الحالتين فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لما نطلق عليه بتكلفة الوكالة. وهذه التكلفة أثرها على قيمة المنظمة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل ، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع ، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة.

لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقا لهذا المفهوم – الفرق بين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية ، وبين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الجديد . ولتوضيح ذلك دعنا نفترض أن هناك مؤسسة يمتلكها وينظمها صاحبها ، حيث تحقق له صافي تدفقات نقدية قدرها 28000 ون، ومعدل العائد المطلوب هو 20% ، وعدد الأسهم لهذه المؤسسة 1400 سهما ، فما قيمة المؤسسة بافتراض أن المدير لا ينفق أية مصروفات على المنافع غير المالية . وبفرض أن هذا المدير المالك يفكر في بيع نصف أسهمه لملاك آخرين على أن يحتفظ بالإدارة لنفسه وفي نفس الوقت يعتقد أنه من الممكن أن ينفق في هذه الحالة بعض المصروفات على منفعه الشخصية (منافع غير مالية) مبالغ بقيمة حالية قدرها 4000 ون.

فما هي قيمة المؤسسة، وما السعر الذي يوافق المساهم الجديد على دفعه ثمنا للسهم، وما تكلفة الوكالة في هذه الحالة ؟.

إن الرد على مثل هذا التساؤل في ضوء مفهوم نظرية تكلفة الوكالة يتحدد وفقا للفرق بين سعر

السهم السوقي في الوضع الأول، وبين السعر للسهم الجديد في الوضع الثاني كالتالي:

الوضع الأول، حيث تكون المتغيرات فيه كما يلي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \frac{28000}{0.20} = 140000 \text{ ون}$$

$$\text{سعر السهم السوقي} = \frac{140000}{1400} = 100 \text{ ون}$$

الوضع الثاني، حيث تكون المتغيرات فيه كالتالي:

$$\text{القيمة الجديدة للمنظمة} = 140000 - 4000 = 136000 \text{ ون.}$$

$$\text{السعر للسهم الجديد} = \frac{136000}{1400} = 97.1 \text{ ون}$$

$$\text{وبما أن تكلفة الوكالة للسهم الواحد} = 100 - 97.1 = 2.9 \text{ ون.}$$

$$\text{إذن التكلفة الكلية للوكالة} = 2.9 \times 1400 = 4060 \text{ ون.}$$

حيث يتحمل المدير المالك كل هذه التكلفة. ومن الواضح أنه وفقا لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين هما الأول: أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها.

والثاني: أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق. إن مشاكل الوكالة الرئيسية يمكن أن يتم حلها إذا توفر لكل الأطراف نفس المعلومة و هذه حالة نادرة في المالية فكل من المساهمين و المقرضين و السيرين يملكون معلومات مختلفة فيما يخص القيمة الحقيقية للأصول المالية إذن فالمسير المالي يحتاج إلى تنظيم عدم التجانس في المعلومات Information asymmetries و البحث عن طرف لطمأنة المستثمرين⁽¹⁾.

4 - العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة :

4-1- القرارات الاستثمارية :

- تشمل هذه القرارات اختيارا الموجودات التي سيتم إنفاق الأموال عليها؛ وهي تنقسم إلى قسمين:
- الموجودات طويلة الأجل ؛ والتي يكون مردودها على عدة سنوات في المستقبل.
 - الموجودات قصيرة الأجل (المتداولة)، والتي يمكن تحويلها إلى نقدية في خلال سنة واحدة، أي أنها تتمتع بسيولة عالية.
- وبذلك تكون عملية اختيار الموجودات ذات جانبين ، الأول يتعلق بالاستثمارات الرأسمالية ، والثاني يتعلق بإدارة رأس المال العام . ويجب مراعاة جملة من العناصر عند اتخاذ القرار و هي :

¹ : Brealy Meyers, Principles Of Corporate Finance, same reference, p 9

- المخاطر المرتبطة بأعمال المؤسسة بوجه عام.
- مجموعة الموجودات داخل المؤسسة ونوعية تركيبها.
- مبدأ وقياس تكلفة رأس المال.

2-4 قرارات التمويل:

ينصب إهتمام هذه القرارات على الخليط الأمثل للتمويل مثل تكوين رأس المال ، ودرجة الرافعة المالية وغيرها ، ويقصد بمصطلح هيكل رأس المال (تكوينه) ، تلك الحصص النسبية للديون (ذات الفائدة الثابتة) كمصدر للتمويل ، ورأس المال المساهم به (ذو العائد المتغير للمساهم) ، وتتعلق قرارات التمويل لأي منشأة بطريقة اختيار النسبة المعينة لكل نوع في التكوين العام للأموال المتاحة ، وتعتبر عملية التكوين الرأسمالي إحدى الجوانب الهامة في قرارات التمويل ، حيث تتعامل مع العلاقات النظرية بين توظيف الديون ومعدل العائد أو الأرباح للمساهمين .

ولذلك إذا زاد نصيب الديون في التكوين المالي ، زادت الأرباح الموزعة على المساهمين وزادت درجة الخطورة أيضاً ، مما يحتم ضرورة معالجة التوازن الصحيح بين التمويل عن طريق الديون والتمويل عن طريق المساهمين ، نظراً لوجود العلاقة المتبادلة بين العائد (الربح) من جهة والمخاطر من جهة أخرى ، يطلق على التكوين الرأسمالي الذي يحقق التوازن بين الديون وحقوق المساهمين إسم هيكل التمويل الأمثل.⁽¹⁾

3-4 قرارات توزيع الأرباح على المساهمين :

يتعلق هذا النوع من القرارات بسياسة توزيع، وهذه القرارات يجب أن تكون ملازمة للقرارات المالية الأخرى في المنشأة وعند التعامل مع الأرباح، ونجد هناك مدخلان واضحان، هما:

- إما أن توزع الأرباح بشكل نقدي ، ونسبة مئوية معينة من قيمة السهم الاسمية وتدفع

لحامل السهم

- أو أن يتم احتجاز الأرباح و تدويرها، وهنا يجب أن نتساءل: متى يتم توزيع الأرباح ؟

ومتى يتم احتجازها ؟

ولذلك يتضح لنا مدى أهمية القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وخاصة ذلك القرار المرتبط بنسبة التوزيع لما له من أثر على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم السوقي على المدى القصير.

¹ : فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في : مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص، 29.

المطلب الثاني : دور التدفقات النقدية في التقييم

1 - مفهوم التدفق النقدي:

التدفقات النقدية وهي عبارة عن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من النقدية وما يعادلها. ويعرض المشروع تدفقاته النقدية من الأنشطة المختلفة بالأسلوب الأكثر ملائمة لأعماله. فالتصنيف حسب النشاط يوفر معلومات تسمح للمستخدمين تقدير أثر هذه النشاطات على المركز المالي ومبلغ النقدية وما يعادلها للمشروع ، كما يمكن استخدام هذه المعلومات لتقييم العلاقات بين تلك النشاطات ، وقد تشمل العملية الواحدة للتدفق النقدي على أكثر من نشاط ، فعلى سبيل المثال عندما تكون عملية سداد القرض نقداً تتضمن كلاهما الفائدة وأصل القرض فانه في هذه الحالة يمكن تصنيف عنصر الفائدة على أنه نشاط تشغيلي ، بينما يصنف عنصر سداد أصل القرض على أنه نشاط تمويلي⁽¹⁾ إن تحليل التدفقات النقدية يكتسب أهمية كبيرة بالنسبة لمنشآت الأعمال لان هذا النوع من التحليل له دور هام في عملية التخطيط واتخاذ القرارات الخاصة بتلك المنشآت . ويمكن حصر هذه الأهمية في النقاط التالية :

- تحديد النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية والمستخدمه لأغراض تقييم سيولة وربحية المنشأة.
- تحديد المجالات التي ستستخدم فيها تلك النسب في اتخاذ القرارات المالية سواء في مجال الاستثمار أو في مجال الإقراض.
- التعرف على آراء و وجهات نظر كل من مسؤولي الائتمان في البنوك التجارية. ومحللي الأوراق المالية في البورصة تجاه الأهمية النسبية لتلك النسب في تقييم سيولة الشركة وربحياتها ، ومن ثم تأثيرها على ما يتخذونه من قرارات في ممارستهم الوظيفية .

وقبل التطرق إلي دور التدفقات النقدية في التقييم وجب التعرف على جملة من المفاهيم الأساسية.

¹ : عبد الناصر شحدة السيد أحمد ، الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة وجودة الأرباح وذلك من وجهة نظر محلي الائتمان في البنوك التجارية الأردنية ومحلي الأوراق المالية في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الإدارية والمالية جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2008، ص28.

1-1 أساس الاستحقاق :

يستخدم لتسجيل العمليات المالية في السجلات المحاسبية، حيث تثبت الإيرادات عند اكتساب الإيراد وذلك بغض النظر عن توقيت التحصيل النقدي، بينما تثبت المصاريف بمجرد حدوثها وذلك بغض النظر عن توقيت تسديدها.

1-2 الأساس النقدي:

بموجب هذا الأساس يثبت في سجلات المشروع الإيرادات التي يتم تحصيلها خلال الفترة المالية بغض النظر عن توقيت واقعة اكتسابها. كما تثبت المصروفات التي يتم دفع قيمتها خلال الفترة المالية وذلك بغض النظر عن توقيت دفعها أو تسديدها.

1-3 صافي التدفق النقدي :

يمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة خلال الفترة المالية.

1-4 الاستمرارية:

تعتبر الاستمرارية أحد فروض المحاسبة الرئيسة، ووفقاً لهذا الفرض يعتبر المشروع مستمراً في نشاطه إلى أمد غير محدد ما لم تظهر أدلة موضوعية ودلائل تثبت عكس ذلك كما هو الحال عند تصفية المشروع أو دمجها بآخر حيث ينهي ذلك استمراره.

1-5 التدفقات النقدية الحرة :

التدفقات النقدية الحرة هي التدفقات النقدية المتبقية التي يتم توزيعها على حملة الأسهم وأصحاب الديون بعد قيام الشركة بالاستثمار في الأصول الثابتة الضرورية ورأس المال العامل للمحافظة على استمرارية الأنشطة التشغيلية . وتوفر التدفقات النقدية الحرة للمحللين الماليين معلومات عن قدرة المنشأة على النمو داخلياً وزيادة مرونتها المالية ⁽¹⁾ .

و تحدد بالمعادلة التالية :

التدفقات النقدية الحرة = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية - (الإنفاق الرأسمالي + توزيعات الأرباح) .

¹ : Glen Arnold, **the handbook of corporate finance**, financial Times Prentice Hall, Pearson Education, Great Britain, 2005, P, 174.

2- تقييم جودة أو نوعية أرباح الشركة بواسطة التدفقات النقدية:

إن ربحية الشركة هي محصلة لمختلف السياسات التي تتخذها الإدارة ، وتعبر عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها الشركة قراراتها التشغيلية والاستثمارية . وتقاس نسب الربحية كفاءة المنشأة في استغلال مواردها بشكل أمثل لتحقيق الأرباح.

وهي تقدم معلومات يمكن بواسطتها التمييز بين صافي الدخل الذي يتم تحديده بموجب أساس الاستحقاق وصافي التدفق النقدي الذي يتم تحديده بموجب الأساس النقدي. وعلى هذا الأساس فإن تحقيق المنشأة لرقم مرتفع من صافي الدخل لا يعني بالضرورة أنها حققت تدفقاً نقدياً مرتفعاً والعكس بالعكس. في حين كلما ارتفع صافي التدفق النقدي التشغيلي الموجب الذي تحققه المنشأة خلال العام كلما ارتفعت نوعية أو جودة أرباح المنشأة والعكس بالعكس⁽¹⁾.

وتمثل نسب الربحية مجال اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين. فالمستثمرون يتطلعون إلى الفرص المربحة لتوجيه أموالهم إليها، والإدارة تستطيع التحقق من نجاح سياساتها التشغيلية، والمقرضون يشعرون بالأمان عند إقراض أموالهم إلى منشآت تحقق أرباح وقادرة على دفع التزاماتها وفوائد ديونها ، وعليه فإن تحليل التدفقات النقدية الحرة يساعد في تقييم قدرة المنشأة على دفع توزيعات الأرباح لحملة الأسهم وقيمة المنشأة تعتمد على التدفقات النقدية الحرة المتوقعة مستقبلاً والتي يمكن أن تستخدم في :

- تسديد الديون والفوائد للمقرضين .
- دفع الحصة النقدية لحملة الأسهم .
- إعادة شراء الأسهم من المستثمرين .
- شراء الأوراق المالية والأصول غير التشغيلية الأخرى .

¹ : Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management, 10th edition** South-Western College Pub, USA, 2003.P 105-106.

3- عملية التقييم المالي بواسطة التدفقات النقدية :

إن قرار أي مستثمر مبني على عملية عقلانية حيث يكون المغزى من خلالها الوصول إلى تعظيم المنفعة التي تعود عليه من خلال تعظيم قيمة المؤسسة و لابد أن تكون هذه العملية مبنية على معيار واضح و سليم خاصة إذا تعلق الأمر بعملية التنبؤ.

يبرز هنا دور التدفقات النقدية المستقبلية في التقييم من أجل الحصول على القرار أو على الأقل الحد الأدنى الذي يرغبون به خصوصا إذا علمنا عجز القيمة المحاسبة باعتبارها قائمة على أساس تاريخي(عن التعبير) عن القيمة الفعلية للمؤسسة، كما أن النظرة المحاسبة تقتصر على الربح عكس النظرة المالية التي تعنى بالتدفقات النقدية .

تعطي التدفقات النقدية صورة كاملة عن السياسات وقرارات الإدارة في الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية ، حيث أنها تعبر عن قدرة المشروع على جلب النقود اللازمة للعمليات الجارية أو لإعادة استثمارها أو لدفع التوزيعات النقدية وبالتالي تعبر عن القيمة الاقتصادية للمنشأة.

كما أنها تساعد في التنبؤ بالعائد السوقي المتوقع للسهم ، بالإضافة إلى أنها تخدم بصورة مباشرة نماذج تقويم الأصول الرأسمالية والتي تفترض إن قيمة الأصل تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد خصمها بعامل الخصم المناسب.

لذا فإنه يتم اللجوء إلى عملية التقييم المالي بواسطة التدفقات النقدية و يبرز هنا خيار القيمة الحالية الصافية ويمكن إبراز مفهومها كما يلي⁽¹⁾ :

3-1 القيمة الحالية الصافية : Net Present Value

يجب أن نرفق عملية التقييم بواسطة التدفق النقدي بالقيمة الحالية الصافية أي بعد طرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة التي تتمثل في احتياجات دورة الاستغلال من أجل جعل القيمة المحصل عليها أكثر مصداقية بالنظر إلى القيمة الزمنية للنقود و كذا تكلفة الفرصة البديلة .

إن إعتداد عملية التأين يلعب دور مضاعف في زيادة قيمة المؤسسة لأن صافي الربح الذي نحققه المؤسسة لا يعبر في حد ذاته على مورد حقيقي بل جزء من أجزاء موارد المؤسسة و يمكن أن لا يكون له مصداقية بالنظر إلى رغبة المسيرين في التهرب من الضريبة على الأرباح من خلال فتح بعض الحسابات (احتياطات سرية) مما يجعل الربح أداة لا تعبر عن الوضع الحقيقي للمؤسسة .

¹ : George E .pinches **Essentials of Financial management** 4th edition Harper Collins
Publisher USA 1992.P 10

إن التدفق النقدي يعبر عن سلامة المؤسسة و بالتالي قدرتها على الإستثمار لذا فإنه يمكن التعبير عن القيمة الحالية للمؤسسة من خلال المعادلة التالية : ⁽¹⁾

$$V_C = \left(\frac{F_C F_1}{1 + K_1} \right) + \left(\frac{F_C F_2}{(1 + K_2)^2} \right) + \dots + \left(\frac{F_C F_t}{(1 + K_t)^t} \right) + \dots + \left(\frac{F_C F_\infty}{(1 + K_\infty)^\infty} \right)$$

بحيث:

VC : قيمة المؤسسة.

F_CF_t : التدفقات النقدية الصافية المرتفعة عند السنة t .

k_t : متوسط تكلفة رأسمال المؤسسة.

2-3 خصم التدفقات النقدية :

إن قدرة المستثمر على معرفة فيما إذا كان السهم مقيم بأكبر مما يجب Over – Value أو أنه يتم تداوله بالسعر العادل لهذا السهم أو أنه مقيم بأقل مما يجب Under – Value مرهون باستخدام مفهوم القيمة الحقيقية.

ففي هذه الحالة إذا كانت كل المعلومات متوفرة بخصوص النمو المتوقع للمؤسسة بيانات المبيعات لدى المؤسسة و كذا تكاليف التشغيل و هياكل الصناعة الذي تعمل به يمكن دراسة هذه المعلومات و بالتالي تقدير القيمة الحقيقية للسهم.

إن عملية التحليل تتطلب دراسة الوضع الحالي و المستقبلي للظروف الإقتصادية التي تعمل بها المؤسسة مثل دراسة إتجاه أسعار الفائدة سواء على المدى القصير أو المتوسط أو الطويل و بعد ذلك تتم دراسة و تحليل وضع المؤسسة نفسها و من بين العوامل التي يجب أن تأخذ بعين الإعتبار ⁽²⁾ :

- الميزة التنافسية.
- التفوق التكنولوجي للمؤسسة.
- مدى خبرة الإدارة و كفاءتها.
- مدى فرص النمو المتوفرة.

¹ : J, Gitman, **principles of managerial finance**, 10th edition, Addison Wesley, USA, 2003. P 331

² : إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي ،ابوظبي، 2005 ،ص،28.

في الحقيقة كل العوامل المذكورة سابقا تعطي في النهاية فكرة موضوعية عن وضع المؤسسة من أجل الوصول إلى تصور حقيقي وكمي عن وضعها و حتى يكون التحليل أكثر عمقا لا بد من استخدام أسلوب يسمى بنموذج خصم التوزيعات Dividend Discounted Model. عند استخدام هذا النموذج لا بد من النظر إلى القطاع الذي تعمل به المؤسسة و كذا سياسة التوزيع المعتمدة من أجل استخدام النموذج المناسب وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم و المتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب و هناك ثلاثة نماذج :

أ - نموذج النمو الصفري : Zero Growth Model

هذا النوع من النمو الصفري يظهر بوضوح في الأسهم التي تتصف بتوزيعات الأرباح فيها بعدم النمو . مثل الأسهم الممتازة داخل المؤسسة. ويمكن كتابة هذا النموذج بالصيغة التالية ⁽¹⁾ :

$$P_0 = D / R$$

بحيث:

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم.

D : توزيعات الأرباح المتوقعة.

R : سعر الخصم المناسب.

مثال:

نفترض مؤسسة تقوم بتوزيع قدره 10 لكل سهم في السنة و كان معدل العائد الذي يطلبه المساهم 20 % فما هي قيمة السهم ؟
في هذه الحالة تكون قيمة السهم كما يلي :

$$P_0 = 10 / 0.2 = 50$$

أي 50 ون للسهم.

¹ : Ross, Westerfield, Jaffe, **Corporate Finance**, 6th edition, The McGraw–Hill Companies, USA, 2002, P 246.

ب - نموذج النمو الثابت للتوزيعات : Constant Growth model

يظهر هذا النموذج في الأسهم التي تتسم توزيعات الأرباح فيها بالنمو بمعدل ثابت و ليكن هذا المعدل "g" مع الأخذ بعين الاعتبار أن $g < R$ أي معدل النمو أقل من سعر الخصم المناسب . و عليه يمكن صياغة النموذج على النحو الآتي⁽¹⁾ :

$$P_t = \frac{D_t(1+g)}{R-g} = \frac{D_{t+1}}{R-g}$$

بحيث:

P_t : القيمة الحقيقية للسهم.

D_{t+1} : توزيعات الأرباح المتوقعة.

R : سعر الخصم المناسب

g : نسبة النمو في توزيعات الأرباح.

مثال:

لنفترض أن التوزيعات على السهم تكون خلال 5 سنوات أي " P_5 " و تحتاج إلى مقدار التوزيع عند الفترة الخامسة $t = 5$ و التوزيع الأولي $D_0 = 2.3$ و قيمة النمو تساوي 5 % فإن مقدار التوزيع في نهاية السنة الخامسة D_5 يكون على النحو التالي :

$$D_5 = 2.3 \times (1.05)^5 = 2.3 \times 1.2763$$

$$D_5 = 2.935$$

بالنسبة للنموذج فإن سعر السهم مع افتراض إن قيمة سعر الخصم $R = 13\%$ يكون كما يلي :

$$P_5 = (D_5 (1 + g)) / (R - g) = (2.935 \times 1.05) / (0.13 - 0.05) = (2.415 / 0.08)$$

$$P_5 = 30.19$$

¹ : Brealey, Myers, Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, Third Edition, the McGraw-Hill Companies, Inc, USA, 2001, P 144

ب - نموذج النمو المتغير: Non Constant Growth Model

يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم المؤسسات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الإستقرار و النموذج المستخدم هذا يمكن صياغته على النحو التالي ⁽¹⁾ :

$$P = \sum_{t=1}^n \left[\frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+K_e)^t} \right] + \sum_{t=1}^n \left[\frac{D_0(1+g_2)^t}{(1+K_e)^t} - n \right]$$

بحيث:

g_1 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات المرحلة الأولى.

g_2 : نسبة النمو المتوقعة للتوزيعات في مرحلة النضوج .

P : القيمة الحقيقية.

D_0 : توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى.

D_n : توزيعات الأرباح المتوقعة لمرحلة النضوج.

مثال : قامت مؤسسة بتوزيع أرباحها على المساهمين بمعدل 3 دولار لهم في العام الماضي يتوقع أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة 21 % لمدة 5 سنوات ثم تعود النسبة لتستقر على معدل 6 % ، ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها المؤسسة علما بأن العائد المطلوب للإستثمار هو 14 % .

خطوات العمل:

- يتم احتساب النمو المتراكم بالتوزيعات لمدة 5 سنوات و بنسبة 21 % .
- يتم احتساب القيمة الحالية لهذه التدفقات النقدية.
- احتساب القيمة الحالية لسهم في حالة أن يكون المعدل 6 % و إلى ما لا نهاية.
- يتم جمع كل من القيم الحالية في الفترة الأولى مع القيمة الحالية في فترة النمو.

¹ : براهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، مرجع سبق ذكره، ص 31.

ويكون سعر السهم كالتالي :

السنة	معدل النمو (م / ن) توزيعات 21 %	معدل النمو (م / ن) توزيعات %	القيمة الحالية ق ح
0	3	0	0
1	3.63	0.877	3.18
2	4.39	0.769	3.38
3	5.31	0.675	3.58
4	6.42	0.592	3.80
5	7.77	0.519	4.03

المطلب الثالث: نماذج تقييم الأسهم

قبل التطرق إلى نماذج تقييم الأسهم يقودنا إلى معرفة نوعية الأسهم التي تكون محل التقييم ، و هنا تعتبر الأسهم العادية أبرز هذه الأنواع التي تظهر أهمية هذه النتائج في معرفة تأثير سياسة التوزيع على قيمة السهم و من ثم على قيمة المؤسسة لذا لا بد من التعرض إلى مفهوم الأسهم العادية و خصائصها بصفة مختصرة .

1- مفهوم الأسهم العادية

1-1 تعريف الأسهم العادية:

و هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة إسمية ، و قيمة دفترية ، و قيمة سوقية ، و تتمثل القيمة الإسمية المدونة على قيمة السهم ، أما القيمة الدفترية هي قيمة حقوق الملكية و التي تتضمن بالإضافة إلى قيمة السهم الإسمية مجموع الإحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ، و أخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأسمال⁽¹⁾ .

¹ : د،مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، دار النشر مكتبة المجتمع العربي ، عمان، 2005، ص، 105

1-2 اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية :

ظهرت في السنوات الأخيرة في الولايات المتحدة الأمريكية أنواع جديدة من الأسهم العادية لم تكن معروفة من قبل أهمها:

أ - **أسهم الأقساط الإنتاجية:** إن الأصل أن يكون للمؤسسة مجموعة من الأسهم العادية التي ترتبط فيها النتائج المحققة من قبل المؤسسة ككل، غير انه ظهرت أسهم جديدة ربطت فيها التوزيعات الخاصة بما يحققه قسم إنتاجي معين في المؤسسة من نتائج.

ب - **الأسهم ذات التوزيعات المخصصة:** أسهم مشاركة العاملين بفرض تشجيع العمال للمساهمة في ملكية المؤسسة التي يعلنون بما أصدرت الو. م . أ تشريعاً يقضي بخصم التوزيعات على الأسهم التي يكتب فيها العمال من الإيرادات قبل حساب الضريبة و هذا لم يكن موجوداً⁽¹⁾.

ج - **الأسهم العادية المضمونة:** ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة نوع من الأسهم العادية يعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا نزلت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة الإستثمار عقب الإصدار .

1-3 خصائص الأسهم العادية :

يمثل السهم العادي صك ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية.

أ - **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوباً عليها في عقد التأسيس⁽²⁾.

ب - **القيمة الدفترية:** فتتمثل في قيمة السهم المسجلة على الدفاتر المحاسبية للمؤسسة ونقصد بذلك دفتر الميزانية وذلك في دفتر الخصوم⁽³⁾ وتحسب هذه القيمة بقسمة حقوق الملكية والتي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة وفائض رأس المال على عدد الأسهم العادية المصدرة.

¹ : د، عبد الهادي محمد السعيد، الإدارة المالية و التمويل ، دار،الحامد،عمان، 1999، ص، 263.

² : Erich a. heifer, **financial analysis: tools and techniques a guide for managers**, The McGraw-Hill Companies, USA, 2001, P.443

³ : Jay E. Fishman Shannon P. Pratt William J. Morrison, **Standards of Value Theory and Applications**, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey. 2007, P 28

ومن جهة أخرى فإن حامل السهم العادي يتمتع ببعض الحقوق غير المتاحة لمستثمرين آخرين. فهو يملك الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو الشراء أو بالتنازل وله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها سواء كانت نقدية أو في صورة أسهم.

وفي حالة التوزيعات بصورة أسهم يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة. وبما أن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال دون أن تتأثر القوة الإيرادية للمنشأة في المدى القصير، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية (القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية) تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات؛ الأمر الذي يترتب عليه إنخفاض القيمة الاسمية للسهم الواحد.

وعادة ما تلجأ المنشأة إلى هذا الإجراء بهدف الحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم. ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت في اجتماعات حملة الأسهم.

وترتبط قدرة المستثمر على التأثير في قرارات المنشأة بعدد الأسهم التي يمتلكها وذلك من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات. وعادة ما يقوم حامل السهم بالتوقيع على إذن يفوض فيه أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت عنه. ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دفة المنشأة.

1-4 مزايا وعيوب الأسهم العادية:

أ - مزايا الأسهم العادية:

- مصدر دائم ومستقر لتمويل الشركات، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من الشركة.
- عدم إلزامية توزيع أرباح على مالكي الأسهم العادية حتى في السنوات المربحة للشركة.
- إصدار مزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة المديونية مما يؤدي إلى زيادة الطاقة الإقتراضية⁽¹⁾.
- تكون أكثر سهولة في التسويق من الأدوات الأخرى، خاصة إذا كان مستقبل الشركة المصدرة لها جيد.
- لا تشكل تكلفة ثابتة على الشركة، لأنه لا يستحق عليها عائدا إلا إذا تحقق الربح وتقرر توزيعه كله أو جزءا منه⁽²⁾.

¹ : Necib Redjem, Méthodes d'analyse financière, el-Ouloum, Annaba, 2005, P.90.

² : زغيت مليكة، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة، جامعة سطيف، 2006، ص 11

ب - عيوب الأسهم العادية:

- مطالبة المستثمر بعوائد كبيرة تعويضا عن المخاطر التي يتعرضون له.
- يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين، وقد يؤدي ذلك إلى تأثير سلبي على المالكين.
- توسع قاعدة توزيع الأرباح، وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار.
- قد تكون تكلفة الإصدارات عالية من ناحية الإجراءات.
- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، الأمر الذي يزيد من تكلفتها بالمقارنة مع الدين.

2- ابرز النماذج المعتمدة لتقييم الأسهم العادية:

إن قيمة المؤسسة تعبر عن قيمة أسهمها في السوق وهذه الأخيرة يحددها المساهم من دخل المؤسسة و يكون النموذج العام لتقييم الأسهم كما يلي ⁽¹⁾ :

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + K_e} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{D_i}{(1 + K_e)^i} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_e)^n} \dots \dots \dots (1)$$

بحيث:

D_i : التوزيعات الخاصة بالفترة i .

P_i : قيمة إعادة بيع السهم في اللحظة n .

K_e : معدل التاسب بالنسبة للتوزيعات ⁽²⁾ .

و بافتراض استمرار الاستثمار و بالتالي التوزيعات إلى ما لا نهاية فإن العلاقة (1) تصبح على النحو التالي :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{D_t}{(1 + K_e)^t} \right] \dots \dots \dots (2)$$

و هذا لا يعني أن السهم سوف يبقى ممتلكا من طرف المساهم نفسه و إنما يمكن للسهم أن يتداول عدة مرات دونما تأثير على قيمته لأن عملية البيع لا تؤثر على أي عنصر من عناصر المعادلة ، بالإضافة إلى ذلك فإن للنموذج حملة من الخصوصيات يجب ذكرها:

¹ : George E .pinches, **Essentials of Financial management** 4th edition Harper Collins Publisher USA 1992.P 108

² : إن هذا المعدل يتم تحديده وفقا للمخاطر التي يتحملها المساهم نتيجة استثماره في المؤسسة و يتم تحديده عن طريق نموذج تغيير الصول المالية CAPM و بالتالي بناء على معدل العائد الخالي من المخاطر مضافا إليه علاوة المخاطر التي يتحملها المساهم.

- إن التمثيل يفترض أن التوزيع أن التوزيع الأول يدفع بعد سنة تحديدا و التقييم يتم مباشرة بعد إقطاعه بالنسبة لتلك السنة .
- معدل التأين يفترض ثباته و هذا صعب تحقيقه على أرض الواقع لأن معدل الفائدة الحالي من المخاطر و علاوة المخاطرة بتغيرات مع الزمن.
- لا يهتم سوى بالتدفقات التي سيحصل عليها المساهم من التوزيعات و هي بالتالي تحمل بعض الإمتيازات و الفوائد الأخرى الناتجة عن ملكية السهم .

إن النموذج العام المذكور أعلاه يصعب تطبيقه خاصة إذا افترضنا تأمين القيمة المستقبلية للعوائد لذا سنحاول عرض بعض النماذج التي تجعله أكثر عملية و مطابقة للواقع و ذلك طبعا وفقا للإفتراسات المبني عليها .

1-2 نموذج جوردن شابيرو : Gordon Shapiro 1956

يتركز هذا النموذج على افتراض أن العائد يتزايد بمعدل ثابت " g " من فترة إلى أخرى فتصبح العلاقة الأولية العام لهذا التوزيع على الشكل ⁽¹⁾ :

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} + \frac{D_1(1+g)}{1+K_e} + \dots + \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+K_e)^n}$$

و يمكن كتابة هذه الصيغة أيضا :

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} \left[1 + \frac{(1+g)}{1+K_e} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+K_e)^{n-1}} \right]$$

و يمكن إعتبار ما بين الحاضنتين متتالية هندسية مكونة من " n " حد و أساسها : $r = \frac{D_1}{1+K_e}$ و بالتالي يمكن كتابتها على النحو التالي :

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)^n}{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)} \right]$$

¹ : JL, Viviani, Gestion De Portefeuille, 2^{eme} Edition, Dunod, Paris, 2001, P.23-24

و لإيجاد قيمة السهم لا بد من إيجاد نهاية المجموع لها لما يؤول "n" إلى ما لا نهاية فنصبح أمام الحالة لما يكون " $K_e > g$ " :

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)^n = 0$$

و عليه فإن قيمة السهم تكون على الشكل التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

إن هذه الصيغة الأخيرة تدل على أن قيمة المؤسسة تتناسب طرذا مع معدل نموها و عكسا مع معدل التأين ، إضافة إلى نظرة المساهم نحو تعظيم عوائده بواسطة توزيعات الأرباح من المؤسسة.

2- نموذج باتس: bates model 1962

إن هذا النموذج يعنى بتقييم المؤسس بناء على معامل PER (مؤشر سعر العائد) بحيث:

$$PER = \text{سعر العائد} / \text{العائد الصافي لكل سهم}$$

إن مؤشر سعر العائد يعد من بين المؤشرات الأكثر إستعمالا من قبل المهنيين و ذلك من أجل تحديد فرص الشراء عموما فإن الأسهم التي يكون مؤشر سعر العائد فيها منخفض مقارنة بمتوسط السوق سوف يتم تقييمها بالنقصان مقارنة لقيمة الأسهم الأخرى .

3-2 التقييم بواسطة مؤشر سعر العائد⁽¹⁾:

إذا كانت قيمة المؤسسة وفقا للنموذج Gordon Shapiro على النحو التالي :
 E_i : تعبر على قيمة المحاسبة للشركة و متعلقة بقيمة السهم في الفترة i مع العلم أن :

$$E_i = \text{الأموال الخاصة} / \text{عدد الأسهم}$$

$$E_{i+1} = E_i + [(1 - P) \times r \times E_i]$$

أي أن القيمة المحاسبة للشركة للفترة اللاحقة ($i + 1$) القيمة المحاسبة للشركة في الفترة السابقة مضافا إليها قيمة الأرباح في شكل احتياطي و بالرجوع إلى النموذج Gordon Shapiro و تعويض قيمة "g" نحصل على :

$$P_0 = \frac{P_0 \times r \times P}{K_e - r (1 - P)}$$

بحيث:

P : معدل توزيع الأرباح

r : معدل العائد على الإستثمار.

مثال: مؤسسة ما تملك FF 55000.000 كأموال خاصة مقسمة على 100.000 سهم و كان معدل العائد على الإستثمار يساوي 20 % و معدل توزيع الأرباح يساوي 50 % في حين أن معدل التأين يساوي 15 % .

$$D = \frac{55000.000 \times 0.2 \times 0.5}{100.000}$$

وعليه فإن قيمة السهم تساوي:

$$P_0 = \frac{0.15 - 0.2 (1 - 0.5)}{0.55} = 1100 \text{ FF.}$$

¹ : JL, Viviani, **Gestion De Portefeuille**, Même Référence, P.28-29.

2-4 معدل العائد المطلوب:

يختلف معدل العائد المطلوب من صناعة لأخرى ومن نشاط لآخر ومن شركة لأخرى بحسب درجة المخاطرة التي ترتبط بشركة معينة.

ويتكون معدل العائد المطلوب لسهم شركة معينة من المكونات الآتية:

● معدل العائد الخالي من المخاطر: وهذا المعدل يتكون من معدل العائد على الاستثمار يضاف إليه معدل التضخم.

● مقابل الخطر: ويقسم الخطر إلى خطر منتظم (بيتا) وخطر عشوائي غير منتظم. عند حساب القيمة المتوقعة لمعدل العائد يستبعد الخطر غير المنتظم من معادلة التقدير.

ويستخدم ما يعرف بنموذج السوق المشتق من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقدير معدل

العائد المتوقع لورقة مالية معينة. ولقد طور هذا النموذج من قبل كل من **Sharpe** و **Linter** و **Mossin** في عام 1960⁽¹⁾ ويعتمد النموذج على تصور أن معدل العائد للورقة المالية هو دالة في معدل العائد الخالي من المخاطر مضافا إليه معامل الخطر المنتظم (بيتا) في معدل العائد لحفظ الأوراق المالية⁽²⁾ أو لمؤشر سوق المال ، مضافا إليه الخطر غير المنتظم المتعلق بتقلب العائد الذي يرجع إلى ظروف الشركة مصدرة الورقة المالية ، هذا الخطر يفترض أنه يقترب من الصفر نظرا لتقلب معدل عائد الورقة بالموجب والسالب على فترات مختلفة مما يعني أن المجموع الجبري له يساوي الصفر. ويعبر عن هذه العلاقة بالنموذج الآتي⁽³⁾:

$$R_i = R_f + bR_m$$

حيث :

R_i: معدل العائد المتوقع للشركة.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطر.

b: معامل الانحدار الذي يعكس الخطر المنتظم ، ويمكن حسابه من خلال تحليل الانحدار لسلسلة طويلة نسبيا من البيانات التاريخية. وعادة فإن معظم قواعد بيانات أسواق المال تقدم هذا المعامل كنوع من المؤشرات السوقية للورقة المالية.

$$R_m: \text{معدل العائد السوقي} = (R_{mt} - R_{mt-1}) / R_{mt-1}$$

¹ : Hendrik s. Houthakker and peter j. Williamson, **the economics of financial markets**, Oxford university press, inc.usa, 1996, P.150

^{2, 3} : C. Tapiero, **Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods**, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, England, 2004, P 59.

5-2 نموذج السوق:

يستخدم نموذج السوق عادة لدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم ويعتمد النموذج على العلاقة الآتية:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

حيث:

R_i : العائد المحقق للشركة في نهاية يوم الإقفال

R_m : عائد السوق أو المحفظة

α ، β : ثوابت النموذج

ε : التغير العشوائي

أ- الخطر المنتظم:

يقاس الخطر المنتظم لأي شركة بالمقدار:

$$\beta R_m$$

ويمكن تعريفه حسب **Sharp** بأنه درجة التقلب في عائد الشركة تبعا للتقلب في عائد محفظة السوق ، بتعبير أدق يمكن القول بأن الخطر المنتظم هو ذلك الجزء من المخاطر المتقلبة أو المتغيرة الناتجة عن عوامل عادية مثل التغيرات الاقتصادية ⁽¹⁾ كالتغيرات في أسعار الفوائد و معدلات التضخم ، ومعدلات الضريبة التي تؤثر في كل الشركات في وقت واحد وتقاس درجة التقلب بالمقدار بيتا. يختلف بيتا من شركة لأخرى حسب علاقة عائد كل شركة بعائد السوق. وتحسب بيتا باستخدام علاقة الانحدار لتقدير الثوابت ومنها.

بيتا

- الحصول على عدد من مشاهدات مؤشر السوق لفترة ماضية.
- الحصول على عدد من مشاهدات سعر السهم لنفس الفترة.
- حساب عائد السهم وعائد السوق كما اتبعنا من قبل.
- إجراء تحليل الانحدار الإحصائي للعلاقة بين عائد السوق وعائد السهم.
- الحصول على المقدار بيتا من التشغيل الإحصائي للنموذج

¹ : Frank j. Fabozzi, Sergio M. Focardi, Petter N. Kolm, **financial modeling of the equity market**, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2006, P 210.

ب - العائد المتوقع:

استنادا إلى فكرة الخطر المنتظم يمكن حساب العائد المتوقع لأي شركة بمعلومية الثوابت ألفا وبيتا والعائد الفعلي للسوق بالمقدار الآتي:

$$\alpha + \beta R_m$$

ج - الخطر غير المنتظم:

يتم قياس الخطر غير المنتظم بالمقدار ϵ أو ما يعرف إحصائيا ببيواقي معادلة الانحدار. فإذا كان العائد الفعلي للشركة يتوقف كلية على عائد السوق فإن هذا المقدار يساوى صفر ، ولكن كل شركة تختلف عن الشركات الأخرى من حيث المعلومات المتاحة عنها وبالتالي فإن العائد الذي يتحقق من سهم شركة معينة لا يماثل تماما العائد السوقي أو لا يتحقق بالعلاقة الموضحة في الخطر المنتظم . وإنما هناك خصوصية معينة لكل شركة — أي أن الجزء المتبقي من المخاطر يمكن أن ينسب إلى عوامل خاصة بالشركة في حد ذاتها مثل هامش الربحية المحقق، مستوى المديونية، جودة الإدارة — هذه الخصوصية تنعكس في الخطر غير المنتظم⁽¹⁾.

د- العائد غير المتوقع:

الخطر غير المنتظم العائد غير المتوقع للشركة وبناء عليه يمكن حساب العائد غير المتوقع للشركة بمعلومية العائد الفعلي لها على النحو الآتي:

$$R_I - (\alpha + \beta R_m)$$

العائد غير المتوقع يمكن اعتباره انعكاسا للمعلومات المتاحة عن الشركة في لحظة معينة ، هذه المعلومات إذا كانت تنقل أخبار جيدة فمن المتوقع أن ينتج عنها عائد غير متوقع موجب ، والعكس إذا كان ينتج عن هذه المعلومات أخبار سيئة فإن العائد غير المتوقع يكون سالبا. استخدم كثير من الباحثين هذا القدر من العائد لتفسير أثر المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم أو ما يعرف بدراسات المحتوى المعلوماتي، فإذا نتج عن معلومات معينة تغيرات موجبة أو سالبة معنوية فإنه يقال أن للمعلومات المنشورة محتوى معلوماتي.

¹ : Christine Brentani, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Ltd. Oxford, UK, 2004, P.23.

مثال: افترض البيانات الآتية عن شركة معينة في علاقتها بالسوق: درجة الخطر المنتظم $\alpha = 1.2$. المقدار الثابت $\beta = -0.1$. فإذا حققت الشركة عائدا قدره 5% خلال الأسبوع بينما حقق السوق عائدا قدره 2%، احسب العائد المتوقع والعائد غير المتوقع. لهذه الشركة.

العائد المتوقع $= -0.01 + (1.2 \times 0.03) = 2.6\%$

وبناءً عليه فإن العائد غير المتوقع يحسب على النحو الآتي:

العائد غير المتوقع $= 5\% - 2.6\% = 2.4\%$

مدلول β :

المقدار بيتا له مدلول كبير حيث يمثل درجة التقلب في عائد الورقة المالية تبعاً لتقلب العائد في السوق، وبالتالي فإن البعض ينظر لها باعتبارها مقياس للخطر الذي تضيفه ورقة مالية معينة إلى السوق ككل أو إلى المحفظة.

الحالة الأولى: $\beta < 1$

فإن هذا يعني أن الأصل المالي للمحفظة أكثر خطورة من مؤشر السوق. مثلاً إذا انخفض السوق ب 10% وكان $\beta = 1.5$ فإن الأصل المالي للمحفظة سوف ينخفض بمقدار 15%⁽¹⁾.

لهذا لا يفضل المستثمرون الاحتفاظ بالأسهم التي تزيد قيمة β فيها عن الواحد وهنا عندما يكون اتجاه السوق هبوطي ولكنهم يفضلون مثل هذه الأوراق عندما يكون اتجاه السوق صعودياً.

الحالة الثانية: $\beta > 1$

فإن هذا يعني أن الأصل المالي للمحفظة أقل خطورة من مؤشر السوق. مثلاً إذا انخفض السوق ب 10% وكان $\beta = 0.5$ فإن الأصل المالي للمحفظة سوف ينخفض بمقدار 5%⁽²⁾.

هذا يعني أن سعر الورقة يستجيب بنسبة 50% من تغيرات السوق ككل صعوداً أو هبوطاً. ولهذا لا يفضل المستثمرون الاحتفاظ بالأسهم التي تقل قيمة β لها عن الواحد عندما يكون اتجاه السوق صعودياً، ولكنهم يفضلون مثل هذه الأوراق عندما يكون اتجاه السوق هبوطياً.

الحالة الثالثة: $\beta = 1$

هذا يظهر أن الأصل المالي للمحفظة يتساوى و مؤشر السوق من حيث درجة الخطورة مثلاً إذا انخفض السوق ب 10% وكان $\beta = 1$ فإن الأصل المالي للمحفظة سوف ينخفض بمقدار 10%⁽³⁾.

^{1, 2, 3}: Frank J. Travers, **Investment Manager Analysis A Comprehensive Guide to Portfolio Selection, Monitoring, And Optimization**, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2004. P.89

المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح

تمثل سياسات توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية، ينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع و المساهمة في النمو؟

والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة اقل من الأرباح ، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، ومن هنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

تتضمن سياسة توزيع الأرباح اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل المؤسسة، وتعتبر هذه السياسة من الأهمية بما كان لأنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين وعلى العديد من المجالات المالية في المؤسسة مثل: الهيكل المالي، تدفق الأموال والسيولة، معدل النمو، تكلفة الأموال. وهذا ما سنتطرق إليه لما له من أثر في تحقيق هدف تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة الملاك.

المطلب الأول: أنواع سياسات التوزيع

1- أبرز سياسات التوزيع المتداولة:

1-1 سياسة التوزيعات بمعدل ثابت : Constant – Payout ratio

قد تلجأ المؤسسة إلى إجراء التوزيعات بنسبة ثابتة من الربح Constant parentage of earnings و هذا في حالة أن التوزيعات تتأثر بالموازاة مع التغيرات في حجم الأرباح غير أن هذه السياسة قد لا تكون فعالة⁽¹⁾ نتيجة لعدم إستقرار الأرباح من فترة إلى أخرى الأمر الذي يؤثر على إستقرار التوزيعات⁽²⁾. كما أن Linter قام في منتصف الخمسينيات (1956) و بناء على المقابلات الشخصية مع المسيرين بتقديم إطار علمي لما تقوم به المؤسسة عند تحديد سياسة التوزيعات يمكن أن يلخص في النقاط التالية⁽³⁾:

- تقوم الإدارة بتحديد نسبة مستهدفة للأرباح الموزعة .
- لا تهتم الإدارة بتحديد التوزيعات و إنما بالتغيرات التي تحدث فيها من نسبة إلى أخرى.
- تفضل الإدارة إجراء تغيرات في التوزيعات يمكن الحفاظ عليها مستقبلا.
- يرتبط التغير في التوزيعات بالتغيرات الدائمة في الأرباح و ليس التغيرات الطارئة .

أ- نموذج Linter :

أشار لينتر إلى أن المؤسسة يجب أن تحدد نسبة مستهدفة من الأرباح الموزعة على المدى الطويل بحيث تكون التوزيعات على السهم "D" تساوي نفس السهم من الأرباح "BPA" مضروبا في نسبة المستهدفة Cible ratio أي أن:

$$D = BPA \times \text{ratio Cible} \dots \dots \dots (1)$$

و بما ان الإدارة تهتم بالتغيرات في التوزيعات فإنه يمكن أن نعبر على ذلك التقييم كما يلي :

$$D_1 - D_0 = (BPA \times \text{ratio Cible}) - D_0 \dots \dots \dots (2)$$

¹ : Jean louis Ameton, **L'essentiel à connaitre en gestion Financier**, 3^{eme} édition, Maxima, Paris, 2002, p 45.

² : محمد صالح الحناوي ، إبراهيم إسماعيل سلطان ، الإدارة المالية و التمويل،الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر، 1994، ص409.

³ : Patrick Piget, **Gestion Financier De l'Enterprise**, Economica, Paris, 1998, P.459.

و لكن أصحاب القرار (الإدارة) يتوقعون بأن المساهمين يفضلون الزيادة التدريجية في التوزيعات و عليه يمكن كتابة المعادلة (2) على الشكل التالي ⁽¹⁾ :

$$D_1 - D_0 = T \times [(BPA \times \text{ratio cible}) - D_0] \dots\dots\dots (3)$$

يتضح من هذه المعادلة أن التوزيعات تتوقف على الأرباح الحالية و أيضا على التوزيعات التي يتم إجرائها في الفترة السابقة لها و التي تأثرت بأرباح السنة الماضية و توزيعات السنة السابقة لها. و بناء عليه يمكن تحديد التوزيعات في أي سنة على النحو التالي :

$$D_t - D_{t-1} = T \times [(BPA \times \text{ratio}) - D_{t-1}]$$

$$D_t = (T \times BPA \times \text{ratio cible}) - T D_{t-1} + D_{t-1}$$

$$D_t = (T \times BPA \times \text{ratio cible}) + (1 - T) D_{t-1}$$

1-2 سياسة التوزيع المستقرة:

لا بد أن يكون الهدف الأساسي للمؤسسة هو الحرص على منفعة المساهمين فإذا كان الحفاظ على سياسة ثبات التوزيعات لكل وحدة نقدية ما يبررها ، فإنه يجب مراعاة مصلحة الملاك قبل كل شيء آخر لذلك يوجد العديد من التفسيرات لتفضيلات المستثمر ، فيما يتعلق بثبات سياسة التوزيعات عن كل وحدة نقدية ⁽²⁾ و التي تتعرض لها كما يلي :

- إن أغلب الملاحظين يعتقدون بأن سياسة إستقرار التوزيعات مرغوب فيها من قبل المستثمرين الذين يفضلون الأسهم التي يتوقع أن تعود عليهم بتوزيعات كبيرة من الأسهم التي تعود عليهم بنفس المقدار من التوزيعات لكن بطريقة أقل إستقرارا ، هذا يعني أن تكلفة رأسمال سوف يتم تخفيضها أدنى ما يمكن و سعر السهم يعظم أقصى ما يمكن إذا عمدت المؤسسة على إستقرار توزيعات بأكبر درجة ممكنة ⁽³⁾ .

¹ : Patrick Piget, **Gestion Financier De l'Entreprise**, Même Référence, P459.

² : محمد صالح الحناوي نفس المرجع السابق ، صص 410-411.

³ : Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 10th edition South-Western College Pub, USA, 2003, P 651.

- ينظر المستثمرون إلى أنها مصدر للأموال فإن التقلب في الدخل الناتج عن التوزيعات قد يستلزم بالضرورة إما بيع الأسهم لتحويل للمواجهة الأعباء إذا ما حدث إنخفاض في التوزيعات ، أو إعادة استثمار جزء من هذه التوزيعات إذا ما كانت الزيادة في الدخل المتولدة من التوزيعات تتجاوز الحد الأدنى من الدخل المطلوب ⁽¹⁾ .
- كما أن عملية تصفية بعض الأموال بالبيع كالأسهم أو استثمار هذه التوزيعات تتطلب نفقات يمكن تجنبها إذا كانت هناك سلسلة توزيعات مستقرة و يمكن التنبؤ بها .
- يفضل المستثمرون سياسة التوزيعات المستقرة لأنها تزيل من الأذهان عدم التأكد كما أنه يفضل أن يأخذ الإستقرار صفة النمو المنتظم في التوزيعات إذا يحتمل أن يترك هذا الأخير آثار إيجابية على قدرة المؤسسة في جذب المزيد من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها .

3-1 سياسة التوزيع الإضافية: Extra dividend Policy

تهدف هذه السياسة إلى تحقيق نوع من المرونة من خلال توزيعات منخفضة للسهم بصورة مستقرة و منتظمة بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية و ذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ⁽²⁾ و تناسب هذه سياسة المؤسسات التي تتصف بأرباحها و تدفقاتها النقدية بالتقلب الشديد بحيث يمكن للمؤسسة توزيع الحد الأدنى في التوزيعات من السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو تظهر الحاجة فيها إلى إحتجاز الأرباح لمواجهة الإستثمارات التي تحتاجها المؤسسة ، أما الفترات التي ترتفع فيها الأرباح و لا توجد فيها حاجة للإحتجاز فيمكن للمؤسسة إجراء توزيعات إضافية ⁽³⁾

4-1 توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الرواج :

تتمثل هذه السياسة في أن تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة ، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن توزيع هذا العائد الإضافي في سنوات الربحية المرتفعة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الإعتماد عليها بصفة مستديمة .

1 : عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية المعاصرة مدخل اتخاذ القرار، جامعة بيروت ، لبنان ، 1999، ص 243

2 : منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 715

3 : عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 241

2 - العوامل المؤثرة على سياسة التوزيع :

يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم التوزيعات الحالية أو بتخطيط سياسة التوزيعات المستقبلية من أهم هذه العوامل ما يلي :

- العقود المفروضة على التوزيعات .
- الفرص الإستثمارية المتاحة .
- المصادر البديلة للحصول على الأموال و تكلفتها .
- تأثير سياسة التوزيعات على المعدل المطلوب .

1-2 القيود المفروضة على التوزيعات :

أ - العقود المفروضة على التوزيعات :

و هي تلك العقود التي تقوم بها المؤسسة مع متعاملاتها و التي من شأنها أن تحد من إجراء توزيعات الأرباح المحتمل توزيعها و ذلك بقصد حماية المقرضين⁽¹⁾ كما أن هذه العقود قد تتضمن على النص بأنه لا يتم دفع أي توزيعات إلا بعد إستفاء شروط معينة مثل أن لا تقل نسبة التداول أو معدل تغطية الأرباح أو معدلات أمان أخرى عن مستويات معينة .

ب - شروط عدم الإضرار برأس المال : Impairment of capital rule

و هذا الشرط كعدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة بقائمة المركز المالي بهدف تدعيم المركز المالي للمؤسسة حيث يعترف هذا الشرط أو القيد القانوني بقاعدة عدم الإضرار برأس المال و هو يهدف لحماية الدائنين⁽²⁾ .

ج - توافر السيولة النقدية: Availability of cash

حيث تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجرائها مما يعني أن عدم توفر النقدية لحد من التوزيعات النقدية و البديل قد يكون في الإقتراض لتعويض العجز في الرصيد النقدي.

¹ : Christopher Agar, **Capital Investment And Financing**, A Practical Guide To Financial Evaluation, Elsevier, 2005, P 76

² : عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، نفس المرجع السابق، ص 234

2-2 الإعتبارات الضريبية :

أ - الضريبة على دخل المساهم :

إن دخل المساهم يتكون من عنصرين أساسيين هما: التوزيعات و المكاسب الرأسمالية و كل منها يخضع للضريبة ، وغالبا ما نجد أن الأنظمة الضريبية تفرض معدلات ضريبية على توزيعات الأرباح أعلى منها على المكاسب الرأسمالية و هذا ما يكسب هذه الأخيرة الميزة الضريبية و لهذا فإن المؤسسات تتجه إلى الإحتجاز و العمل قدر الإمكان على التقليل من حجم التوزيعات ، إضافة إلى ذلك فهي تهدف إلى الرفع من القيمة السوقية لأسهمها كما في حالة تساوي المعدلين فإن التمويل بواسطة الإحتجاز يفقد ميزته الضريبية و النتيجة المحتملة هي زيادة التوزيعات أو الإلتجاه المتزايد نحو التمويل الخارجي ، وتزداد المشكلة تعقيدا إذا ما حدث تفاوت بين و معدل الضريبة الشخصي مما يؤدي إلى حدوث تباين في تأثير الضريبة الشخصية ⁽¹⁾.

ب - الضريبة على المبالغة في الحجز :

إن تراكم لدى الشركة إستثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح قد يمكن بعض الأنظمة من فرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكومات من الأصول و المتجاوزة المستوى المقبول و رغم أن هذا الجزء غير مستحب تطبيقه إلا انه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء بعض المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح ⁽²⁾.

ج - الضريبة على دخل المؤسسة :

إن المؤسسة مستعدة لإستخدام درجة ما من الرفع المالي و ذلك بتمويل بعض الإستثمارات عن طريق القروض و هذا يعني أنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في إستخدام التمويل بالقروض و الإستفادة من الميزة الضريبية للتمويل بالمدىونية .

و يترتب عن هذه الميزة أن يشكل هيكل رأسمال من نسبة لا بأس بها من التمويل الخارجي مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية (أسهم جديدة ، حجز الأرباح) فمثل هذا الأسلوب من شأنه أن يزيد من التدفق النقدي الخارجي في شكل فوائد و يكون ذلك على حساب التوزيعات النقدية .

¹، ² : عبد الغفار الحنفي ، رسمية زكي قرياص ، مدخل معاصر في الإدارة المالية ،الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2002 ،ص 403

2-3 الفرص الإستثمارية المتاحة:

أ - فرص الإستثمار الرأسمالي :

إذا كان لدى المؤسسة عدد من مشروعات الإنفاق الرأسمالي المقبولة ففي هذه الحالة تتجه المؤسسة إلى تحقيق نسبة التوزيعات و العكس صحيح إذا كان هناك عدد محدود من المشروعات المقبولة فإنها تتجه إلى زيادة نسبة التوزيعات مع الربح.

ب - مدى إمكانية التسريع أو التأخير للمقترحات الإستثمارية :

حيث تجدد درجة أو إمكانية التسريع أو التأخير لهذه المقترحات في تحديد سياسة التوزيع الملائمة و التي تتفق مع الهدف .

2-4 تكلفة المصادر البديلة للحصول على الأموال :

أ - نفقات بيع أسهم جديدة:

إذا كانت الشركة بحاجة إلى أموال لتمويل مستوى معين من الإستثمارات عن طريق حقوق الملكية فإن هذا يتم من خلال الأرباح المحتجزة أو عن طريق إصدار أسهم جديدة فإذا كانت مصاريف الإصدار flotation cost مرتفعة فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة التوزيعات لأنه يتم اللجوء إلى التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة⁽¹⁾ .

ب - مقدرة المؤسسة على إستبدال القروض بحقوق الملكية :

بإمكان المؤسسة القيام بتمويل مستوى معين من الإستثمارات من خلال القروض أو حقوق الملكية فإذا توفر لدى المؤسسة القدرة على تعديل نسبة المديونية Debt ratio بدون زيادة حادة في التكلفة فألها قد تلجأ إلى سياسة التوزيعات النقدية الثابتة حتى في حالة تقلب الأرباح من خلال إستخدام معدل الإستدانة المتغير Variable debt ratio⁽²⁾ .

^{1, 2} : Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management, 10th** edition South-Western College Pub, USA, 2003, P.633

ج- درجة الرغبة في السيطرة و الرقابة على المؤسسة :

إن لجوء الإدارة إلى حجز النسبة الكبيرة من الأرباح دون توزيعها و رفضها إلى إصدار بيع أسهم جديدة يدل على السيطرة و الرقابة بينما إذا كان حملة الأسهم لديهم الرغبة في الحصول على توزيعات عالية فهذا يتطلب تبني سياسة زيادة الأرباح الموزعة⁽¹⁾ .

2-5 تأثير سياسة التوزيع على معدل العائد المطلوب:

يمكن معرفة تأثير سياسة التوزيعات على معدل العائد المطلوب من خلال الأخذ في الحسبان أربعة عوامل:

- درجة تفضيل الملاك للدخل الجاري على الدخل المستقبلي .
- درجة المخاطرة لكل من التوزيعات و الأرباح الرأسمالية.
- مزايا النسبية الضريبة للأرباح الرأسمالية بالمقارنة مع التوزيعات .
- مغزى المعلومات الخاصة بالأرباح .

يلاحظ تأثير كل من العوامل السابقة على معدل العائد المطلوب يختلف من مؤسسة إلى أخرى و ذلك يتوقف على مدى إمكانية التوفيق بين مصلحة المساهمين الحاليين و المحتملين و معدل العائد الذي يمكن للمستثمرين الحصول عليه إذا ما تم استثمار هذه الأموال في إستثمارات مماثلة⁽²⁾ .

^{1,2}: Eugene f, Brigham Michael c, Ehrhardt, **financial management theory and practice**, 12th edition, Thomson learning Inc, USA, 2008, P 660.

المطلب الثاني: أشكال التوزيعات المختلفة.

1- التوزيعات على شكل نقدي : Cash dividend

1-1 تعريف التوزيعات على شكل نقدي:

و هي عبارة عن دفعات تدفع مباشرة إلى المساهمين وذلك باقتراح من حملة الأسهم كما أن التوزيعات في شكل نقدي تدفع لكل الأسهم المصدرة و يتم ذلك إما شهريا أو فصليا أو نصف سنوية ففي أغلب المؤسسات الأمريكية فهذه التوزيعات تدفع فصليا كقاعدة عامة و هي تتميز بانتظامها ، و من جهة أخرى فعادة ما يتم وصف هذه التوزيعات في شكل نقدي و التي تدفع من قبل المؤسسة في آجال محددة بالتوزيعات على الأسهم " DPS " أي Dividend Per Share و التي تساوي مقدار التوزيعات على الأسهم على عدد الأسهم أي يمكن كتابة " DPS " بالعلاقة التالية ⁽¹⁾ :

$$DPS = \text{مقدار التوزيعات على الأسهم العادية} / \text{عدد الأسهم العادية}$$

مثال:

في سنة 2001 شركة " General electrical " تقوم بدفع 6.358 مليون \$ كتوزيعات على 9.925 مليون سهم لم تستفد بعد من التوزيع و عليه فإن التوزيعات على الأسهم تساوي :

$$DPS = \frac{6.358}{9.9245}$$

$$DPS = 0.64 \$ \text{ per share}$$

هذا يعني أنه إذا كان المساهم يملك 10 أسهم في شركة (G,E) في سنة 2001 فإنه سيحصل على توزيعات في شكل نقدي يقدر بـ 6.4 \$، و إذا كان يملك 100 سهم فإنه يحصل على 64 \$.

¹ : Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson, **Financial Management And Analysis** second edition, John Wiley & sons, inc. Hoboken, new jersey, USA, 2003, P 547-548.

كما توجد طريقة أخرى لوصف التوزيعات على شكل نقدي وذلك بواسطة مقدار الأرباح الموزعة يدعى Dividend payout.

و هذا يؤدي بنا إلى التطرق إلى نسبة الأرباح الموزعة Dividend payout ratio فهذه الأخيرة تمكن المستثمر من معرفة مقدار الأرباح التي سوف يحصل عليها في شكل توزيعات نقدية و يمكن التعبير عنها بقسمة توزيعات على السهم على ربحية السهم و تكون على الشكل التالي ⁽¹⁾ :

$$DPR = \text{Dividend per share} / \text{Earning per share}$$

مثال:

بأخذ معطيات المثال السابق و أن شركة (G,E) حققت ربح قدره 13.681 مليون \$ و عليه فربحية السهم تكون كما يلي أولاً: نقوم بحساب الربح على السهم ويكون كما يلي:

$$EPS = \frac{13.684}{9.925}$$

$$EPS = 1.38$$

و منه فإن نسبة الربح الموزع على السهم تكون كما يلي:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

$$DPR = \frac{0.641\$}{1.38\$} = 0.465 = 64.5 \%$$

كما توجد طريقة أخرى لوصف التوزيعات على شكل نقدي و ذلك بواسطة طريقة الربح من التوزيعات النقدية Dividend Yield وهناك من يطلق عليه مصطلح **مردود الربح الموزع** بحيث أن هذا المؤشر يمكننا من قياس المستوى الفعلي للنقدية على توزيعات المؤسسة و يرمز له بالرمز (DY) و يتم حسابه وفقاً للعلاقة التالية ⁽²⁾:

$$DY = \frac{\text{الربح الموزع للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}$$

¹ : Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson, **Financial Management and Analysis**. Same, reference P 548.

² : Steven, M. Bragg, **Business Ratio and Formulas**, John Wiley and Sons, New Jersey, USA, 2002, P 136.

1-2 أشكال و إجراءات الدفع لهذه التوزيعات :

إن مجلس الإدارة هو الذي يقرر في بعض الأحيان القيام بدفع التوزيعات و يعلن عن هذا القرار مع الأخذ بعين الاعتبار ما يلي :

هناك ثلاث تواريخ مختلفة متعلقة بالتوزيعات و هي تاريخ الإعلان Date of declaration و تاريخ القيد في السجلات The date of record و تاريخ التوزيعات The date of payment⁽¹⁾ إضافة إلى التوزيعات الإضافية -ex - dividend.

أ- تاريخ الإعلان Declaration date :

و هو اليوم الذي يلتقي فيه أعضاء مجلس الإدارة للمؤسسة للإعلان عن إجراء التوزيعات⁽²⁾.

ب- تاريخ القيد في السجلات The record date :

إن هذا التاريخ يحدد من قبل مجلس الإدارة في الشركة و هو يكتسي أهمية بالغة لدى حملة الأسهم بإعتباره يحدد حملة الأسهم الذين يستفيدون من التوزيعات .

ج- تاريخ التوزيعات الإضافية Extra dividend date :

وهو تاريخ يحدد من قبل السوق المالي 4 أيام قبل تاريخ القيد في السجلات و فيه يحدد حملة الأسهم الذين يستفيدون من التوزيعات فكل من يملك السهم يومين قبل هذا التاريخ له الحق في الاستفادة من التوزيعات.

¹ : Baruch Englard, M.S., **Schaum's Outline of Theory and Problems of Intermediate Accounting**, Second Edition, McGraw-Hill Companies, Inc, New York, USA, 2007, P 45

² : Steven M. Bragg, **Accounting Reference Desktop**, John Wiley and Sons, New York, USA, 2002, P 215

د - تاريخ الدفع Payment date :

في هذا التاريخ تقوم المؤسسة بمراقبة و ضبط التوزيعات ثم تدفع إلى حملة الأسهم عن طريق إرسال الشيكات ⁽¹⁾ . إن حملة الأسهم المقيدون في السجلات قد يواجهون حاليا بعض المشاكل المتمثلة في قصر المدة الممنوحة لهم من قبل الإدارة لإتمام عملية بيع الأسهم و لتسوية هذه الوضعية فإن بورصة أحدثت نظام رقمي يسمى **بمخطط ثلاث أيام لتسليم - Three day livery plan** و هذا بغض النظر عن هم أصحاب الحق في التوزيعات .

البورصة تحدد 4 أيام (لتداول لبيع وشراء الأسهم) قبل تاريخ القيد في السجلات و هو تاريخ التوزيعات الإضافية ففي حالة ما إذا قام حامل السهم بشراء الأسهم قبل تاريخ التوزيعات الإضافية فيمكنه الإستفادة من التوزيعات مستقبلا أما في حالة ما إذا قام بشراء الأسهم أثناء تاريخ التوزيعات الإضافية أو بعده فلا يمكنه الإستفادة في التوزيعات مستقبلا .

مثال:

مجلس إدارة بشركة " win – wrigley Jr " يلد في 22 ماي 2002 و يعلن عن توزيع قدره \$ 0.205 لكل سهم عادي مدج ضمن التصنيف " B " للأسهم العادية في الشركة و في هذا الإعلان يصرح بأن التوزيعات ستكون قابلة للدفع لفائدة حملة الأسهم خلال الفترة الممتدة من 01 أوت 2002 إلى جويلية 2002 و عليه فإن تواريخ الدفع ستكون على النحو التالي :

تاريخ الإعلان	تاريخ التوزيعات الإضافية	تاريخ القيد في السجلات	تاريخ الدفع
الأربعاء 22 ماي 2002	الأربعاء 10 جويلية 2002	الجمعة 10 جويلية 2002	الثلاثاء 01 أوت 2002

إذا قمنا بشراء الأسهم العادية لشركة قبل 10 جويلية 2002 و لم نقوم ببيعها قبل هذا التاريخ فغنه يمكننا الإستفادة من الأرباح الموزعة من قبل الشركة في 10 أوت 2002 أما في حالة ما إذا قمنا بشراء الأسهم العادية للشركة في تاريخ 10 جويلية أو بعده فإنه لا يمكننا الحصول على الأرباح الموزعة من قبل الشركة في 01 أوت 2002 ²

¹ : Cheng Few Lee and Alice, **Encyclopedia of Finance**, Springer Science Inc, New York, USA, 2006,P 203

² : Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson, **Financial Management And Analysis** second edition john Wiley & sons, inc. Hoboken, new jersey, USA, 2003, P 547.

1-3 مخطط إعادة استثمار التوزيعات " DRIP " dividend reinvestment plan :

إحدى أبرز التطورات الملحوظة في مجال دفع التوزيعات بطريقة نموذجية نجد ما يعرف بمخطط إعادة استثمار التوزيعات " DRIP " حيث ظهر أول مخطط في أواخر 1920 من قبل صناديق الاستثمار و من بين أول الشركات التي طورت هذا المخطط بصفة نظامية كانت شركة Lehman corporation في سنة 1957 ثم تبعتها مؤسسات أخرى غير مالية و على رأسها Aleph empower corporation عام 1968 ثم شركة " City Bank " ثم لحقت بها العديد من المؤسسات الأخرى و بالنظر إلى سيرة المؤسسات الأمريكية فهناك ما يقارب 1500 مؤسسة تبنت هذا النظام ⁽¹⁾ .

ومخطط إعادة استثمار التوزيعات هو عبارة عن نظام يقوم على مشاركة حاملي الأسهم في الموافقة الآلية على إعادة استثمار التوزيعات المدفوعة لهم من قبل الشركة و ذلك من خلال إقتناء أسهم عادية إضافية داخل الشركة و عليه فإنهم لا يحصلون على أي نقد ⁽²⁾ هذه الأسهم العادية الإضافية يمكن أن تكون قد أصدرت سابقا أو تكون عبارة عن أسهم تم إصدارها حديثا (جديدة) .

إذا كانت الأسهم مصدرة سابقا حيث أن المساهمين يقومون بشراء أسهم الشركة المصدرة حديثا على الاستفادة من تخفيض في سعر السهم يتراوح بين 3 % إلى 5 % مقارنة مع سعر السهم الحالي في السوق المالي مع الإشارة إلى أن المساهمين لا يتحملون تكاليف الضرائب في هذا النوع من المخططات ⁽³⁾ .

إن المؤسسات التي تقترح أو تعد هذه المخططات يمكنها الحصول على معدل مشاركة من قبل المساهمين قد يصل إلى حوالي 20 % من قيمة رأسمال الشركة الذي يشكله المساهمون لذا فإن الشركات التي تعرض هذه المخططات في تزايد مستمر.

¹ : George M .Frankfurter And Bob G. Wood, James Wansley , **Dividend Policy Theory and Practice**, Elsevier Science, USA, 2003, P.49

² : Ivo Welch, **a First Course in Corporate Finance**, Bookc.Tex, USA, 2006, P.608.

³ : George E .pinches **Essentials of Financial management** 4th edition Harper Collins Publisher USA 1992.P 459

2- أشكال أخرى للتوزيعات:

1-2 التوزيعات في شكل أسهم Stock dividend :

في بعض الأحيان تقوم الشركات بتوزيع الربح على المساهمين على صورة أسهم إضافية بدلاً من الصورة النقدية وهذا ما يعرف باسم المنحة وفي هذه الحالة يحصل كل مساهم على عدد من الأسهم الإضافية وفقاً لعدد الأسهم التي يمتلكها قيل الإعلان عن تلك التوزيعات و نجد هناك نوعين من التوزيعات في شكل أسهم هما:

• توزيعات في شكل أسهم غير عادية " Extra ordinary " :

يمكن أن نعرف بأنها رسملة جزء من الأرباح المتراكمة للسنة الماضية ، أي يمكن أن يعبر عنها في شكل رأسمال ثم يدفع إلى حملة الأسهم في شكل أسهم إضافية.⁽¹⁾

• توزيعات في شكل أسهم دورية " Periodic " :

يمكن أن تعرف بأنها رسملة جزء من الأرباح السنة الجارية ، و بالتالي فإن هذه الأرباح نسبياً تكون بأقل قدر و هي تسمى بالدورية لأن كل التوزيعات تعاد في بداية كل سنة وفقاً للسياسة المعتمدة من قبل المؤسسة⁽²⁾ .

أ- تعريف التوزيعات في شكل أسهم :

التوزيعات في شكل أسهم ليست حقيقية لأنها لا تدفع نقداً فالغرض الجوهري من هذه التوزيعات هو زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم كما أن التوزيعات في شكل أسهم يمكن التعبير عنها بنسبة معينة ، و لتكن مثلاً 20 % سنوياً في شكل أسهم أي أنه يحصل كل مساهم على سهم إضافي لكل 5 أسهم يمتلكها حالياً⁽²⁾ .

و بالرغم من أن هذه التوزيعات قد تكون أقل تكلفة بالمقارنة مع التوزيعات في شكل نقدي إلا أنها تهدف إلى الحد من رغبة المساهمين في الحصول على توزيعات في شكل نقدي لأن المؤسسة عموماً تنمو بشكل أسرع و هي بالتالي تحتاج إلى مصادر تمويل و على رأسها التمويل الداخلي.

¹ : Benjamin, Graham, David. Dodd, **Security Analysis**, McGraw-Hill Companies, Inc, USA, 1934, P 339

² : Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordan , **Fundamentals of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill, USA, 2001,P 542.

إضافة إلى وجود سببين رئيسيين لإعتماد مثل هذا الإجراء التوزيعات في شكل أسهم هما :

- تزويد السوق المالي بالمعلومة:

إن مثل هذا الإجراء من شأنه أن يترك إنطباع إيجابي لدى المستثمرين و حملة الأسهم و ذلك لأنهم يعتقدون بأن للمؤسسة فرص استثمارية مغرية إذن فهي بحاجة إلى رؤوس أموال للاستفادة من هذه الأخيرة غير أن التوزيع في شكل نقدي قد لا يترك هذا الإنطباع ⁽¹⁾.

- تخفيض القيمة السوقية للسهم :

عند إرتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة مقارنة بأسهم شركة أخرى و هذا الإرتفاع قد يكون مصدره إرتفاع تكاليف الصفقات الناجمة عن إرتفاع تكاليف السمسرة يجعل المؤسسة تقوم بإجراء التوزيعات على شكل أسهم مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم و بالتالي تخفيض القيمة السوقية للسهم ⁽²⁾

مثال:

لو كان سعر شركة ما هو \$ 50 و أن لدى المساهم فيها 1000 سهم معنى ذلك أن ثروة المساهم هي:
 $50 \times 1000 = 5000$ \$ لو قررت هذه المؤسسة إجراء توزيعات في شكل أسهم بنسبة 5 %.
فإن نصيب المساهم هو $0.05 \times 1000 = 50$ سهم ، و بالتالي فإن قيمة السهم تساوي :
 $47.62 = 1050/5000$ \$.
هذا يعني أن قيمة السهم إنخفض من \$ 50 إلى \$ 47.62 للسهم فمثل هذا الإجراء من شأنه تشجيع المستثمرين الصغار على إقتناء أسهم الشركة .

ومن بين الأسباب كذلك نجد إمكانية زيادة العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمرون مستقبلاً وذلك نظراً لأن عدد الأسهم التي يمتلكها كل مستثمر سوف يزداد نتيجة القيام بتوزيعات العائد على صورة أسهم. كما انه عند توزيع الأرباح في شكل أسهم فإن الشركة تقوم بتخفيض رصيد الأرباح المحتجزة بمقدار القيمة السوقية للأسهم الإضافية التي تم توزيعها على المستثمرين مع القيام بزيادة أرصدة العناصر الأخرى لحقوق الملكية بتلك القيمة.

^{1, 2} : Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson, **Financial Management And Analysis** second edition john Wiley & sons, inc. Hoboken, new jersey, USA, 2003, P 550

2-2 إشتقاق للأسهم أو تجزئة الأسهم Stock Splits :

في مثل هذا الإجراء يمكن أن نجد طريقتين:

أ- إشتقاق الأسهم Stock Splits :

إشتقاق الأسهم لا تختلف عن التوزيعات في شكل أسهم غير أن إشتقاق الأسهم يتم التعبير عنه " Ratio " عوضا عن نسبة مئوية فعند القيام بهذا الإجراء فإنه ينتج عن كل سهم أسهم إضافية ، مثل لكل سهم قديم ينتج عنه أسهم إضافية جديدة ⁽¹⁾ ، إن إشتقاق الأسهم أو تقسيمها يؤدي إلى ارتفاع عدد الأسهم و ذلك عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم .

مثال:

مؤسسة " Peterson " - أموالها الخاصة - هيكلها الحالي قبل الإشتقاق كان كما يلي :

\$ 10.000	10.000 سهم القيمة الاسمية للسهم \$ 1	الأسهم العادية
\$ 20.000		فائض رأسمال
\$ 290.000		الأرباح غير الموزعة
\$ 500.000		مجموع الأموال الخاصة

لنفترض أن مؤسسة " Peterson " أعلنت عن إجراء التوزيعات في شكل إشتقاق للأسهم بسهمين لكل سهم قديم و عليه فإن الأموال الخاصة للمؤسسة تصبح على النحو التالي :

\$ 10.000	20.000 سهم القيمة الاسمية للسهم \$ 0.5	الأسهم العادية
\$ 200.000		فائض رأسمال
\$ 290.000		الأرباح غير الموزعة
\$ 500.000		مجموع الأموال الخاصة

¹ : Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordan , **Fundamentals of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill, USA, 2001,P 542.

من خلال ما سبق نلاحظ بأنه لم يحدث أي تغيير إلا في القيمة الاسمية للسهم التي إنخفضت من \$ 1 إلى \$ 0.5 وكذا إرتفاع عدد الأسهم غير المدفوعة (التي لم تستفد من التوزيع) إلى الضعف من 10.000 سهم إلى 20.000 سهم ، و من أهم الدوافع التي تؤدي بالمؤسسة إلى إتخاذ هذا النوع من الإجراء هو رغبتها في تخفيض القيمة السوقية لأسهمها العادية لتجعلها أكثر رغبة وجاذبية لدى المستثمرين.

كما أنها تفتح مجال أكبر للتداول (بيع و شراء الأسهم) و هذا يدعى بـ : " Trading range " و هذا الأخير من شأنه أن يخفض من تكلفة الصفقات لأنه يسمح لحملة الأسهم بالتداول في ظل عدد كبير من الأسهم و مع تكلفة سمسرة أقل نسبياً ⁽¹⁾ .

ب - عكس إشتقاق الأسهم Reverse Stock splits :

و هذه العملية تتمثل في تخفيض عدد الأسهم غير المدفوعة أي التي لم تستفد من التوزيع بعد دفع سعر السهم مثل " 1- for -5 reverse " أي أن المستثمر يستفيد من سهم جديد لكل 5 أسهم كان يمتلكها.

مثال:

لنفترض أنك تمتلك 1000 سهم عادي و القيمة الاسمية للسهم تساوي \$ 5 بعد القيام بعملية الإشتقاق سهمين لسهم واحد فإنك تمتلك 500 سهم و القيمة الاسمية لسهم تساوي \$10 .

$$\text{الأسهم العادية قبل العملية} = 5 \times 1000 = \$ 500$$

$$\text{الأسهم العادية بعد العملية} = 10 \times 500 = \$ 500$$

كما توجد هناك العديد من الأسباب التي تجعلها تقوم بعملية عكس الإشتقاق و التي يمكن أن نلخص أبرزها في النقاط التالية:

إن الشركة يمكن أن تقوم بهذا الإجراء لتجعل أسهمها أكثر جاذبية في مجال التداول و يبقى هدفها الرئيسي هو رفع أسعار أسهمها ، و هناك سببين لهذا الإجراء الأول إختياري و الثاني غير إختياري .

¹ : Kent Baker, Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005, P 447.

- عملية عكس الاشتقاق الاختيارية: Reverse Stock Split discretionary:

في دائرة الشركة يستعمل هذا النوع لترويج و زيادة الطلب على أسهمها لأن إنخفاض أسعارها من شأنه أن يترك إنطباع سلبي لدى المستثمرين كما أن رفع الإدارة لأسعار أسهمها بواسطة هذه العملية يمكنها من التأثير على صورة أسهمها و جعلها أكثر جاذبية لدى المؤسسات الإستثمارية الأخرى إضافة إلى رفع ربحية أسهمها من خلال تخفيض عدد الأسهم⁽¹⁾.

- عملية عكس إشتقاق الأسهم غير الاختيارية: Reverse Stock Splits non discretionary:

تقوم إدارة المؤسسة بهذا الإجراء نزولا عند رغبة بعض المقرضين و المؤسسات المالية فالبورصة الأمريكية مثلا تشترط أن لا يقل سعر السهم عن 3\$.

2-3 إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase:

قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي قامت بإصدارها و مثل هذا الإجراء يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock و هي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراؤها⁽²⁾.

كما أن عملية تؤدي إعادة شراء الأسهم إلى تخفيض عدد الأسهم المصدرة بالفعل مما يؤدي إلى زيادة ربح السهم بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

و توجد هناك ثلاث طرق للقيام بعملية إعادة شراء الأسهم و هي:

- السوق المفتوحة Open Market.
- عروض المناقصات Tender offer.
- إعادة شراء الأسهم المستهدفة. targeted share repurchase.

¹ : H. Kent Baker, Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Same Reference, P.449.

² : عبد الغفار الحنفي ، رسمية زكي قرباص ، مدخل معاصر في الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص401.

ويمكن أن نلخص هذه العمليات كما يلي:

أ- السوق المفتوحة: Open Market:

تقوم إدارة المؤسسة بشراء بعض من أسهمها التي سبق لها و أن أصدرتها و يتم ذلك في السوق المفتوحة ⁽¹⁾ و هذا بعد الإعلان عن ذلك كأني مستثمر آخر.

ب - عروض المناقصات Tender offer:

في هذا النوع من الإجراءات فإن على إدارة المؤسسة الإعلان عن القيام بإعادة شراء الأسهم و ذلك قصد الحصول على عدد من الأسهم و بسعر ثابت و يكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة ⁽²⁾، و في هذه الحالة فإن حاملي الأسهم يمكنهم إختيار العروض التي تحظى بالقابلية بالنسبة لهم.

ج - إعادة شراء الأسهم المستهدفة:

نجد هنا بأن لهذه الطريقة عدة أسماء منها: Targeted Share Repurchase أو Green Mail أو Duch oucation وهي الطريقة الثالثة لإعادة شراء الأسهم و تتمثل في شراء الأسهم من عند حملة الأسهم المميزين.

(Major shareholders) و هذه العملية لا تتم إلا بواسطة القيام بالمفاوضات المباشرة بين الشركة و حملة الأسهم و تدعى ب : Targeted Block Repurchase.

Targeted : استهداف حملة الأسهم المميزين أو المحددين.

Block : عدد كبير من الأسهم.

Repurchase : الأسهم التي تعاد شراؤها في دفعة واحدة ⁽³⁾.

¹ : Espen Eckbo, **Hand Book of Corporate Finance**, Elsevier, Amsterdam Netherland, 2003, P.404.

² : George M .Frankfurter and Bob G. Wood, JAMES Wansley, **Dividend Policy Theory and Practice**, Elsevier Science, USA, 2003, p.211.

³ : Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson, **Financial Management And Analysis** second edition john Wiley & sons, inc. Hoboken, new jersey, USA, 2003, P 563

د - إيجابيات إعادة شراء الأسهم:

- إعادة شراء الأسهم يمكن إستخدامها كوسيلة لإحداث تغير واسع النطاق (large – scale) على مستوى هيكل رأسمال الشركة ⁽¹⁾ و يتم ذلك بإصدار سندات جديدة لإستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم و بالتالي يكون هناك إنخفاض في حقوق الملكية و إرتفاع نسبة الأموال المقرضة .
- إن الإعلان عن القيام بإعادة شراء الأسهم من شأنه يفسر من قبل المستثمرين على أنه إشارة إيجابية و هذا راجع إلى إن إدارة شركة ترى بأن أسهمها مقيمة بأقل مما يجب (Under Valued) ⁽²⁾ .
- إن عملية إعادة شراء الأسهم تمنح عملية الأسهم الخيار بيع الأسهم أو الإحتفاظ بها بالمقابل فإن التوزيعات في شكل نقدي لا تمنح هذا الخيار و حامل السهم يجد نفسه مجبرا على قبول التوزيع و تحمل الضريبة من جهة أخرى فإن هذا الإجراء يمكن حملة الأسهم من الحصول على نقد إضافي من خلال بيع أو التنازل على الأسهم السابقة ، أما الذين لا يرغبون في ذلك فبإمكانهم الإحتفاظ بالأسهم ⁽³⁾ .
- الإدارة تفضل إجراء التوزيعات على شكل إعادة شراء الأسهم عوضا عن الإعلان عن زيادة في التوزيعات في شكل نقدي و ذلك في حالة عدم إستقرار التوزيعات (Sticky) ⁽⁴⁾ .
- الشركات التي تعتمد على خيارات الأسهم كوسيلة لتعويض المستخدمين، فمن خلال عملية إعادة شراء الأسهم يتمكن المستخدمين من ممارسة خياراتهم و تجنب المؤسسة إصدار أسهم جديدة و تحمل تكاليف إضافية ⁽⁵⁾ .

^{1,2} : Michael, C, Earhart ,Eugene Brigham, **Focused Approach On Corporate Finance** , Thomson South Western , USA , ,2003,P 529-530.

^{3,4,5} : Eugene Brigham ,Joel ,F ,Houston, **Fundamentals Of Financial Management** , Harcourt College,USA,2002,P.673

ه - سلبيات إعادة شراء الأسهم:

- إن حملة الأسهم قد لا يهتمون كثيرا بطريقة توزيع الأرباح سواء كان ذلك عن طريق توزيعات أو على شكل مكاسب رأسمالية فقيمة السهم قد تكون مفيدة بالنسبة لهم أكثر إذا تم التوزيع على شكل نقدي بدل التوزيع على شكل إعادة شراء للأسهم وذلك لأنهم يثقون في التوزيع على شكل نقدي في أغلب الأحيان . زيادة على ذلك فإن إعلان المؤسسة عن برامج منتظمة لإجراء التوزيعات في شكل إعادة شراء للأسهم قد يعرضها إلى ما يعرف بمخاطر التراكم الضريبي⁽¹⁾.
- إن حملة الأسهم قد لا يكونون على دراية كافية بمضمون هذا الإجراء (إعادة شراء الأسهم الذي قد يكون في غير صالحهم.أو أنهم لا يملكون جل المعلومات المتعلقة بالأنشطة الحالية و المستقبلية للمؤسسة.⁽²⁾

و- تأثير سياسة إعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم :

إذا كانت الموارد المالية المتاحة أمام الشركة تفوق الاحتياجات الإستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين ، و قد يكون التوزيع في صورة نقد أو على شكل إعادة شراء الأسهم و يؤدي هذا الإجراء إلى إنخفاض عدد الأسهم و بالتالي إرتفاع ربحية السهم و من ثم قيمته السوقية و لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي : لنفترض أن شركة ما حققت أرباحا مقدارها 2.25 مليون دولار للسهم و ترغب في إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار، فما هو أثر ذلك على قيمة و ربحية السهم للشركة.

سعر سهم الشركة الآن هو 70 \$.

نصيب السهم من الأرباح هو : $2 = 900.00 / 1800.00$ \$.

و عليه قيمة السهم تساوي : $72 = 70 + 2$ \$.

عدد الأسهم التي يمكن للشركة إعادة شراءها: $1800.00 / 72 = 25000$ سهم .

^{1, 2} : Eugene Brigham ,Joel ,F ,Houston, **Fundamentals Of Financial Management** , Harcourt College,USA,2002,P.674.

عدد الأسهم بعد الشراء تساوي : $900.000 - 25000 = 875000$ سهم .
ربحية السهم قبل إعادة الشراء : $2.5 = 900.000 / 2250.000$ \$.
ربحية السهم بعد إعادة الشراء : $2.57 = 875.000 / 220.000$ \$.
يلاحظ بأن ربحية السهم قد ارتفعت بعد إعادة شراء الأسهم من 2.5 \$ إلى 2.57 \$.

إن عدد الأسهم المعروضة للتداول قد يحمل في طياته محتوى المعلومات " information Content " أثر إيجابي قد يترتب عليه إرتفاع القيمة السوقية لسهم بعد قرار (إعادة الشراء) عما كانت عليه قبلا أي قد تصبح القيمة السوقية للسهم أعلى من 72 دولار .

إن بعض الأنظمة الضريبية التي يكون فيها معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أعلى من معدلها على التوزيعات النقدية فذلك يدفع المستثمر إلى تفضيل الحصول على دخله من الأسهم على شكل زيادة في قيمة الأسهم بدلا من الحصول عليها في شكل توزيعات نقدية .

أما في حالة تساوي المعدلين فإن الضريبة على التوزيعات تستحق بمجرد الحصول عليها فيما الضريبة على الإرباح الرأسمالية فلا تستحق إلا بعد بيع الأسهم ، و هو ما يجعل معدلها الفعلي "Effective rate" أقل من معدلها الإسمي ، ولعل الميزة الضريبية هي التي تدفع الشركات إلى إجراء توزيعات إضافية في صورة إعادة شراء الأسهم بدلا من إجرائها على شكل توزيعات نقدية ⁽¹⁾ و من الجدير بالذكر إن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الأسهم و ذلك لحماية حقوق الدائنين و كذا حملة الأسهم فمثلا إعادة شراء الأسهم يجب أن تكون من الأرباح المخصصة ، كما يتم تحديد نسبة الأسهم لإعادة شراءها .

¹ : إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، مرجع سبق ذكره ،ص،11

المطلب الثالث: تكلفة الأرباح المحتجزة:

1- مفهوم الأرباح الموزعة :

تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على إستثماراتهم في أسهم الشركة التي يحملونها . إن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جالياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات . لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق.

يعرف التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها , و هذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة , هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران مورداً داخلياً للمؤسسة وهما الإهلاكات و المؤونات .

إن مبلغ النتيجة الصافية المحصل عليها في نهاية الدورة المالية و التي تكون أحد عناصر التدفق النقدي الصافي ليست نهائية أو تحت تصرف المؤسسة النهائي لأنها سوف توزع على الشركاء , ولهذا فالمقدار الذي تستطيع المؤسسة أن تتصرف فيه فعلاً بعد نهاية الدورة يتكون من قيمة النتيجة الصافية الغير موزعة, إضافة إلى الإهلاكات و المؤونات , إذن فهذه القيمة تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها.

أي أن⁽¹⁾:

التدفق النقدي الصافي = الأرباح + الإحتياطات + مخصصات الإهلاكات + مخصصات المؤونات.

في حين أن قدرة التمويل الذاتي تكون على الشكل:

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الإهلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي.

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

وعليه يمكن القول بأن مصادر التمويل الذاتي تكون كما يلي:

مصادر التمويل الذاتي: تتمثل في الأرباح المحتجزة - الإهلاكات - المؤونات .

¹ : Erich A. Helfert, D.B.A, **Financial Analysis: Tools and Techniques A Guide For Managers** McGraw-Hill, USA, 2001, P 443

فالأرباح المحتجزة هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها (خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة) ولم يدفع في شكل توزيعات و الذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية , فبدلاً من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين , قد تقوم الشركة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم " احتياطي " بغرض تحقيق هدف معين. مثل :احتياطي إعادة سداد القروض ,أو إحلال و تجديد الآلات ... وتتمثل عناصر الأرباح المحتجزة فيما يلي:

الإحتياط القانوني :

وهو الحد الأدنى من الإحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه (و حدده القانون 5 % من صافي الأرباح على أن لا يتعدى 10% من رأس مال الشركة) و يستخدم في تغطية خسائر الشركة و في زيادة رأس المال.

الإحتياط النظامي :

يتم تكوين هذا الإحتياطي طبقاً للنظام الأساسي للشركة , حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة, وهو غير إجباري.

الإحتياطيات الأخرى :

ينص قانون الشركات على أنه يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية , أن تقوم بتكوين إحتياطيات أخرى , وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة .أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين .

الأرباح المرّحلة:

و نقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية و الذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية , و يستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي إنخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم

2- تقييم التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة:

إن لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة ناتج عن قراراتها المالية المترجمة للوضعية المالية الخاصة بها ينتج عنه مزايا و عيوب أهمها:

1-2 إيجابيات احتجاز الأرباح:

يمكن عرض أهم مزايا احتجاز المؤسسة لأرباحها في النقاط التالية:

- تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تجد صعوبة كبيرة للدخول في أسواق القروض و الأسواق المالية بسبب صغر حجمها و ضعف مركزها المالي، أضف إلى ذلك فإننا نجد أن المؤسسات الكبيرة دعم تنوع مصادر تمويلها، لا تعمل على توزيع كل الأرباح القابلة للتوزيع، لأنها تدرك بأن التمويل الذاتي يسمح لها بمواجهة المخاطر الاقتصادية والمالية و يوفر لها هامشا كبيرا من الاستقلالية و الأمان⁽¹⁾.
- إن الأرباح المحتجزة تزيد من قدرة المؤسسة على الحصول على قروض جديدة، بالإضافة إلى أن الاستثمار الجيد لهذه الأرباح المحتجزة داخل المؤسسة سيؤدي إلى زيادة ربحية الأموال الخاصة، و يزيد بالتالي من عوائد أسهمها العادية.
- إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من تكلفة بعض مصادر التمويل الأخرى كالأسهم العادية و الممتازة⁽²⁾.
- إن تحديد معدات و تجهيزات المؤسسة يتطلب توفير مبالغ مالية تفوق مخصصات الإهلاك، مما يدفع بالمؤسسة إلى الاحتفاظ ببعض الأرباح المحققة

2-2 عيوب احتجاز الأرباح:

و نقيم العيوب الناتجة عن احتجاز المؤسسة للأرباح و ذلك من منظورين الأول من منظور المؤسسة والثاني من منظور كلي يأخذ بعين الاعتبار مصالح جميع الأطراف في البيئة المالية.

¹ ، ² : حركاتي نبيل- تحليل هيكل رأس المال و الجدوى من الاقتراض في المؤسسات الإنتاجية- رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ،جامعة سطيف ،2004، ص19 - 20.

أ - من جهة نظر المؤسسة:

- إن أهم ما يعاب على احتجاز الأرباح داخل المؤسسة ما يلي:
- إن من مصلحة المؤسسة الاعتماد على أموال الغير و المتاجرة بها وهذا إذا فاق معدل العائد على الاستثمار تكلفة تلك الأموال.

- قد تحمل المؤسسة في الكثير من الأحيان إدماج تكلفة هذا النوع من التمويل في حساب الاستثمار مما يؤدي إلى توظيف تلك الأموال في استثمارات قليلة الربحية.
- إن اختيار المؤسسة لاحتجاز أرباحها بدلا من توزيعها قد يدفع المساهمين إلى بيع أسهمهم مما قد يعرض أسعار هذه الأخيرة للانخفاض.

ب - من وجهة نظرة عامة من منظور كلي:

- تتمثل أهم سلبيات احتجاز المؤسسات لأرباحها في النقاط التالية:
- إن التمويل الداخلي عن طريق استعمال الأرباح المحتجزة قد يعيق رؤوس الأموال، ويعرقل بالتالي من حركتها بين مختلف القطاعات الاقتصادية في المجتمع.
- إن احتفاظ المؤسسة بأرباحها بدلا من توزيعها على المساهمين قد يبقي الاستثمار حakra على قطاعات ذات مردودية عالية فقط، حتى ولو كانت هذه الاستثمارات غير مفيدة للمجتمع.
- إن العمال في المؤسسة يتزعجون من احتفاظ المؤسسة بالأرباح، لأنه كان بإمكانهم الاستفادة من هذه الأرباح في شكل زيادات في الأجور والمكافآت.
- يرغب المستهلكون دائما في أن تكون أسعار السلع والخدمات أقل ارتفاعا ولا يتم ذلك حسبهم إلا باستعمال جزء من الأرباح في تخفيض هذه الأسعار⁽¹⁾.

¹ : د عبد الحكيم كراجة - الإدارة و التحليل المالي - دار صفاء للنشر و التوزيع الطبعة الثانية ، 2006، ص 189.

3- قياس تكلفة الأرباح المحتجزة :

كما أن تكلفة الأرباح المحتجزة هي عبارة عن معدل العائد المطلوب الذي يطالب به حملة الأسهم مقابل الملكية ، و نظرا لأن إحتجاز الأرباح لا يحتوي على تكاليف (تكاليف الإصدار) فإنه يمكن إستخدام إحدى الطريقتين لتحديد معدل العائد المطلوب و من ثم تكلفة الأرباح المحتجزة .

1-3 نموذج خصم التوزيعات : Dividend Discounted Model

استنادا لهذا النموذج فإن القيمة السوقية للسهم يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية⁽¹⁾ :

$$P_0 = D_r / r \dots\dots\dots (1)$$

بحيث:

P_0 : القيمة السوقية للسهم.

D_r : توزيعات على الأسهم.

r : الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك على استثماراتهم.

من خلال المعادلة (1) فإن قيمة r تصبح كما يلي:

$$r = D_r / P_0$$

في هذه الحالة لا يوجد نمو في التوزيعات Zero Growth Model

و عليه فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي:

$$r = D_r / P_0$$

مثال: مؤسسة لها توزيعات متوقعة في السنة المقبلة تساوي \$ 2.5 فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي 10 % أي $0.1 = 2.5 / 25$ أي 10 % .

في حالة أن التوزيعات تنمو بمعدل ثابت Dividend With Constant Growth فإن القيمة السوقية للسهم تكون على النحو التالي:

¹ : Jae K. Shim, Joel G. Siegel, **Schaum's Outline Of Theory And Problems Of Financial Management**, Second Edition McGraw-Hill, USA ,1998, P 179.

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(K-g)} \dots\dots\dots(2).$$

و بما أن: $D_1 = D_0 (K - g)$ فإن V_0 يصبح :

$$V_0 = \frac{D_1}{(K - g)}$$

بحيث:

V_0 : القيمة السوقية للسهم.

K : معدل العائد المطلوب من قبل الملاك .

g : معدل نمو التوزيعات .

D_1 : توزيعات على الأسهم .

من خلال المعادلة (2) يمكن إستخراج "K" كما يلي :

$$K = \frac{D_1}{(V_0 + g)}.$$

بحيث "K" يمثل تكلفة الأرباح المحتجزة.

مثال:

لنفرض أن مؤسسة أصدرت سهما حديثا بـ: 300 \$ و أن القيمة المتوقعة للتوزيعات في نهاية العام الأول من الإصدار هي 20 \$ و معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات هو 5 % فإن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر سوف يبلغ 12 % أي: $R = (20 / 300) + 0.05 = 0.12$ أي تكلفة الأرباح الموزعة تساوي 12 %.

2-3 استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في قياس تكلفة الأرباح الموزعة :

لا يعتبر نموذج خصم التوزيعات النموذج الوحيد الذي يمكن إستخدامه في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة طالما أن هذه التكلفة تساوي معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الإستثمار فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يمكن أن يكون بديلا في هذا الشأن و هو ما توضحه المعادلة التالية ⁽¹⁾:

$$r_j = r_f + b (r_m - r_f)$$

r_j : يمثل معدل العائد المطلوب من قبل الملاك (تكلفة الأرباح المحتجزة) .

r_f : يمثل معدل العائد على الأصول الخالي من المخاطر .

r_m: يمثل العائد المتوقع على محفظة السوق.

b : المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها عائد السهم العادي - systematic risk -

كما يمكن الإشارة هنا إلى أن علاوة المخاطرة: " Risk Premium " تساوي: **b (r_m - r_f)**

مثال : لنفرض أن معدل العائد الخالي من المخاطر **r_f = 8%** و معدل العائد المتوقع على محفظة السوق

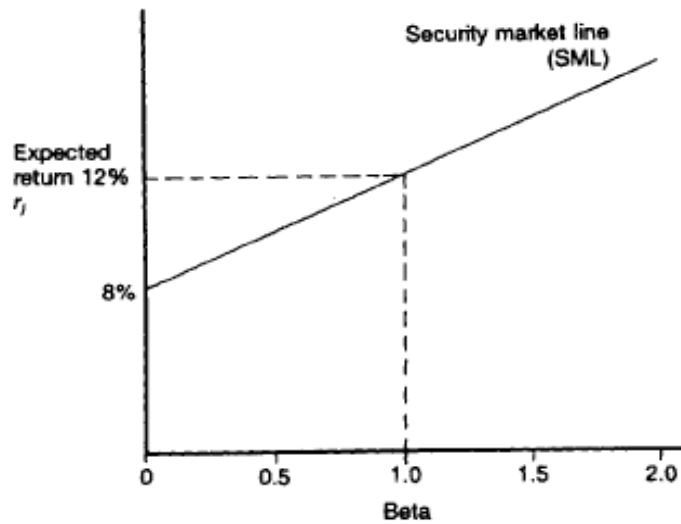
r_m = 12% و إذا كان يأخذ " b " القيم التالية:

b = 0	$r_j = 8\% + 0 (12\% - 8\%) = 8\%$
b = 0.5	$r_j = 8\% + 0.5 (12\% - 8\%) = 10\%$
b = 1	$r_j = 8\% + 1 (12\% - 8\%) = 12\%$
b = 2	$r_j = 8\% + 2 (12\% - 8\%) = 16\%$

¹ : Christine Brentani, **Portfolio Management In Practice**, Elsevier Ltd. Oxford, United kingdom, 2004 P 531.

و عليه r_j يمثل معدل العائد المطلوب و هو يمثل تكلفة الأرباح المحتجزة و يمكن أن تمثل النموذج
البياني كما يلي ⁽¹⁾ :

CAPM as security market line



¹ : Jae K. Shim, Joel G. Siegel, **Schaum's Outline Of Theory And Problems Of Financial Management**, Second Edition McGraw-Hill Companies, USA, 1998, P.176-177.

خلاصة الفصل الأول :

إن الإدارة تتعلق بالمستقبل، والربحية ينبغي أن تتحدد في ضوء هذا المستقبل، وذلك حتى يأتي مثل هذا التحديد في الشكل المنطقي والمقبول على أساس التنبؤ العلمي بالتخطيط السليم للمستقبل. فالمنظمة بجانب كونها تنظيم له أهميته لتوفير العمالة وتدير الدخول للمجتمع فهي في حاجة أيضا إلى مزيد من الاستقرار ، باعتبارها الوسيلة الفعالة لسد حاجات العمالة المتزايدة والمتطورة . لذلك فالتوزيع يجب أن يكون من ذلك الفائض النقدي الذي يزيد عن حاجات المشروع، والتخطيط العلمي طويل الأجل.

و هنا يجب أن ننبه إلى ضرورة أهمية إدارة سياسات توزيع الأرباح — وذلك من ناحية طرق التوزيع المتداولة وأشكال التوزيعات وأهم العوامل المؤثرة فيها و التي تطرقنا إليها في هذا الفصل بالشرح والتحليل — في الإطار الذي يمكن المؤسسة من تعظيم القيمة السوقية لأسهمها وبالتالي زيادة ثروة ملاكها. حيث أن سوء إدارة المنظمة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، قد يؤدي بها إلي مواجهة عدة مشاكل خاصة بين الإدارة و الملاك .

ولذلك يجب أن تكون هناك سياسة تخدم الطرفين و تؤثر بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة. هذا وقيل معظم المنظمات الناجحة إلى تحقيق المزيد من الاستقرار لسياسة توزيع الأرباح وذلك لتحقيق ما يلي:

- محافظة المستثمر (المساهم) على مستوى دخل معين مناسب له، وغالبا ما يتحدد هذا المستوى بمقدار العائد الذي يحصل عليه من المنظمة على أسهمه، وعلى أساس أن ما يحصل عليه الآن من حيث القيمة والقوة الشرائية أفضل مما يحصل عليه مستقبلا.
- إن في استقرار سياسة توزيع الأرباح تقوية للمركز الائتماني للمنظمة، و عليه الإقبال من المساهمين وحملة الأوراق المالية الأخرى على الشراء لكل ما تصدره المنظمة من أوراق مالية جديدة.
- إن عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح ، قد يؤثر بالطبع على مقدار الأرباح الممكن احتجازها وكذلك إعادة استثمارها في المنظمة .

وبعد أن تبين لنا مدى أهمية الحاجة إلى سياسة توزيع الأرباح في المنظمات، كاتجاه ضروري يبقى لنا أن نشير إلى أهم الاجتهادات في مجال توزيعات الأرباح، من خلال استعراض أهم النظريات التي تناولت اثر سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل وفي حالة إسقاطها وهذا ما سنركز عليه في الفصول اللاحقة.

تمهيد:

- إن قرارات توزيع الأرباح على المساهمين يجب أن تتماشى والقرارات المالية الأخرى في المؤسسة وعند التعامل مع الأرباح نجد هنالك مدخلين رئيسيين هما:
- إما توزيع الأرباح على شكل نقدي أو على شكل أسهم.
 - إما يتم احتجازها وإعادة استثمارها.

وهنا يتضح لنا مدى أهمية القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وخاصة ذلك القرار المرتبط بنسبة التوزيع لما له من أثر على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم السوقي على المدى القصير. وسعي في هذا الفصل إلى تبيان مختلف الرؤى و النظريات التي اهتمت بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة مع إبراز أهم نقاط التلاقي و الاختلاف بينها وذلك من خلال الإجابة على التساؤلات التالية :

- ما هي الآراء المؤيدة لوجود علاقة بين سياسة التوزيع و قيمة المؤسسة ؟
- ما هي الآراء المعارضة لوجود علاقة بين سياسة التوزيع و قيمة المؤسسة ؟

ويكون ذلك في ظل قيام فروض السوق الكامل وفي حالة إسقاط فروض السوق الكامل، وكذا في حالة التأكد و في حالة عدم التأكد.

المبحث الأول: أثر سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل قيام فروض السوق الكامل

- سنتناول في هذا الجزء الأرباح في ظل قيام السوق الكامل و يكون السوق كاملا إذا ما توفرت هناك جملة من الفروض و التي يمكن أن نلخصها كما يلي:
- **عدم وجود كوابح للعمليات في السوق:** عدم وجود تكاليف العمليات و الضرائب إضافة إلى قابلية تجزئة الأصول المالية إلى أقل جزء ممكن.⁽¹⁾
 - **المنافسة التامة:** بحيث لا يكون لأحد المتعاملين شيء يسمح له بالتأثير على الأسعار⁽²⁾ و المستثمر يمكنه بيع أو شراء أي أصل من الأصول المالية و ذلك بسعر التوازن.

^{1,2} : Cheng Few Lee And Alice, **Encyclopedia Of Finance**, Springer Science Inc, New York, USA, 2006, P.206.

- **توفر المعلومة:** بمعنى أن يتمكن كافة المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات وأسعار عمليات البيع والشراء السابقة في الوقت المطلوب وبدقة كبيرة⁽¹⁾..
- **العقلانية:** كل الأفراد يتصرفون بعقلانية و يسعون إلى تعظيم منافعهم⁽²⁾.

أنواع كفاءة السوق:

كفاءة تخصيص الموارد: Allocation Efficiency

يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة.

كفاءة التشغيل: Operational Efficiency

تعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركون في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي من الأفراد أو الجهات (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى.

كفاءة المعلومات : Informational Efficiency

تعرف أحيانا بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية. وهي تعبر عن سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق⁽³⁾، دون فاصل زمني كبير، وأن لا يتحمل هؤلاء المتعاملين في السوق تكاليف كبيرة في سبيل الحصول عليها، بحيث أنها تضمن أن يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فكافة المشاركين الذين يمتلكون نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

وفي ظل فروض السوق الكامل ستقسم الدراسة إلى سياسة التوزيع في حالة التأكد و سياسة التوزيع في حالة عدم التأكد.

^{1, 2}: Franklin Allen And Douglas Gale, **Understanding Financial Crises**, Oxford University Press Inc., New York, 2007, P.64.

³: Roy E. Bailey, **the Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press New York, USA, 2005, P.23.

المطلب الأول: سياسة التوزيع في حالة التأكد.

1- وجهة نظر مدكلياني و ميلر : 1961 Modigliani and Miller.

يعتقد مدكلياني و ميلر أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة ، فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الإستثمار أي تحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح ، أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة و قبل أن نتعرض للإثبات الرياضي لوجهة نظر M&M لا بد من الإشارة إلى الفروض التي قامت عليها و فيمل يلي هذه الفروض:

- أن المستثمر رشيد ⁽¹⁾ .
- سياسة الإستثمار لدى المؤسسة ثابتة و لا تتغير ⁽²⁾ .
- المؤسسة تعمل في ظل ظروف السوق الكامل ⁽³⁾ .
- لا توجد تكلفة الإصدار أي أن المؤسسة لا تتحمل تكاليف عند قيامها بإصدار الأسهم و السندات ⁽⁴⁾
- المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام فالإستثمارات و كذا الأرباح المستقبلية معروفة مسبقا .

و تقوم فكرة مدكلياني و ميلر على أن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية لهذه الأخيرة و لا على تكلفة رأسمالها ، كما انه ليس هناك أثر عند قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح عن شكل توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو أن تقوم باحتجازها ⁽⁵⁾ بعبارة أخرى فإذا أجريت توزيعات سوف تزداد ثروة المساهم بمقدار هذه التوزيعات أما في حالة عدم إجراء التوزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم الذي يملكه بنفس المقدار من التوزيعات التي لم يحصل عليها و عليه إذا كانت سياسة التوزيع لا تهم حملة الأسهم العادية فعلى المؤسسة أن تختار سياسة التوزيع التي تناسبها دون الإهتمام بمدى جاذبية السياسة المتبعة لحملة الأسهم .

^{1,2} : Mondther Bellala , **Finance Modern D'Enterprise**, Économica, Paris, 1998, P.108.

^{3,4} : Frank J.Fabozzi And Pamela P. Peterson , **Financial Of Management And Analysis** , Second Edition , John Wiley And Son Inc ,USA,2003,P.557.

⁵ : Jim McMenamin, **Financial Management: An introduction**, Routledge, London, UK, 2005, p.550

و لإثبات فكرة مدكلياني و ميلر رياضيا دعنا نفترض أن المؤسسة يكون هيكلها المالي من حقوق الملكية فقط و قد قررت إجراء توزيعات على أن نعبر عنه بمعادلة رياضية كما يلي ⁽¹⁾:

$$n \times D = m \times P^* \dots\dots\dots(1)$$

بحيث : ($n \times D$) تعبر عن قيمة التوزيعات لحملة الأسهم العادية (عدد الأسهم مضروب في مقدار التوزيعات لكل سهم) .

($m \times P^*$) : قيمة متحصلات بيع الأسهم الجديدة (عدد الأسهم الجديدة مضروب في سعر السهم).

بما أن سياسة الإستثمار ثابتة لا تتغير فإن الأرباح السنوية ستظل على ما كانت عليه سواء من حيث نمط هذه الأرباح أو المخاطر التي تتعرض لها و عليه فإن قيمة المؤسسة (القيمة السوقية للأسهم العادية قبل أو بعد إجراء التوزيعات سوف تبقى على حالها و هو ما يمكن ملاحظته من خلال المعادلة :

$$n \times P = (n + m) \times P^* \dots\dots\dots(2)$$

بحيث:

P : سعر الأسهم قبل الإصدار.

$n \times P$: قيمة المؤسسة قبل الإصدار .

$(n + m) \times P^*$: قيمة المؤسسة بعد الإصدار.

إذا كانت ($P > P^*$) فإن المعادلة (2) تصبح على النحو التالي :

$$n \times P = n \times P^* + m \times P^*$$

$$n \times P = n \times P^* + n \times D$$

$$n \times D = n \times P^* - n \times P$$

$$D = (P^* - P) \dots\dots\dots(3)$$

¹ : منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص، 639.

يمثل $(P^* - P)$: التغير في قيمة السهم أي مقدار الإنخفاض في قيمة السهم بعد إصدار الجديد يساوي D .

أي أن الإنخفاض في قيمة السهم تعادل تماما قيمة التوزيعات التي يحصل عليها المساهم و هو ما يؤكد رؤية " M&M " فإجراء التوزيعات يترتب عنه إنخفاض في القيمة السوقية للسهم بما يعادل ما حصل عليه المستثمر من التوزيعات أما في حالة عدم إجراء التوزيعات فإن القيمة السوقية للسهم سوف تزيد بمقدار الأرباح التي لم يتم توزيعها أي لن تؤثر سياسة التوزيع على ثروة الملاك و عليه لن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة كما قدم " Van Horn " إثبات رياضي يؤكد فيه على أن سياسة التوزيع لا يمكن أن تكون من بين التغيرات التي تحدد قيمة المؤسسة و تستند هذه الفكرة على أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة هي التوزيعات المحصل عليها في نهاية الفترة و كذا القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة و عليه فإن القيمة السوقية للسهم بالنسبة للمستثمر يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية⁽¹⁾:

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K} \dots \dots \dots (1)$$

بحيث:

P_0 : قيمة السهم في بداية الفترة.

D_1 : مقدار التوزيع خلال الفترة.

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

K : معدل العائد المطلوب.

في حالة ما إذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة فإن القيمة السوقية للأسهم القديمة (قيمة المؤسسة قبل الإصدار) يمكن التعبير عنها كما يلي:

$$NP_0 = \frac{ND_1 + (N + n)P_1 - nP_1}{1 + K} \dots \dots \dots (2)$$

بحيث:

N عدد الأسهم القديمة في بداية الفترة و n : عدد الأسهم الجديدة في نهاية الفترة.

¹ : Michel Albouy, *Décision Financiers Et Création De Valeur*, Economica, Paris, 2000, P.202

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

هناك علاقة بين مقدار الإستثمارات المحققة و حجم التوزيعات المدفوعة و كذا إصدار الأسهم الجديدة ، إذا اعتبرنا أن الموارد المالية تقتصر على الأرباح المحققة خلال الفترة إضافة إلى متحصلات البيع الأسهم الجديدة وأن الإستثمارات تقتصر على التوزيعات و الإستثمارات في بداية الفترة فإن قيمة الأسهم الجديدة المصدرة يمكن التعبير عنها كما يلي ⁽¹⁾ :

$$nP_1 = I - (B - ND_1).....(3)$$

و بتعويض قيمة " $n P_1$ " في المعادلة رقم (2) نحصل على ما يلي :

$$P_0 = \frac{(N + n)(P_1 + B - I)}{1 + K} (4)$$

و هذا يعني بأن القيمة السوقية للأسهم القديمة " NP_0 " تساوي القيمة الحالية لكل الأسهم $(N+n)$ مضافا إليها القيمة الحالية للفرق بين الأرباح المحققة و الإستثمارات المحققة ، وما يلاحظ في المعادلة (4) أن التوزيعات لا تظهر و هي التي تعبر عن سياسة التوزيع فإن هذه الأخيرة لا تؤثر على قيمة المؤسسة .

¹ : Talaues Teu ,Patrick Tobsacalian , **Finance** ,3^{eme} Edition ,Librairie Vuibert ,Paris,2000, P, 454-455.

2- نموذج قوردن Gordon Model :

يختلف فكر Gordon إختلافا جوهريا عن فكر مدكلياني و ميلر إذ اعتقد أن سياسة التوزيع تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة و قبل التطرق إلى الإثبات الرياضي لوجهة النظر هنا ينبغي أن نتعرض إلى الفروض التي يقوم عليها هذا النموذج و التي تتمثل في :

- لا يوجد تمويل خارجي أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في تمويل إستثماراتها.
- معدل العائد المتوقع على الإستثمارات للمؤسسة ثابت و يساوي $\hat{K}$
- معدل العائد المطلوب المتوقع على الإستثمار ثابت و يساوي K .
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة.
- أن معدل نمو المؤسسة ثابت و يساوي g و أن g تساوي الأرباح المحتجزة R لكل وحدة نقدية من الربح المتولد مضروب في معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة أي :

$$g = \hat{R} \times \hat{K}$$

- معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل النمو للمؤسسة أي : $K > g$ ⁽¹⁾.
 - نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير ⁽²⁾.
- و لإثبات وجهة نظر Gordon بشأن تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة سنبدأ من المعادلة التالية :

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g} \dots \dots \dots (1)$$

بحيث:

$$D = P (1 - R)$$

$$g = \hat{R} \times \hat{K}$$

فإن المعادلة (1) تصبح على الشكل التالي :

$$P_0 = \frac{P_1 (1 - R)}{K - \hat{R}\hat{K}}$$

¹: John B. Guerard, Jr. Eli Schwartz, **Quantitative Corporate Finance**, Springer Science Business +Media, LLC, New York, USA, 2007, P.274.

² : John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto, Dennis W. Mcleavy, **Analysis Of Equity Investments: Valuation**, United Book Press, Inc., USA, 2002, P.60.

ففي حالة $k = \hat{K}$ أي أن معدل العائد المطلوب على الإستثمار يساوي معدل العائد المتوقع على الإستثمار ، فإن القيمة السوقية للسهم تصبح على النحو التالي :

$$P_0 = \frac{P_1(1-R)}{K(1-R)}$$

$$\boxed{P_0 = \frac{P_1}{K}} \dots\dots\dots(3)$$

بما أن "R" هو المتغير الذي يعكس لنا سياسة التوزيع لم يظهر في المعادلة (3) فهذا يعني أن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم و من ثم على قيمة المؤسسة (في حالة $K = \hat{K}$).
و المتغيرات التي ظهرت هي "P₁" و "K" اللذان يعبران عن ربحية السهم و المخاطر التي يتعرض لها هذا الأخير بعبارة أخرى أي أن القيمة السوقية للسهم هي محصلة لقرارات الإستثمار و ليس لقرارات التمويل .

أما إذا كان $K > \hat{K}$ فإن P₀ سوف تنخفض مع زيادة في الأرباح المحتجزة "R" أي تنخفض مع زيادة في المقدار (1- R) .

أما في حالة $K < \hat{K}$ فإن P₀ سوف ترتفع مع الزيادة في الأرباح المحتجزة "R" .

3- نظرية التأثير الضريبي Theory of Tax effect:

قبل التطرق إلى هذه النظرية لا بد من تحديد المصادر الأساسية لدخل المساهمين و هما مصدران الدخل العادي من الأسهم و يتمثل في توزيعات الأرباح و الثاني المكاسب الرأسمالية و يتمثل في حرية التصرف في السهم و هو الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع و كلا المصدرين يخضع لمعدلات ضريبية و هنا نجد الحالتين :

1-3 معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية و هنا المساهم يفضل عدم توزيع الأرباح (إعادة إستثمارها) .

2-3 معدل الضريبة على التوزيعات أقل من معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية و هنا المساهم يفضل الحصول على توزيعات الأرباح و هذا راجع لطبيعة المساهم الذي يفضل أعلى العوائد بعد الضريبة و هنا على المؤسسة دراسة طبيعة المساهم جيدا قبل توزيع الأرباح.

مثال: لنفترض انه لدينا مساهمين يخضع دخلهما من التوزيعات و الرأسمالية لمعدلات ضريبية على التوالي فيما بلغ التوزيع على السهم 4 ون أما سعر الشراء للسهم 36 ون و سعر البيع للسهم الحالي هو 40 ون في حين أن المساهم الثاني يتمتع بإعفاء ضريبي على الدخل العادي. ويمكن توضيح هذه المعطيات من خلال الجدول التالي ⁽¹⁾ :

البيان \ المساهم	T ₁ *	T ₂ *	D*	E*
A	20%	5%	4	4
B	0%	5%	4	4

T₁*: معدل الضريبة على التوزيعات.

T₂*: معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية .

D*: توزيع على السهم .

E*: دخل المكاسب الرأسمالية (سعر البيع - سعر الشراء) : 40 - 36 = 4 ون .

المطلوب: ما هو موقف كل مساهم فيما يخص سياسة توزيع الأرباح ؟ .

المساهم A : صافي الدخل العادي لـ A :

$$D (1 - T_1) = 4 (1 - 0.2) = 3.2$$

صافي الدخل من المكاسب الرأسمالية لـ A :

$$E (1 - T_2) = 4 (1 - 0.05) = 3.8$$

إذن المساهم A يفضل عدم التوزيع لأن صافي الدخل من المكاسب الرأسمالية أكبر من صافي الدخل العادي.

المساهم B : صافي الدخل العادي لـ B :

$$D (1 - T_1) = 4 (1 - 0) = 4$$

صافي الدخل من المكاسب الرأسمالية لـ B :

$$E (1 - T_2) = 4 (1 - 0.05) = 3.8$$

إذن المساهم B يفضل التوزيع لأن صافي الدخل العادي أكبر من صافي الدخل على المكاسب الرأسمالية و هذا راجع لتمتعه بالإعفاء من جهة و كذا عدم تحميله للضرائب على المكاسب الرأسمالية و لذلك لن تكون هناك مشكلة إذا ما تمكنت المؤسسة من تلبية كافة رغبات المساهمين و هذا يتحقق فقط عندما يكون هؤلاء المساهمين من نوع واحد أي يقعون في نفس الشريحة الضريبية و هذا يعني أن الضرائب التي يدفعها المساهمون لها تأثير كبير على سياسة التوزيع المتبعة من قبل المؤسسة.

¹ : فتحي إبراهيم محمود أحمد ، مذكرات في مبادئ التمويل و الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص، 344.

المطلب الثاني: سياسة التوزيع في حالة عدم التأكد.

1- وجهة نظر مدكلياني و ميلر Modigliani and Miller :

يصر مدكلياني و ميلر على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسة التوزيع حتى في ظل عدم التأكد لن يكون لسياسة التوزيع تأثير على قيمة المؤسسة السوقية وذلك على إفتراض أن المؤسسة تعمل في ظل المنافسة الكاملة ، فالمستثمر يمكن أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه و من ثم فلن يلقي بالا لسياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة من خلال عملية بيع و شراء الأسهم التي يملكها .

و لتوضيح الفكرة رياضيا دعنا نفترض بأن ربح السنة الماضية لمؤسسة ما كان B و أن ربح المتوقع للسنة الحالية هو $\hat{B}$ و أن الإستثمارات المراد تحقيقها للسنة الحالية هي I و أن التوزيعات المقررة للسنة الماضية D هي إضافة إلى الإعتماد على مصادر خارجية قدرها I عندئذ يمكن كتابة المعادلة التالية :

$$B + E = I + D \dots\dots\dots (1)$$

$$D = B + E - I \dots\dots\dots (2)$$

لنفترض أن المؤسسة يتم تصفيتها في نهاية السنة الحالية و هذا لتسهيل المعادلات الرياضية دون الإخلال بسلامة التحليل و عليه فإن الملاك يحصلون على $\hat{D}_1$ و على مصادر التمويل الجديدة $\hat{A}_1$ و ذلك من دخل المؤسسة المتوقع $\hat{B}_1$ و هو ما تعكسه المعادلة:

$$\hat{B}_1 = \hat{D}_1 + \hat{A}_1 \dots\dots\dots (3)$$

$$\hat{D}_1 = \hat{B}_1 - \hat{A}_1 \dots\dots\dots (4)$$

بحيث:

$\hat{B}_1$: يمثل دخل المؤسسة من الأرباح إضافة إلى دخلها من أموال التصفية.

$\hat{D}_1$: يمثل دخل الملاك من الأرباح إضافة إلى نصيبهم من أموال التصفية.

$\hat{A}_1$: لا تمثل فقط تكلفة الأموال المحصل عليها من مصادر خارجية بل نصيبها أيضا من أموال التصفية.

بعدها سنحاول تحديد ثروة الملاك في بداية الفترة عند إجراء التوزيعات D و ذلك على فرض أن الهيكل المالي للمؤسسة (بما فيه الأموال الإضافية التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية) يتكون فقط من حقوق الملكية حيث أن ثروة الملاك يمكن صياغتها على النحو التالي :

$$W = P_v (\hat{D}_1) + D \dots\dots\dots (5)$$

أي أن ثروة الملاك تمثل القيمة السوقية للأسهم العادية عند إجراء التوزيعات D مضافا إليها القيمة

الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من قبل الملاك في نهاية السنة و يعبر عنه بالمعادلة التالية :

$$P_v (\hat{D}_1) = \frac{\hat{D}_1}{1 + K_e} \dots\dots\dots (6)$$

و إذا ما أعدنا صياغة المعادلة رقم (6) وفقا للنموذج تسعير الأصول المالية " CPAM " يجب علينا إستعمال ما يسمى بأسلوب المعادل المؤكد " Certainty Equivalent " هذا الأخير يمكننا من تحويل معدل الخصم للتدفق النقدي غير المؤكد إلى معدل خصم للتدفق النقدي المؤكد ⁽¹⁾ و هذا من خلال معامل يمكن أن نعرفه بالمعادلة التالية:

$$F = 1 - \frac{P \times \beta (\bar{D}_1, R_m)}{\hat{D}_1} \dots\dots\dots (7)$$

$$\frac{1}{1 + K_e} = \frac{F}{1 + R_f} \dots\dots\dots (8)$$

و عليه يمكن كتابة ثروة الملاك على النحو التالي :

$$P_v (\hat{D}_1) = \frac{\hat{D}_1 - P \times \beta (\hat{D}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f} \dots\dots\dots(9)$$

بحيث:

$\bar{D}_1$: متوسط دخل من الأرباح و أموال التصفية .

P : تمثل علاوة المخاطرة التي تعادل $\frac{R_m - R_f}{\sigma_m^2}$: حيث σ_m تباين عائد السوق.

β : معامل الارتباط.

$\hat{D}_1$: عائد المؤسسة .

R_f : عائد الخالي من المخاطر.

¹: H. Kent Baker And Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005, P.308.

$R_m - \hat{R}_m$: عائد السوق .

بتعويض قيمة " $\hat{D}_1$ " المحصل عليها في المعادلة (4) نجد :

$$P_v(\hat{D}_1) = \frac{(\bar{B}_1 - \bar{A}_1) - P \times \beta((\hat{B}_1 - \hat{A}_1), \hat{R}_m)}{1 + R_f}$$

و بما أن:

$$\beta((\hat{B}_1 - \hat{A}_1), \hat{R}_m) = \beta(\hat{B}_1, \hat{R}_m) - \beta(\hat{A}_1, \hat{R}_m)$$

فإن:

$$P_v(\hat{D}_1) = \frac{\bar{B}_1 - P \times \beta(\hat{B}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f} - \frac{\bar{A}_1 - P \times \beta(\hat{A}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f}$$

نضع :

$$E = \frac{\bar{A}_1 - P \times \beta(\hat{A}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f}$$

فتصبح المعادلة :

$$P_v(\hat{D}_1) = \frac{\bar{B}_1 - P \times \beta(\hat{B}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f} - E$$

E : القيمة الحالية للأموال الإضافية التي تحصلت عليها المؤسسة من مصادر خارجية ، و بتعويض قيمة في المعادلة رقم (5) نحصل على:

$$W = \frac{\bar{B}_1 - P \times \beta(\hat{B}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f} - E + D$$

و لدينا المعادلة رقم (2) : $D = B + E - I$

فإن:

$$W = \frac{\bar{B}_1 - P \times \beta(\hat{B}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f} - E + B - I + E$$

$$W = \frac{\bar{B}_1 - P \times \beta(\hat{B}_1, \hat{R}_m)}{1 + R_f} + B - I$$

يلاحظ أن قيمة المؤسسة تتأثر بسياسة الإستثمار "I" التي تنتجها المؤسسة و ما في عوائد (B, B_1) و ما تتعرض له من مخاطر $P \times \beta (\hat{B}_1, \hat{R}_m)$ أما مقدار التوزيعات الحالية "D" و المستقبلية " $\hat{D}_1$ " لم تظهر في المعادلة الأخيرة التي تحدد ثروة الملاك و هذا يعني أن سياسة التوزيع لا تهم المستثمر و على المؤسسة أن لا تشغل بالها برد فعل الملاك فيما يخص سياسة التوزيعات التي تتبعها .

2- وجهة نظر Gordon و Linter :

لا يتفق كل من "L&G" مع "M&M" في تحليلهما لأثر سياسة التوزيع على ثروة الملاك و ذلك من خلال النموذج الذي قاما بتقديمه "Bird in hand model" نموذج عصفور في اليد و الذي يقوم على فكرة منطقية مفادها أن درجة التأكد لدى المستثمر بشأن التوزيعات المتوقعة الحصول عليها في العام القادم يزيد عن درجة التأكد بشأن التوزيعات المتوقعة الحصول عليها في العام الذي يليه⁽¹⁾ ، و عليه إذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة (القيمة السوقية لأسهمها العادية) تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات - على فرض أن المؤسسة ممولة بالكامل من حقوق الملكية - فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام إلى آخر و يمكن صياغة المعادلة على النحو التالي⁽²⁾:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\hat{D}_t}{(1 + K_{et})^t} \dots\dots\dots (1)$$

$$P_0 = \frac{\hat{D}_1}{(1 + K_1)^1} + \frac{\hat{D}_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{\hat{D}_{\infty}}{(1 + K_{\infty})^{\infty}} \dots\dots\dots (2)$$

حيث:

$$K_1 > K_2 > \dots\dots\dots > K_{\infty}$$

و بعدها نفترض أن الأرباح التي كان من المقرر توزيعها في نهاية الفترة الأولى $\hat{D}_1$ قد تم إحتجازها من أجل إعادة إستثمارها بمعدل $\hat{R}$ على أن يضاف العائد السنوي لهذا الإستثمار $\hat{R} \times \hat{D}_1$ للتوزيعات في السنوات التالية في هذه الحالة سيتم الحصول على المعادلة التالية :

¹ : Vishwanath S.R. **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, Response Books, New Delhi, India 2007, P.598.

² : منير إبراهيم المهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص705.

$$P_0 = \frac{0}{(1 + K_1)^1} + \frac{\hat{D}_2 + \hat{D}_1 \hat{R}}{(1 + K_2)^2} + \frac{\hat{D}_3 + \hat{D}_1 \hat{R}}{(1 + K_3)^3} + \dots + \frac{\hat{D}_\infty + \hat{D}_1 \hat{R}}{(1 + K_\infty)^\infty} \dots \dots \dots (3)$$

بمقارنة المعادلة (1) مع (3) يتبين بأن قيمة المؤسسة في ظل المعادلة (2) تفوق قيمتها في ظل المعادلة (3) و ذلك لأنه توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية و بين معدل الخصم و هذا يعني أن قرار إجراء التوزيعات تترك أثر على القيمة السوقية للأسهم .

يقوم نموذج Gordon على أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ إستحقاق هذه الأخيرة أي العلاقة الطرئية بين الزمن و عدم التأكد ، فإذا ما تجاهلنا هذه الفكرة فإنه تترتب عليه ثبات معدل الخصم "K" فإن سياسة التوزيعات لا يكون لها أثر على القيمة السوقية للأسهم العادية في ظل المعادلة (3) تساوي تماما قيمة التوزيعات في السنة الأولى في المعادلة (2) و نظرا لأن هذا العائد مستمر أي يستمر إلى ∞ فإن القيمة الحالية للأرباح المحتجزة "D₀" تكون كما يلي :

$$D_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\hat{D}_1 \hat{R}}{(1 + K)^t} = \frac{\hat{D}_1 \hat{R}}{K} = \hat{D}_1$$

3 - نموذج ولتر Walter's model:

3-1 تقديم النموذج:

يمثل نموذج ولتر أول المداخل التي ناقشت العلاقة بين سياسة التوزيعات والقيمة السوقية للمؤسسة ، و يشير " ولتر " إلى الدور الذي يلعبه معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب أو تكلفة رأسمال في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك .

قام ولتر بتقديم نموذج يعتبر قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي لا يأتي في المقدمة (nom majeure) أي أنه يأتي بعد قرار الإستثمار في المؤسسة، في هذا النموذج نجد أن مقدار التوزيعات يحدد بحسب الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المسيرين ، أما المساهمون فيفضلون رؤية المؤسسة تحتفظ بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد إستثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الإستثمار في مشاريع أخرى و ذلك مع تحمل نفس المخاطر⁽¹⁾

¹ : Talaues Teulié, Patrick Tobsacalian , Finance ,3^{eme} Edition ,Librainé Vuibert ,Paris,2000,P.450-452.

- و يقوم هذا النموذج على جملة من الافتراضات هي :
- يتم تمويل الإستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة و لا يتم إستخدام أموال إضافية (سواء عن طريق الافتراضات أو إصدار أسهم جديدة) .
 - كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) و تكلفة رأسمال ثابتة لا تتغير.
 - كل الأرباح المتاحة للشركة إما يتم توزيعها بالكامل فوراً أو يتم احتجازها كلها .
 - لا تتغير الأرباح و التوزيعات بالإضافة إلى أن المؤسسة مستمرة و لا تنقضي.

في ظل هذه الافتراضات صاغ ولتر نموذجاً و الذي توضحه المعادلة التالية :

$$P = \frac{D + \frac{r(B - D)}{K_e}}{K_e}$$

D : التوزيع على السهم.

B : ربحية السهم.

r : معدل المردودية على الإستثمارات .

K_e : معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين.

القيمة العظمى للأسهم يمكن الحصول عليها من خلال التنويع في حجم الأرباح الموزعة و نجد حالتين⁽¹⁾ :

- إذا كان ($r > K_e$) فإن احتمال التوزيع سيكون مساوياً لـ 0 .
- إذا كان ($r < K_e$) فإن احتمال التوزيع سيكون مساوياً لـ 100 % .

¹ : Talaues Teulié, Patrick Tobsacalian, **Même Référence**, P.451.

2-3 تطبيق النموذج:

مؤسسة " Walt " بتملك رأسمال مكون من 100.000 سهم ، الأرباح المحققة تساوي 150.000 أورو ، معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين يساوي % .
تحليل المشاريع :

المشروع	معدل المردودية	التكاليف	التكاليف المجمعة
A	18 %	450.000	450.000
B	15 %	250.000	700.000
C	13 %	300.000	1000.000
D	11 %	500.000	1500.000

بمقارنة معدل المردودية للمشاريع (A,B,C,D) مع معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين و هو % يتضح بأننا سنقبل كل من المشاريع (A,B,C) و نرفض المشروع " D " أما بالنظر إلى التكاليف المجمعة للمشاريع يمكننا معرفة مقدار الأرباح المعاد إستثمارها المقدرة بـ 1000.000 أورو و هذا يعني بأن الأرباح الموزعة في شكل توزيعات تكون 500.000 أورو .

نموذج ولتر يسمح لنا بإختيار جدوى هذا القرار و ذلك بحساب قيمة السهم و هذا الإختيار سيكون مطبق عن طريق التكاليف الهامشية لكل من المشروعين "D" و "C" .

أولا : بالنسبة للمشروع "C" فإن حجم الأرباح الموزعة في شكل نقديات يكون على النحو التالي :
التكاليف المجمعة - تكاليف التي قبلها . أي : $1000.000 - 700.000 = 300.000$ أورو .
بواسطتها يمكن حساب ربحية السهم والتي تساوي $(100000/300000)$ أي 3 أورو . وعليه يمكن حساب قيمة السهم في الحالتين:

- حالة عدم التوزيع (القيام بالمشروع):

$$P = \frac{3 + \frac{0.13(3 - 0)}{0.12}}{0.12} = 27.08 \text{ €}$$

$$P = 27.08 \text{ €}$$

- حالة التوزيع (عدم القيام بالمشروع):

$$P = \frac{3 + \frac{0.13(3 - 3)}{0.12}}{0.12} = 25 \text{ €}$$

$$P = 25 \text{ €}$$

إذن يجب القيام بالمشروع .

ثانياً: بالنسبة للمشروع "D" قيمة السهم كذلك في حالتين:

$$P = 38.2 \text{ €}$$

- عدم التوزيع و القيام بالمشروع:

$$P = 40 \text{ €}$$

- التوزيع (عدم القيام بالتوزيع):

إذن يجب القيام بالمشروع .

3-3 تلخيص وجهة نظر Walter:

إن سياسة التوزيع وفقاً لهذا النموذج تعتمد على الفرص الإستثمارية المتاحة أمام الشركة و العلاقة بين معدل العائد و تكلفة رأسمال حيث يفضل للمؤسسة إستخدام الأرباح في تمويل إستثمارها إذا كانت تحقق معدل عائد يفوق تكلفة رأسمال و يفضل إنتهاج سياسة معاكسة تقضي بعدم إستخدام الأرباح في إستثمارها إذا كانت تحقق عائد أقل من تكلفة رأسمال ، أما إذا كانت تحقق عائد يعادل تكلفة رأسمال فلا تشغل بالها بسياسة التوزيع التي يجب مراعاتها إذ أن سياسة التوزيعات لن تؤثر على القيمة السوقية للسهم⁽¹⁾ .

¹ : عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قرياقص ، مدخل معاصر في الإدارة المالية مرجع ذكر سابقاً ، ص، 403

المبحث الثاني: أثر سياسة توزيع الأرباح في ظل إسقاط فروض السوق الكامل.

تعرضنا في المبحث السابق لمعالجة نظرية لتأثير سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة، غير أننا لم نصل إلى وجهة محددة في هذا الشأن.

و الآن ننتقل إلى معالجة واقعية لتلك السياسة، إذ يعتقد في وجود اعتبارات عملية تجعل لسياسة التوزيع المتبعة تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وفيما يلي نعرض أهم هذه الاعتبارات.

المطلب الأول: إسقاط فرض عدم وجود الضرائب.

تقتضي حكمة إتخاذ القرارات بمسايرة المحيط التي تتخذ فيه ، فأى مؤسسة تعمل في ظل نظام ضريبي معين قد يحوي بعض التحفيزات التي يجب على المسير الحكيم أن يتماشى معها من أجل تعظيم ثروة الملاك و بالتحديد تعظيم قيمة المؤسسة .

1- تأثير سياسة التوزيع في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية :

إن الأرباح التي تحققها المؤسسة تمثل دخولا يجب إخضاعها للضريبة سواء تم توزيع تلك الأرباح أو لم يتم ، غير أن الفرق يكمن في إخضاع الضريبة ، فحسب قانون الضرائب الجزائري المالي - الذي يكون بنسبة 100 % بالنسبة للوعاء الضريبي الأرباح أي: يجب دفع 30 % كضريبة على أرباح المؤسسة الموزعة لأن نسبة الضريبة على الأرباح هي " IBS " هي 30 % و الوعاء الضريبي لهذه الضريبة يكون بنسبة 100 % إذن في النهاية يجب على المؤسسة تسديد نسبة 30 % $\times$ 100 % = 30 % .

أما إذا قامت المؤسسة باحتجاز و استثمار ذلك الربح المحقق فإنها سوف تحصل على إعفاء قدره 50 % من وعاء الضريبة ، فإذا قامت بإعادة استثمار 100 % من الأرباح المحققة فإن نسبة الإخضاع تكون على النحو التالي 50 % $\times$ 100 % = 50 % و الضريبة التي سوف تدفع تقدر بـ 30 % $\times$ 50 % = 15 %⁽¹⁾ أي ستلتزم المؤسسة بدفع 15 % كضريبة بدلا من 30 % و يكون على المؤسسة اختيار التوليفة المناسبة بين أرباح محتجزة ، أرباح موزعة من أجل خدمة وضعية المساهم بالمؤسسة .

و سيكون للمساهم في هذه الحالة أن لا يخضع فائض القيمة الناتج عن احتجاز الأرباح إلا في حالة تنازله عنه عندها فقط يتحقق الإيراد و يتم فرض الضريبة .

¹ : أي نسبة الضريبة المطبقة على الأرباح المحتجزة - غير الموزعة - تعادل فقط

1-1 وجهة نظر فارار و سلوين 1967 Farrar and Selwyn :

تقوم وجهة نظرهما على أساس إفتراض أن المساهم يسعى لتعظيم الدخل المتولد بعد الضريبة و بالنظر إلى المنافع التي يحققها المساهمون من إحتجاز الأرباح لدى المؤسسات من خلال الوفرات التي يحققونها تصبح لسياسة توزيع الأرباح الأثر الكبير على قيمة المؤسسة و ثروة الملاك ، عكس نموذج " M&M " في الحالة السابقة و يصبح المساهمون يفضلون المؤسسات التي تنتهج سياسة عدم توزيع الأرباح .

1-2 وجهة نظر 1970 Brennan :

تشكل وجهة نظر برنان إمتداد لدراسة فارار و سلوين لكن برنان سعى إلى تحديد كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، بحيث قام بالتركيز على العائد بعد الضريبة ⁽¹⁾ ، و هو ما يهم المساهم بالدرجة الأولى و من الإضافات التي جاء بها هو أنه عند تساوي المخاطر التي تتعرض لها مؤسستين ، فإن معدل العائد بعد الضريبة يجب أن يتساوى لدى كلا المؤسستين و في حالة توزيع الأرباح بنسبة عالية فإن ذلك سينجم عنه بالتأكيد مدفوعات ضريبية عالية و بالتالي إنخفاض العائد بعد الضريبة و منه سوف تنخفض قيمة المؤسسة عما كانت عليه لو أنها تبنت سياسة توزيعات أقل ، ولقياس مدى تأثير الوفر الضريبي المحقق من سياسة توزيع أقل فإنه يرى بأن قيمة المؤسسة التي لا تجري التوزيعات تساوي القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة تجرى التوزيعات لكافة الأرباح المحققة مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية التي يحققها المستثمر و يمكن صياغة ذلك في العلاقة التالية :

$$P = P^* + \frac{T - T^*}{i}$$

بحيث:

P : قيمة المؤسسة التي لا توزع الأرباح.

P* : قيمة المؤسسة المماثلة التي توزع كل الأرباح.

T : الضريبة التي تدفعها المؤسسة التي لا توزع أرباحها.

T* : الضريبة التي تدفعها المؤسسة المماثلة التي توزع كل الأرباح.

i : معدل الخصم - معدل العائد على الإستثمار / الإحتجاز.

¹ : Jack Broyles, **Financial Management and Real Options**, John Wiley and Sons, West Sussex, England, 2003, P.293.

و نلاحظ أن للوفر الضريبي دور في رفع قيمة المؤسسة التي تجري توزيعات أقل ، فبعدما كان الإشكال في طريقة التوزيع أصبح في الطرف الذي يتم فيه التوزيع ، حيث كان للأثر الضريبي دور في جعل تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة واضحا .

1-3 وجهة نظر " M&M " :

تميزت الرؤى التي قدمت من قبل بحصر دور تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة من ناحية دفع الضريبة بينما كانت ميلر و مكدلياني نظرة مكملية مضمونها أن لكل سياسة توزيع فريق من المستثمرين يفضلونها عن غيرها من السياسات ، الأمر الذي يدفعهم إلى شراء أسهم المؤسسات التي تؤمن لهم السياسات التي تستهويهم .

ففي حالة إرتفاع معدل الضريبة على الدخل أو المكاسب الرأسمالية و كذا عدم إحتياج المستثمر إلى النقد فهو ينجر إلى شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بإجراء التوزيعات أو تقوم بإجراء توزيعات منخفضة .

أما في حالة إنخفاض معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية فالمستثمر يقوم بالإستثمار في المؤسسات التي تقدم توزيعات مرتفعة ، هذه المجموعة من حملة الأسهم الذين يتبعون سياسة توزيع تتماشى و رغباتهم يطلق عليه إسم " أثر العميل client effect " ⁽¹⁾ و تكون سياسة التوزيع في هذه الحالة أثر على قيمة المؤسسة ليس من ناحية نمو المؤسسة أو من ناحية الوفرة الضريبية و إنما من ناحية إرتفاع قيمتها السوقية نتيجة إرتفاع الطلب على أسهمها من قبل هؤلاء العملاء .

2- أثر سياسة التوزيع في ظل تساوي معدل الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية:

عند تساوي معدل الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية تبقى سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة ، وذلك من خلال تأجيل دفع الضريبة على تلك العوائد أو الأرباح المحتجزة إلى تاريخ التنازل عن السهم بدلا من دفعها عند تاريخ إثبات الأرباح المحققة ، و هذا ما يكسب مرونة للمستثمر و كلما طالت فترة تأجيل دفع الضريبة — عدم التنازل عن السهم أو عدم التوزيع — كلما كانت الضريبة الحقيقية (الحالية) أقل بسبب القيمة الزمنية للنقود و هذا ما يعود على قيمة السهم بالارتفاع .

¹ : Aswath Damodaran, "Applied Corporate Finance: A User's Manual". Second Edition, John Wiley And Sons, USA, 2004, P.624

المطلب الثاني: إسقاط فرض عدم وجود تكلفة الإصدار.

من المعلوم أن عملية التمويل بالأموال الخاصة يكون باستعمال قدرات التمويل الخاصة بالمؤسسة و التي من بينها الأرباح غير الموزعة أو الرفع في قيمة رأسمال الشركة من خلال إصدار أسهم جديدة تؤمن إحتياجات المؤسسة المختلفة ، لكن هذه الأخيرة - إصدار الأسهم - تكون مثقلة بتكاليف الإصدار و هذا ما يعكس فرض "M&M" فيما يخص لرؤيتهما بعدم تأثير قيمة المؤسسة بالتوزيعات حالة السوق الكاملة - لأن وجود هذه التكاليف حتمي و يعني أن كل وحدة نقدية دفعت كتوزيعات لا يمكن تعويضها بالقيمة نفسها أي 1 وحدة نقدية من إصدارات الأسهم الجديدة -

و إنما يجب إدخال تكلفة الإصدار أي يمكن تعويضها لكن قيمة السهم مضافا إليه تكلفة الإصدار هو عبارة عن تكاليف ثابتة الأمر الذي يعني أن تكلفة الإصدارات الصغيرة - و التي هي في الغالب ممكنة التجنب من خلال إحتجاز الأرباح - الأمر الذي يؤكد عدم إمكانية تعويض الأرباح المحتجزة بالقيمة نفسها من الإصدارات .

و بالتالي تلعب الأرباح المحتجزة دور آخر في الرفع من قيمة المؤسسة من خلال تأمين فرض التوسع للمؤسسة بأقل التكاليف و في أسرع وقت باعتبار أن الأموال في حوزة المؤسسة و في خدمة المسيرين لحظة إتخاذ القرار - إستثمار جديد أو توسع ... إلخ .

المطلب الثالث: اسقاط فرض عدم وجود تكلفة المعاملات و إمكانية شراء الأسهم بأي كمية :

بالنظر إلى فكرة ميلر و مدكلياني حول هذا الفرض عدم وجود تكلفة إمكانية شراء الأسهم بأي كمية و هو يتيح إمكانية أن تكون هناك سياسة خاصة بالمستثمر من خلال حصوله على ما يعادل التوزيعات التي يرغب بها و ذلك ببيعه جزء من الأسهم الذي يؤمن له ذلك القدر ، و في حالة ما إذا كان لا يرغب في الحصول على نصيبه من الأرباح رغبة منه في إستثمارها فيمكن شراء عدد من الأسهم تعادل قيمتها قدر تلك التوزيعات الحاصلة لكن في الواقع يصبح من المستحيل الوصول إلى هذه المعادلة لوجود سببين :

1- وجود تكلفة المعاملات :

وهي التكلفة التي سيدفعها المستثمر في كل مرة يقوم فيها ببيع أو شراء أوراق مالية ⁽¹⁾ و الأمر الذي يزيد من صعوبة تطبيق سياسة توزيع خاصة بالمستثمر هو أن الجزء الكبير من هذه التكاليف من النوع الثابت ، و عملية بيع أو شراء الأسهم لقاء حجز أو توزيع الأرباح بالتأكيد لا تكون من الحجم الكبير و منه تصبح تكلفة المعاملة كبيرة بالنظر إلى حجمها و لذا فمن الأفضل للمؤسسة إتباع سياسة توزيع تلائم المسيرين ، أو على المستثمرين اللجوء إلى المساهمة في المؤسسات التي تستهويهم سياسة توزيع الأرباح فيها و هو ما يدعم مرة أخرى " نظرية العميل " .

2- وجود حد أدنى لصفقات بيع و شراء الأوراق المالية :

فالمستثمر يكون عنده قرار بيع أو شراء أسهم مقابل حجز أو توزيع أرباحها و لتحقيق سياسة التوزيع الخاصة به تحت قيد الحد الأدنى لحجم الصفقات يكون المستثمر أمام خيار بيع أو شراء عدد أقل أو أكبر من الأسهم التي يرغب فيها.

¹ : Andrew M. Chisholm, **An Introduction To Capital Markets**, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, UK, 2002, P.267.

المطلب الرابع: سياسة التوزيع و الإشارة .

إن عدم التماثل في المعلومات التي يمتلكها المسكرون و تلك التي بحوزة المستثمرين يدفعهم إلى اللجوء إلى تفسير تصرفات الإدارة من أجل الوصول إلى المعلومة الحقيقية و يظهر هنا دور سياسة التوزيع في عكس تلك المعلومة ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات Information Content عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة ، فحملة الأسهم لا يتاح لهم فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة و من ثم فهم ينظرون إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها مؤشر للنجاح الذي تحقّقه "Financial signaling"

فعندما تقوم المؤسسة بتغيير حصة أرباحها الموزعة سواء برفعها أو خفضها فذلك يجعل القيمة السوقية لأسهمها تتأثر فإذا كانت الأرباح الموزعة مرتفعة فذلك يؤدي إلى إرتفاع القيمة السوقية للأسهم و العكس صحيح و تترجم هذه الحالة من قبل المستثمرين كما يلي:

فالإرتفاع في حصة التوزيعات يترك إنطباع إيجابي Good News ، أما الإنخفاض فيترك إنطباع سلبي Bad News⁽¹⁾ .

بعبارة أخرى أن المؤسسة قد تعلن عن زيادة في توزيعات أرباحها لأنها تريد أن تنقل رسالة أو إشارات معينة إلى السوق ، فمثلا قد ترغب المؤسسة في أن توضح أن زيادة توزيعات الأرباح تحمل في مضمونها ، أنها تتوقع في المستقبل تدفقات نقدية كبيرة تمكنها من مقابلة أعباء الديون.

وعليه، فالتأثير يبدو إيجابيا إذا ما كان السوق المستقبل لهذه الرسالة (أو الإشارة) يتمتع بتجانس تام عند تفسير هذه الرسالة، وحينئذ فإن أسعار الأسهم لهذه المؤسسة قد ترتفع في سوق الأوراق المالية.

لذلك فإن إدارة المؤسسة وفقا لهذه النظرية قد تفكر في الإعلان عن اتجاه تنوى تحقيقه، بغرض التأثير على السوق من خلال هذه الرسائل (أو الإشارة).

¹ : Frank J. Fabozzi, Pamela Peterson Drake. **Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**, John Wiley & Sons, New Jersey.USA, 2009, P.310.

و من الواضح أن هذه النظرية تفترض أن السوق يتصف بعدم الكفاءة، أي أن المعلومات المتوفرة عن هذا السوق لا تعكس كل المعلومات المطلوب توافرها عن مؤسسة معينة. لذلك تلجأ هذه الإدارة إلى استغلال هذه الفرضية بإعطاء رسائل خاصة ، إلا إذا كانت الإدارة صادقة فيما تعنيه من رسائل للسوق ، وإن كان من المعروف أن وجود سوق كفاء قد لا يتوافر في الكثير من الحالات .

وفيما يتعلق بتطبيق هذه النظرية يمكن تلخيص مراحلها على النحو التالي⁽¹⁾:

- إذا كانت المؤسسة تريد أن تنقل رسالة إلى السوق بشأن مستقبل النمو فيها، فهي سوف تعلن عن زيادة في توزيعات الأرباح للمساهمين.
- أن نسبة التوزيعات المعلن عنها سوف تتغير طبقاً لرغبة الإدارة في نقل المعلومات إلى السوق.
- إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي من المتوقع أن تحقق قيمة موجبة من الرسالة الموجهة ، وذلك في شكل ارتفاع في سعر السهم يمكن أن يغطي على الأقل مقدار الخسارة التي قد تأتي من زيادة الضرائب المدفوعة من قبل المساهمين .

و لقد إعتترف "M&M" ذاكما بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات غير أن الإعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغيير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم يكمن أن يكون وقتياً ، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية للمؤسسة .

بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم ، فإن هذا التغيير لا يرجع في الأساس إلى التغيير في سياسة التوزيعات بقدر ما يرجع إلى التغييرات الإيجابية المتوقعة في ربحية المؤسسة .

¹ : فتحي إبراهيم محمود أحمد ، مذكرات في مبادئ التمويل و الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص.346

المبحث الثالث: موقف المسيرين و المستثمرين من سياسة توزيع الأرباح.

يقف المسكرون على العموم أمام نوعان من القرارات: قرارات الإستثمار المتعلقة بتشغيل الأموال و قرارات التمويل المتعلقة بمصادر الأموال ، و تمثل عملية توزيع الأرباح الرابط بين هذين النوعين من القرارات . إن المستثمر لا يبالي بعدم توزيع الأرباح طالما أن عملية إعادة الاستثمار ستحقق له عوائد لا تقل عن العوائد التي يطلبها، فيصبح المسكرون مطالبين إما بالتوزيع أو بضمان العوائد في حالة عدم التوزيع.

المطلب الأول: تعامل المسيرين مع سياسة توزيع الأرباح.

1- نظرية التوزيعات المتبقية The residual theory of dividend :

في ظل هذه النظرية نجد أن هناك تداخل بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين إحتجاز هذه الأرباح بغرض إعادة إستثمارها ، من منطلق مبدأ تعظيم المنفعة فإن المسيرين عليهم القيام بالإستثمار في المشاريع التي تكون القيمة الحالية الصافية فيها موجبة ، بعبارة أخرى الإستثمارات التي يكون معدل العائد المتوقع فيها يفوق معدل العائد المطلوب⁽¹⁾. في هذه الحالة على المؤسسة أن تحتجز ما تحتاجه من أرباح لتغطية الإحتياجات الناجمة عن الإقتراحات الإستثمارية ، وما تبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه ، أما إذا لم يبقى شيء فلن تجرى التوزيعات⁽²⁾.

لنفترض أن مؤسسة "س" تمول استثماراتها ب : 40 % من الديون و 60 % من الأموال الخاصة، و لنفترض أن الأرباح المحتجزة لدى هذه المؤسسة هو 12 مليون ون ، أما الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها موضحة في الجدول كما يلي :

¹ : H. Kent Baker, Robert w. Kolb. **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey USA, 2009.P.115

² : Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, And Bradford D. Jordan, **Essential Of Corporate Finance**, 6th Edition, Mc Graw-Hill Companies, New York, USA, 2008,P 444.

معدل العائد الداخلي IRR	المبلغ الأولي : المستثمر (مليون)		المشروع
	الإستثمار المجمع	الإستثمار	
25 %	5	5	A
21 %	8	3	B
18 %	14	6	C
16 %	20	6	D
13 %	–	4	E
10 %	–	5	F

في حدود تكلفة الأموال (تكلفة الأرباح المحتجزة ، أو معدل العائد المطلوب) 14 % فالمسير يختار الإستثمارات المتاحة التي تضمن له معدل عائد أكبر من مستوى 14 % أي يختار كل من المشاريع A ، B ، C ، D و بالتالي فهو يحتاج إلى تمويل قدره 20 مليون (مبلغ مجمع) لهذه الإستثمارات .

و إذا اعتمد على الهيكل القديم (60 % أخ ، 40 % ديون) فيكفي المسير أن يستغل 12 ون من الأرباح المحتجزة للقيام بالتمويل باعتبار أن التمويل بواسطة الأموال الخاصة يساوي $0.6 \times 20 = 12$ ون وهو المبلغ الذي بحوزته ، وهنا بالتأكيد لن يقوم بإجراء توزيعات .

أما إذا كانت تكلفة الأموال الخاصة أكبر من 14 % فإن المسير سوف يتخلى عن المشروع " D " و تصبح الفرص الإستثمارية المتاحة هي: A ، B ، C و تستثمر الإدارة مبلغ 14 مليون ون و بالتالي فإنها سوف تستغل مبلغ 8.4 مليون ون أي : (0.6×14) من الأرباح لتمويل هذا الإستثمار و الجزء المتبقي من الأرباح أي : $(8.4 - 12 = 3.6)$ مليون ون) سوف يوزع على المساهمين على شكل أرباح موزعة ⁽¹⁾ .

¹ : I, G, Pinches, **Essential of Financial Management** 4th Edition Happer Collins Publisher, New York, USA, 1992, P.446.

2- العوامل المؤثرة في التوزيعات ⁽¹⁾ :

1-2 وضعية الربحية لدى المؤسسة Profitable position of the Firm :

كلما كانت الأرباح مستقرة نسبياً، كانت المؤسسة في موقع جيد يسمح لها بالتنبؤ بأرباحها المستقبلية، فالمؤسسة ذات الأرباح المستقرة توزع نسبة كبيرة من أرباحها مقارنة بمؤسسة أخرى تتميز بأرباحها بالتذبذب و عدم الاستقرار.

2-2 حالة عدم التأكد فيما يخص الدخل المستقبلي Uncertainty of Future income :

يعتبر الدخل المستقبلي أحد أهم العوامل المؤثرة على حجم التوزيعات فعندما يحتاج المساهمون إلى دخول منتظمة فيجب على المؤسسة اعتماد سياسة توزيعات منتظمة .

3-2 وضعية السيولة Liquidity position:

إن المؤسسة قد تحقق أرباحاً و لكن الاستعمال المكثف لهذه الأرباح في الاستثمار يحول دون إجراء توزيع للأرباح على المساهمين بسبب عدم توفر السيولة المالية للقيام بذلك.

2-4 توفر الموارد المالية Source of Finance :

إن الاحتفاظ بالأرباح وعدم توزيعها قد يصبح ضرورة بالنسبة للمؤسسة من أجل تشكيل احتياطي يسمح لها بتسديد القروض التي حان أجلها، فهي تتمتع بحق الأولوية.

2-5 حجم النمو لدى المؤسسة :

كلما كان نمو المؤسسة سريعاً كلما زاد الاحتياط للأموال، من أجل ضمان نمو أصولها لمجارة هذا التوسع، و هذا ما يدفع المؤسسة للاحتفاظ بالأرباح بدل من توزيعها.

2-6 التعامل مع الأسواق المالية:

إن المؤسسات الصغيرة والجديدة و المؤسسات التي تتميز أعمالها بالمخاطر تضعف قدرتها في الحصول على رأس مال ساهمي أو قروض استثمارية، و بالتالي فهي تلجأ للاحتفاظ بجزء هام من أرباحها من أجل مواصلة نشاطها و تمويل عملياتها.

2-7 الرقابة : بعض المؤسسات تلجأ لتمويل نفسها بنفسها عن طريق أرباحها المحتجزة من أجل

تجنب اللجوء لمصادر التمويل الخارجية، و هذا بهدف الحفاظ على مراقبة الشركة و الحد من خطر تقلبات أرباح الملاك إن هي لجأت إلى القروض.

¹ : C .Paramasivan, T. Subramanian ,**Financial Management**, New Age International (P) Ltd., New Delhi,2009,P.115.

المطلب الثاني: تعامل المستثمرين مع سياسة توزيع الأرباح .

إن مصير كل تصرف أو قرار إداري هو التقييم و المتابعة من طرف الملاك ، خاصة و أن المؤسسات أصبحت تمتاز بشريحة واسعة و متباينة من المساهمين الأمر الذي أدى إلى الفصل بين الملاك و الإدارة ، و هو ما ينتج عنه نوع من عدم التماثل في المعلومات التي بحوزة المسيرين و التي توفرها الوثائق المحاسبية و المشاريع المستقبلية كما أنها تؤخذ بقدر كبير من التحوط ، لذا على المستثمرين متابعة تصرفات المسيرين من خلال مختلف القرارات التي يتخذونها لأن هذه القرارات ما هي في الحقيقة إلا طريقة للتعيش مع ظرف و يمثل هذا الظرف وضعية ما للمؤسسة و ما على المستثمر إلا استنتاجها من تلك القرارات و باعتبار سياسة توزيع الأرباح أجد هذه القرارات فهي تعبر عن :

- إشارة لحالة المؤسسة الحالية و المستقبلية .
- إلزام بالنسبة للملاك .

أين يصبح على الملاك متابعة توزيع الأرباح من أجل تعظيم منافعهم من المؤسسة، لذا على المستثمر التعامل مع الأرباح الموزعة كـ:

- أداة لتقييم الإدارة و بالتالي لها دور في ما يسمى بنظرية الوكالة Agency Theory.
- الأرباح الموزعة كوسيلة لنقل المعلومة (الإشارة) Dividend & Signals .

1- دور الأرباح الموزعة في نظرية الوكالة :

من بين أبرز من خاض في المواضيع المتعلقة بدور أهمية سياسة توزيع الأرباح في نظرية الوكالة نجد كل " Jensen and Meckling " عام 1976 و " Myers " عام 1977 و كذلك " Jensen " عام 1986 ، حيث أجمع هؤلاء على أن سياسة التوزيع تساهم بشكل كبير في التخفيف من حدة الخلاف الناجم عن تضارب مصالح كل من الإدارة و حملة الأسهم و كذا حملة السندات و حملة الأسهم على التوالي ⁽¹⁾ ، باعتبار أن الوثائق المحاسبية و المعلومات المصرح بها للجمهور غير كافية للجمهور للتمكن من تمييز الإدارة الكفاءة من غيرها ، و باعتبار أن الإدارة تمثل موكل لتسيير أملاك المساهمين بالمؤسسة و كما هو معلوم بأن المسيرين لا يقومون بإدارة المؤسسة بشكل مماثل لحالة ملكيتهم لها بمقدار مئة بالمئة ، ما يعني أن هناك نوع من التقصير يحصل دائما كنتيجة لتلك الحالة ، أضف إلى ذلك عجز المساهمين في الكثير من الأحيان عن متابعة هذا التقصير من الناحية القضائية – إلا في حالة الأضرار الكبيرة – و لا حتى في مستوى الجمعية العامة .

و يظهر هنا دور سياسة توزيع الأرباح في متابعة تصرفات المسيرين و يكون ذلك على مستويين:

1-1 يسمح للمساهمين بفرض نوع من الرقابة على المسيرين :

حيث تعبر التوزيعات الكبيرة المنتظمة التي تدفعها المؤسسة للمساهمين – في أحدث الرؤى – مؤشرا على عدم كفاءة المسيرين لأن ذلك يدل على وجود فائض في السيولة تبع إجراء تلك العملية بانتظام و بالتأكيد هذه التوزيعات لا تعبر إلا عن جزء من الأموال غير المستغلة أي أنه هناك جزء غير مستغل سواء في شكل سيولة أو لم يتم إستعمالها بكفاءة من خلال الإسراف في إقتناء الوسائل و التجهيزات

(إشتراء سيارات من النوع الرفيع أو تجهيزات باهظة الثمن) .

كما أن القيام بتوزيعات كبيرة خلال فترات سابقة مختلفة يلزم المؤسسة بالثبات في هيكلها التمويلي (بالمحافظة على نفس التركيبة من الأموال الخاصة و الديون) فلا يعقل أن تقوم الإدارة بإصدار أسهم جديدة بعدما كانت توزع قدرا كبيرا من الأرباح ، و في حالة قيامها بذلك عليها تبرير أعمالها السابقة .

¹ : Gregor Gossy, **A Stakeholder Rationale For Risk Management**, Gabler Verlag, Springer Science+Business Media, Frankfurt, Germany, 2008, P.98.

1-2 تسمح للمسيرين بإظهار إخلاصهم للمساهمين من خلال إلزامهم بدفع مبالغ منتظمة في شكل توزيعات:

إذا كانت التوزيعات وسيلة للرقابة على الإدارة وذلك من خلال استعمالها كأداة إشارة يمكن أن تعطي فكرة عن الأوضاع المستقبلية للمؤسسة⁽¹⁾، فهي في الوقت نفسه إلزام من طرف المسيرين أمام المساهمين فيمكن تشبيهها بعقد عرفي ضمني يجمع كلا الطرفين " فدفعة قيمة كبيرة من التوزيعات تعبر في المستقبل عن إلزام الحفاظ على تلك السياسة " .

أما التخفيض فيها يدل على عدم كفاءة الإدارة، كما أن التوزيعات تعبر عن أسلوب لتبرئة المسيرين بإعتبار التوزيعات الثابتة والمنتظمة دليل على نزاهة الإدارة فيجب الوثوق بها وكما أنه يجب عدم متابعتها طالما هي ترضي الملاك.

تزداد أهمية التوزيعات حالة ظهور بوادر الفساد في تسيير المؤسسات و يحصل ذلك في عدة حالات نذكر من بينها:

- مؤسسات المساهمة الكبيرة التي تحقق أرباحا معتبرة بالتأكيد تتمتع بتدفقات نقدية كبيرة و لا تتوفر لديها فرص استثمارية ذات مردودية عالية فهي تتمتع بموارد مالية كبيرة لا مجال لتشغيلها ، نصادف في هذه الحالة القطاعات السائرة نحو الزوال و معدل نموها في انخفاض .
- تعمل بعض الإدارات على تحديد قيمة التوزيعات بالنسبة للسنوات السابقة مع الرفع الطفيف لها في المستقبل ، ثم بعدها تقوم بتمويل المشاريع ذات المردودية العالية ، عندها يكون إلزامها بدفع التوزيعات مبني على وتيرة السنوات الماضية و التي هي أقل من الوتيرة التي تعيشها بعد الإستثمارات الجديدة و كأن المؤسسة قامت بالتحايل على المساهمين بتحديد سنوات الأساس تلك التي تمتاز بتوزيعات أقل بطريقة تسمح لهم بالتلاعب بالتزاماتهم في المستقبل .
- في الحالة السابقة - مؤسسات المساهمة الكبيرة - في نهاية المطاف يكون للمؤسسة جزء كبير من الأرباح غير الموزعة و في حالة عدم وجود فرص استثمار مغرية تصبح الإدارة أمام خيارين الأول هو توزيع تلك الأموال حتى لا تكون مسؤولية عنها و الثاني هو التنويع في نوعيه الإستثمارات ، الأمر الذي يحمل الإدارة مسؤولية و مخاطرة عالية .

¹ : Luis Correia Da Silva, Marc Goergen, Luc Renneboog, **Dividend Policy And Corporate Governance**, Oxford University Press Inc., New York ,USA, 2004,P.3

2- الأرباح الموزعة كوسيلة لنقل المعلومة (الإشارة) :

تسمح الأرباح الموزعة للمساهمين ، بالنسبة لشركات المساهمة الكبيرة التي تمتاز بعدم وجود تماثل للمعلومة بين المساهمين و المسيرين ، بتحديد المؤسسات الكفاءة عن تلك الأقل كفاءة فتوزيعات الأرباح تعتبر احد أبرز وسائل اتصال المؤسسة بسوقها ، و لقد أثبتت الدراسات أنه :
على المدى القصير: هناك تماثل كبير في سياسة توزيع الأرباح، أي سياسة توزيع الأرباح منتظمة.
على المدى الطويل: تغير كبير يحصل لسياسات توزيع الأرباح بالانتقال من سياسة كريمة إلى سياسة محجمة .

2-1 سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على المدى القصير:

تمت الدراسة سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على المدى القصير خلال خطوتين:
أ- سياسة التمليس للوصول إلى توزيعات منتظمة :

باعتبار أن أرباح المؤسسات تمتاز بالتقلب بالموازاة مع المحيط الخارجي أو الداخلي للمؤسسة ، وباعتبار أن القيمة الموزعة من الأرباح ما هي في الواقع إلا اقتطاع جزء من الأرباح لصالح المساهمين ، فإنه عند تبني المؤسسة نسبة اقتطاع ثابتة من الأرباح ، تصبح الأرباح الموزعة هي الأخرى متقلبة ، و من الملاحظ في السوق المالية أن المؤسسات تتبع سياسة توزيع الأرباح التي تمتاز بالاستقرار أو بالنمو الثابت ، حيث تبذل إدارتها جهدا كبيرا لتجنب أي انخفاض في التوزيعات .

ب- تفسير التوزيعات بواسطة نظرية الإشارة :

إن الدافع الأساسي لتبني المؤسسة لسياسة توزيع أرباح منتظمة هو المعلومة المنتظمة في توزيعات الأرباح، بسبب عدم التماثل في المعلومة التي تملكها الإدارة و المعلومة الخارجية التي يتلقاها الجمهور، تكسب التوزيعات محتوى معلوماتي⁽¹⁾ .

¹ : Robert. Goffin, **Principe De La Finance Modern**, 3^{eme} Editions, Economica, Paris, France 2001, P.237.

و أي تغيير يحدث في الأرباح الموزعة يتم إستقباله من طرف الجمهور على أنه تعبير معلوماتي مهم لايعبر عن الوضعية الحالية للمؤسسة فحسب بل أيضا عن الوضعية المستقبلية لها ، و من هذه الحالة فإن الإرتفاع الحاصل في التوزيع يصاحبه إرتفاع في القيمة السوقية للسهم ، و الإنخفاض في التوزيعات يصاحبه أيضا الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم ، و على العموم حساسية السهم تكون أكبر عند إنخفاض التوزيعات ، و هو ما أثبتته العديد من الدراسات (1).

ويظهر هذا بالخصوص لدى المؤسسات التي يوزع رأسمالها على جمهور واسع من المساهمين إذ هنا تظهر الفوارق في المعلومات المتوفرة لديهم ، إذ أن هذا الإشكال لا يطرح بالنسبة للمؤسسات الكبيرة و التي عدد ملاكها محدود لأن الإدارة في هذه الحالة تكون قريبة جدا من الملاك و ربما كان الملاك هم الإدارة في الوقت نفسه ، لذا فإن نظرية الإشارة تفسر لنا بوضوح أن هيكل الملكية الخاص بالمؤسسة يعتبر عنصر مركزي لسياسة توزيع الأرباح .

2-2 سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على المدى الطويل:

من خلال نموذج Linter الذي تم التطرق إليه سابقا و الذي يخلص إلى جملة من النقاط المهمة هي: أن الإستقرار التدريجي للتوزيعات يجب أن يوافق إرتفاع الأرباح إلى أقصى حد ممكن ، وكذا تحديد معدل توزيع مستهدف للأرباح على المدى الطويل و تجنب حصص التوزيعات الصغيرة قدر الإمكان (2) و يمكن أن تفسر هذه النقاط من جانبين :

¹ : Robert. Goffin, Mème Référence, P.237.

² : Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2005, P.774.

أ- الفروقات بين الدول :

في سنة 1993 نسب التوزيع في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية تبلغ ما يقارب 60 % ⁽¹⁾ ، أما في كوريا الجنوبية و اليابان فإن النسبة تتميز بالإنخفاض لتصل إلى حدود 30 % و يرجع ذلك أساسا إلى هيكل ملكية رؤوس الأموال ، ففي الدول الأوروبية وكذا الولايات المتحدة الأمريكية نجد هناك المؤسسات الكبرى ذات الجمهور العريض من المساهمين، و بالتالي تمتاز بحساسية تجاه الأرباح الموزعة عكس ما نجده في الدول الأخرى.

و هذا الرسم البياني يبين لنا نسب التوزيع في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا ⁽²⁾ .



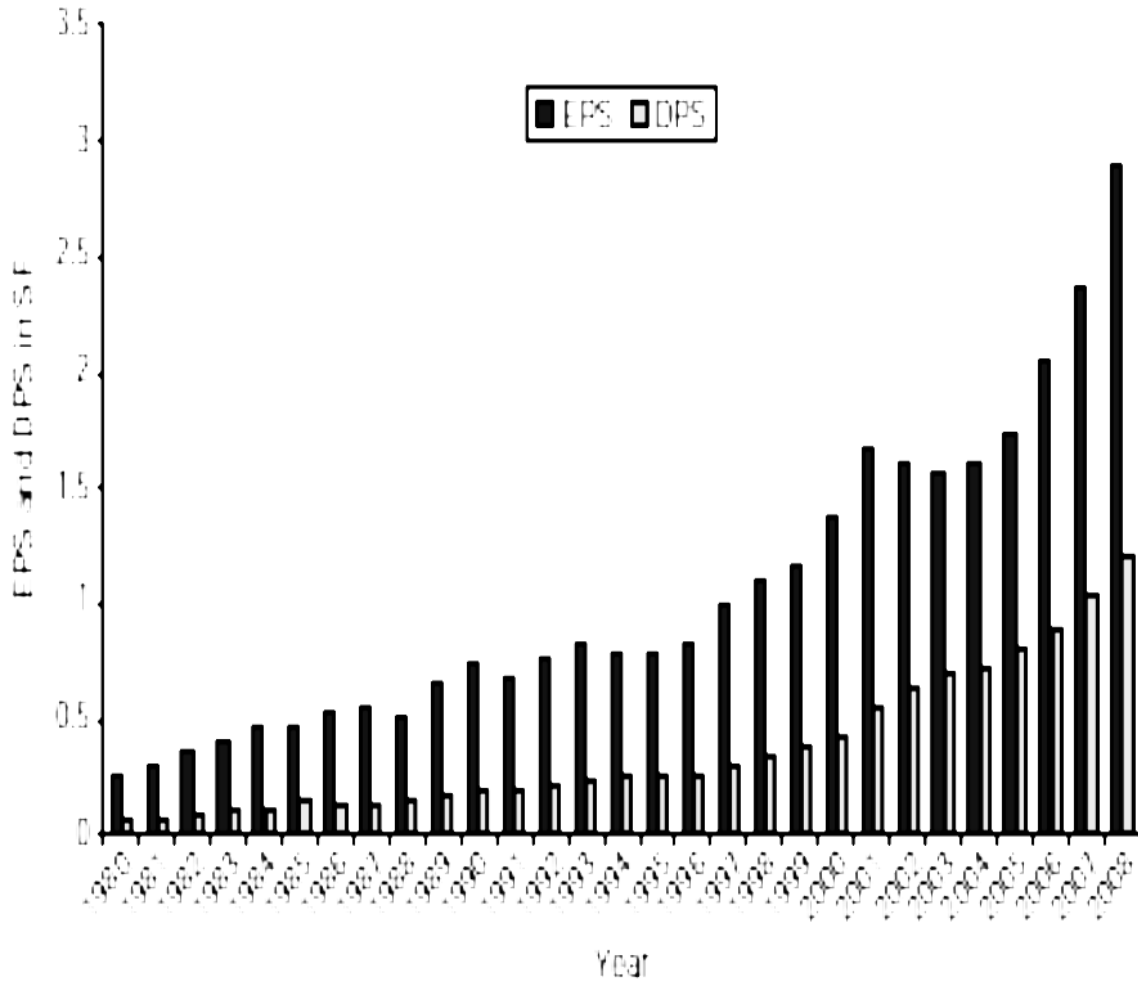
ب- الفروقات بين التخصصات :

بالتأكيد لتخصص دور في تحديد سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالمؤسسة، فالصناعات التي أدركت شوطا كبيرا من النمو تمتاز بمعدلات نمو منخفضة، توزع أرباحها بنسب مرتفعة (كإنتاج الكهرباء، الصناعات البترولية و الغاز، و إنتاج التجهيزات الكهربائية...) و نجد بالمقابل الصناعات الفتية التي تمتاز بمعدلات نمو مرتفعة ، تملك مشروعات جيدة ذات مردودية ، تكون سياستها لتوزيع الأرباح متحفظة و منخفضة المعدلات كإنتاج البرامج و الإعلام الآلي و الصناعة الصيدلانية .

^{1, 2}: Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2009, P.793.

كما أن سياسة التوزيع يجب أن تكون غير متضاربة مع صورة الأرباح المحققة و من خلال هذا الرسم البياني يمكن التعرف على تطور كل من توزيع السهم و كذا ربحية السهم لمؤسسة **Nesté**.⁽¹⁾

Nesté



ومن خلال الرسم البياني نلاحظ وجود علاقة ارتباطية طردية بين كل من توزيع السهم و كذا ربحية السهم لمؤسسة **Nesté** أي كلما ارتفعت ربحية السهم أدت إلى زيادة نسبة التوزيع لهذا السهم .

¹ : Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory And Practice**, the same reference P. 794

خلاصة الفصل الثاني :

تمثل سياسة التوزيعات أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية ينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين ؟ أم يتم احتجاز هذه التوزيعات و استخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع و المساهمة في النمو ؟

و الواقع أن قيام الشركة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يترتب عليه انخفاض فرص النمو، ومن ثم انخفاض سعر السهم.

ومن هنا يأتي اهتمام المدير المالي بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة و التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للملاك وفي هذا الفصل تناولنا دراسة العلاقة بين قرار التوزيعات و قيمة المؤسسة بحيث تطرقنا إلى أهم النظريات التي تناولت طبيعة هذه العلاقة من خلال استعراض النظريات التي ترى أن سياسة التوزيعات ليس لها علاقة بالقيمة السوقية للمؤسسة، وكذا النظريات التي ترى أن سياسة التوزيعات تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة .

ولقد اتضح من التحليل السابق للنظريات التي تناولت سياسة التوزيعات و أثرها على سعر السهم ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة، أن كل نظرية توصلت إلى نتائج مختلفة مع بعضها البعض حيث تتفق نظرية الفائض ضمنا مع نموذج مذكلياني و ميلر في أن سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة ، وهما بذلك يختلفان عن نموذج جوردن الذي يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر بسياسة التوزيعات التي تتبعها . و على العموم فإن الاعتراف بخضوع دخل المستثمر للضريبة ، و كذا الاعتراف بالتفاوت في معدل الضريبة على كل من التوزيعات و الأرباح المحتجزة ، يضع نموذج مذكلياني و ميلر في موقف صعب ، ويصبح من العسير تجاهل تأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة ، يضاف إلى ذلك أن وجود بعض الاعتبارات التي يفرضها الواقع العملي، و أيضا بعض الجوانب الأخرى لسياسة التوزيعات.

تعددت سياسات توزيع الأرباح من الناحية العلمية و لكننا نرى أنه ينبغي على الإدارة أن تختار السياسة التي تؤدي إلى تحقيق هدف مزدوج وهو تحقيق الإستقرار في أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت ضمان حد أدنى من العائد المستقر في شكل توزيعات نقدية سنوية مما ينعكس في الأجل الطويل على القيمة السوقية للسهم .

و بهذا الفصل نكون قد استكملنا الفصل النظري الخاص ببحثنا، و الذي سنكملة بجانب تطبيقي في الفصل الموالي والذي نعتمد فيه على الدراسة التطبيقية لإجمالي شركات كل من السوق المالي السعودي و السوق المالي المغربي للفترة : 2003 – 2011 م

تمهيد

نظراً للأهمية التي يحظى بها الموضوع من قبل المعنيين بالفكر المالي في العالم الغربي، خاصة في الولايات المتحدة وبريطانيا، وامتداداً لجهود الباحثين في هذا المضمار الحيوي من نظرية الاستثمارات، تأتي الدراسة الحالية التي تستهدف اختبار مواصفتي للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المقترحتان من قبل الدارسين في هذا المجال، وذلك لمعرفة مدى ملائمة كلاً منهما في تفسير العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات المساهمة المسجلة في السوق السعودي للأوراق المالية، و السوق المغربي للأوراق المالية وهل يمكن الوصول إلى التوليفة الأكثر ملائمة للعلاقة بين المتغيرين للأسهم المصدرة في سوق الأوراق المالية السعودية مقارنة بنظيرتها في السوق المغربي خلال الفترة 2003- 2011 ؟

المبحث الأول: ماهية السوق المالي السعودي.

إن اختبار العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وسياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة السعودية، يكسب بحد ذاته أهمية خاصة للدراسة نظراً لوجود فروقات بين البيئة التي تمت فيها الدراسات السابقة والسوق السعودية للأوراق المالية ، وذلك من حيث مستوى كفاءة السوق وحجم المعلومات المتاحة للمستثمرين ونوعيتها وحجم الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية لشركات المساهمة.

من المتوقع أن تخدم نتائج هذه الدراسة مستخدمي التقارير المالية، وعلى وجه الخصوص المحللون الماليون إذ يعتمدون كثيراً على حصة الأسهم من الأرباح في تحديد أسعار أسهم الشركات. فمعرفة قدرة هذا المتغير في تفسير التغير في أسعار الأسهم والوصف الأكثر للعلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وتوزيع الأرباح، سوف يمكنهم من تقليل نسبة الخطأ في تقديراتهم لأسعار أسهم الشركات.

إن هذه الدراسة ستقدم أدلة مستمدة من واقع التطبيق في البيئة السعودية عن مدى وجود المضمون المعلوماتي لحصة الأسهم من الأرباح.

المطلب الأول: التعريف بالسوق المالي السعودي

1- نبذة تاريخية عن السوق المالي السعودي:

بدأت الشركات المساهمة السعودية نشاطاتها في أواسط الثلاثينيات عندما تم تأسيس أول مساهمة في المملكة العربية السعودية و هي الشركة العربية للسيارات، ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات و البنوك المساهمة، وقد تم طرح كل هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة.

و بقي السوق السعودي غير منتظم حتى أوائل الثمانينيات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منتظم للتداول و إيجاد الأنظمة اللازمة لذلك و في علم 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية و الاقتصاد الوطني ووزارة التجارة و مؤسسة النقد بهدف التنظيم و تطوير السوق، و قد عهدوا إلى مؤسسة النقد، بمهمة التنظيم اليومي للسوق.

و قد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، و في عام 1984 تأسست الشركة السعودية لذا سيحال تداول الأسهم عن طرق البنوك التجارية إلى هذه الأخيرة، و التي تقدم تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، و تقوم بتسوية و تقليص جميع عمليات الأسهم، و قد أدخل نظام التسوية الآلية و التقاص في عام 1989 و تم تطوير النظام الآلي للمعلومات الأسهم، و تشغيله من قبل المؤسسة عام 1990، بينما تم اعتماد تشغيل نظام تداول في أكتوبر 2001 و هو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية و التقاص و التسوية.

و في عام 2003 تأسست هيئة السوق المالية بموجب - نظام السوق المالية - الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م / 30) و تمثل الجهاز الحكومي المسئول عن إدارة و تنظيم السوق المالية السعودية. و تتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية و الاستقلال المالي و الإداري، و تهدف الهيئة إلى تطوير السوق المالية، و لها وضع و فرض اللوائح و القواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين، و ضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية.

2 - سمات السوق المالي السعودي:

يعد السوق المالي السعودي هو الأكبر في المنطقة و لديه إمكانيات النمو و التطور فالقيمة السوقية الإجمالية له و معدل رسملة السوق يناهز القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة.

كما انه يتمتع بجملة من الخصائص والتي يمكن تلخيصها علي النحو التالي:

● في سوق الأسهم السعودي لا يتم التداول إلا على أسهم الشركات السعودية و التي يمكن

تصنيفها إلى قطاعات رئيسية هي:

■ قطاع المصارف .

■ قطاع الصناعة.

■ قطاع الإسمنت .

■ قطاع الخدمات.

■ قطاع الكهرباء .

■ قطاع الزراعة .

■ قطاع الاتصالات.

■ قطاع التأمين.

● الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين و الاعتباريين

من دول مجلس تعاون الخليج العربية بالإضافة إلى المقيمين و من غير السعوديين داخل

المملكة ، فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المنشآت المدرجة

في قائمة السوق السعودي ، ومع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائما عن

طريق الاستثمار المشترك " Mutual funds "

● هناك جزء معتبر من أسهم الشركات المدرجة في السوق مملوكا للحكومة السعودية كما

أن قسما من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بأسهم لفترات طويلة تضعف من

سيولة السوق أحيانا و تقلل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة.

- هناك عدد من العوامل التي يمكن أن تسهم في إعطاء السوق عمقا أكبر وتنوعا في فرص الاستثمار منها:
 - إمكانية توجه الحكومة نحو خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شركات إستراتيجية أو بيع جزء من المساهمات إلى جمهور المتعاملين بالسوق، وهو الأمر الذي تم العمل به .
 - إن الفرصة أصبحت أكثر ملائمة لتحول عدد من المشاريع التي تراول أعمالها كشركات أفراد أو شركات مساهمة خاصة للتحول إلى شركات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمات الملاك لأفراد أو شركاء جدد وإدراج هذه الشركات في السوق المالي.(IPO's)
 - إضافة إلى ذلك فإن الفرصة أصبحت مواتية لأن ترى المشاريع النور من خلال إنشاء شركات جديدة في قطاعات مازالت واعدة مثل قطاعات البنوك.

3 - مفهوم الإطار التنظيمي للسوق :

ينقسم السوق المالي السعودي إلى السوق الأولى، و السوق الثانوي (المتداول) و بالنسبة لسوق الإصدار فهناك عدد من بيوت الوساطة المرخص لهم بمساعدة المؤسسات على إصدار أوراق جديدة. و هناك عدد من القوانين التي تحدد الحد الأعلى والحد الأدنى لإصدار أسهم جديدة و في حلة الزيادة على الطلب، و يتم استخدام نظام الحصص " Proportion systems " حيث يحصل لكل مكتب على عدد من الأسهم متناسب مع عدد الأسهم التي كانت تحت الطلب أصلا.

3-1 السوق الأولية: Primary Market

وهي سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب بها من قبل الجمهور، حيث تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب بها أو بين المقترض والمقرض وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، حيث إن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة. وتتميز هذه السوق بقدرتها على العطاء في رفد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة، حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طرق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد إلى جانب المشاريع القائمة.

3-2 السوق الثانوية: Secondary Market

وهي سوق التداول التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية وتتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة وهذا يعنى أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.

ويوجد شكلان للسوق المالية الثانوية هما :

3-3 سوق منظمة: Organized Quasi Auction Market

وهي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية، والبورصة هي المكان الذي تجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء، ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة وقد تعرف البورصة بأنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية للقيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

وتنقسم سوق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين :

أ - أسواق مركزية : وهي التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي المصدر للأوراق المالية وذلك مثل بورصة طوكيو ولندن.

ب - أسواق محلية : وهي بورصات المناطق وهي التي تتأمل في أوراق مالية لمنشآت صغيرة تمم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة.

3-4 سوق غير أو السوق الموازية منظم : Over the counter Market

وتجرى عمليات التداول في هذا النوع من السوق الثانوية دون وجود زمان أو مكان محددين لإجرائهما ويمكن أن تتم هذه العمليات بالهاتف أو بالحاسوب حيث لا تخضع الأوراق المالية المدرجة أو المتداولة في سوق مالية منظمة خارج المملكة لأحكام هذه السوق حتى لو نشأ هذا التداول بموجب أوامر مرسلة هاتفياً أو آلياً (إلكترونياً) من داخل المملكة، ويستثنى من ذلك ما تتفق عليه الهيئة مع جهات أخرى خارجية.

4- أثر تقنية المعلومات في السوق المالية السعودية :

إن الثورة الملموسة في تقنيات الاتصالات الرقمية جعلت العديد من المؤسسات تقوم بتحويل عملياتها إلى عالم الأعمال الإلكترونية عن طريق الاستفادة من تقنيات التجارة الإلكترونية مثل الإنترنت وشبكة النسيج العالمي (www) كوسط صالح لممارسة التجارة الإلكترونية، ولم تكن السوق المالية السعودية استثناء من ذلك .

إذ إن أحد أنجح تطبيقات التجارة الإلكترونية هي نظم إدارة سوق الأوراق المالية، حيث إن جميع أنواع التجارة الإلكترونية تنطبق على نظم إدارة سوق الأوراق المالية.

وتعد التجارة الإلكترونية أحد العناصر المهمة والضرورية في إدارة نظم العولة الرقمية، تتيح تقنية المعلومات دراسة وتحليل مؤشرات الأسهم المتداولة بين المستثمرين والشركات وما يتبعها من تنفيذ عمليات حسابية باستخدام وسائل التحليل الأساسية والفنية وعرض رسومات بيانية توضيحية وتوليد تقارير بيانية تعاون المستثمرين في اتخاذ القرار الأمثل لإجراء عمليات بيع وشراء الأسهم في أفضل الأوقات بأعلى ربحية وأقل مخاطر.

ويتم إتاحة هذه العمليات من خلال موقع البرنامج على الإنترنت حيث تقدم هذه الخدمات الإلكترونية لأصحاب المحافظ الاستثمارية من خلال منتجات البنوك المحلية وهذا يوفر وسيلة ميسرة للمستثمرين بسوق الأوراق المالية السعودية.

حيث يمكن للمستثمر الدخول على محفظته الاستثمارية من الموقع وإجراء عمليات الاستفسار عن رصيد المحفظة وأسعار الأسهم وطلب الشراء والبيع وما يلزمه من عمليات بنكية بسهولة وسرعة، ويستفيد من هذا النظام البنوك المحلية التي توفر خدمات المحافظ الاستثمارية وتقديم الاستشارات المالية والتقارير المعينة للعملاء في اتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى.

تعد ثورة المعلومات والتكنولوجيا وما تحرزه من خطى متسارعة في التكرور والانتشار في العالم من أهم النقالات في القرن الحادي والعشرين، حيث أصبحت التقنية الرقمية فيه القاعدة الأساسية التي تنطلق منها دول العالم في تعاملاتها ورفع مستواها وتقديمها لمواكبة التتابع الزمني في التراسل والتواصل.

المطلب الثاني: سوق الأسهم السعودية

ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ. وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بسعودة البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام.

وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

خلال عام 1985م أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتداول الأسهم. و أصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوقاً مالية ناضجة. وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص.

لقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، لا سيما أن هذا السوق احتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي (PER) .

1 - مبررات إنشاء سوق الأسهم في المملكة ومدى أهميته :

لقد جاء الإعداد والتجهيز لإنشاء سوق الأسهم في المملكة كمتطلب رئيسي للإصلاح الاقتصادي، خاصة مع اتخاذ خطوات هامة في السير نحو الخصخصة، وذلك بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتحسين مناخ الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي.

فحتى عام 1984، كان واضحا مدى تدني مستوى الإنجازات الحقيقية في جوانب معينة مثل جذب الاستثمارات الأجنبية وإيقاف هجرة رؤوس الأموال المحلية، الأمر الذي اتضح معه جليا مدى أهمية إنشاء سوق لتداول الأسهم كإحدى المتطلبات الأساسية لتنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي.

وفي هذا الصدد يمكن تحديد أبرز المبررات لإنشاء سوق الأسهم المحلية فيما يلي:

- زيادة معدل النمو الاقتصادي .
- دفع وزيادة دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية.
- المساعدة في إنجاح سياسة الخصخصة.
- تدني مقدرة الجهاز المصرفي على جذب المدخرات المحلية.
- جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطین رؤوس الأموال المهاجرة.

2- مدي مستوي الكفاءة لسوق الأسهم السعودي :

يشير مفهوم كفاءة السوق إلى تلك الدرجة التي تعكس فيها أسعار الأسهم على وجه السرعة المعلومات الحالية في موقع السوق. الأمر الذي يقود إلى تحركات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل حسب ما إذا كانت المعلومات سارة أم غير سارة.

وغالبا ما تتمثل هذه المعلومات في القوائم المالية، أو المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو السجلات التاريخية لأسعار الأسهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة أو الحالة الاقتصادية للصناعة على أداء المنشأة.

ولقد برز نقاش واسع حول مستوى كفاءة سوق الأسهم المحلية. بالتحديد فقد برزت العديد من الآراء التي تنادي بضرورة التعرف على المشكلات والصعوبات التي تواجه المستثمرين في هذا السوق، وبخاصة تلك المشكلات التي قد تشكل الأسباب الرئيسية وراء ما يبرز من حالات الخلل والقصور في عمل وتشغيل السوق، والتي من أبرزها محدودية حجم السوق، وتركز ملكية الأسهم في أيدي عدد قليل من المستثمرين، وضعف مستوى الشفافية.

بل إن دراسة (Kirt and Malaikah, 1992) توصلت إلى أن العديد من العوامل المؤسسية في سوق الأسهم السعودية تساهم في ضعف مستوى الكفاءة التشغيلية للسوق، تتمثل هذه العوامل في:

- تباطؤ وتأخر عمليات التداول.
- ضعف القدرة على تسهيل الأسهم، وتجزئة السوق Market Fragmentation.
- غياب صانعي السوق الرسميين.

كما تؤكد نتائج الدراسة أن ضعف أو عدم الكفاءة التشغيلية كان لها تأثير معنوي على كفاءة السوق في تخصيص الموارد الاقتصادية والمالية. إلا إنه من جانب آخر توجد بعض المؤشرات التي تدلل على بعض جوانب الكفاءة في عمل وتشغيل السوق. فمن ناحية، هناك قدر هائل من السيولة، كما يوجد إقبال كبير من المستثمرين على الاستثمار في هذا السوق، و يحقق السوق عوائد كبيرة لهم.

3- التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى مجموعة من المؤشرات:

سنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى عدد من المؤشرات، وهي: مؤشر عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق، رأس المال السوقي.

3-1 مؤشر عدد الشركات المدرجة :

يمكن تلخيص التطورات التي عرفها هذا المؤشر من خلال معطيات الجدول التالي:

تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات (%)
2001	76	—
2002	68	-10.53
2003	70	+2.94
2004	73	+4.29
2005	77	+5.48
2006	86	+11.69
2007	111	+29.07
2008	126	+13.51

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

عرف سوق الأسهم السعودي انخفاض في عدد الشركات المدرجة سنة 2002، حيث قدر هذا الانخفاض بـ 10.53 % ليرتفع بعد ذلك عدد الشركات المسجلة في السوق، حيث سجلنا زيادة في معدل نمو عدد الشركات من 2.94 % سنة 2003 إلى 13.51 % سنة 2008 لينتقل بذلك عدد شركات سوق السهم السعودي من 68 شركة سنة 2002 إلى 126 شركة سنة 2008 مع أن هذا العدد يبقى منخفض إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشر إيجابي بالنسبة لسوق الأسهم السعودي، حيث أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق ، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

3-2 سيولة السوق:

سنحاول من خلال هذا العنصر تتبع سيولة سوق الأسهم السعودي، من خلال معطيات الجدول الموالي:
تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي

السنة	قيمة التداول (مليون ريال)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2001	83.350,48	31.26	—
2002	116.162,07	39.45	+39.37
2003	596.510,0	101.11	+413.52
2004	1.773.859,1	154.44	+197.37
2005	1.975.051,56	205.79	+11.34
2006	5.261.851	429.2	+166.42
2007	2.557.713	131.4	-51.39
2008	1.962.946	212.3	-23.25

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يعرف معدل دوران السهم لسوق رأس المال السعودي ارتفاعا كبيرا ومستمرا من سنة 2001 حتى سنة 2006، لينخفض سنة 2007 و يعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008. حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم انتقل من 31.26 % سنة 2001 إلى 429.2 % سنة 2006. وهي نسبة مرتفعة تعكس سيولة سوق الأسهم السعودي حيث كان متوسط تداول السهم سنة 2001 يقدر ب 31.26 مرة في السنة ليرتفع إلى 429.2 مرة في السنة عام 2006. و عليه يمكن القول أنه يمكن شراء و بيع الأوراق المالية بسهولة، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة سيولة السوق.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

كما سجل سوق الأسهم السعودي ارتفاع مستمر و بمعدل مرتفع في قيمة التداول من سنة 2001 إلى 2006، غير أن قيمة التداول انخفضت خلال السنتين التاليتين: 2007- 2008 مقارنة بالسنة تسبقها. إلا أن نسبة الانخفاض في قيمة التداول تبقى أقل من نسبة الارتفاع المسجلة معظم فترة الدراسة. إن تحقيق معدلات نمو متتالية و ايجابية في قيمة التداول يدل على نشاط سوق الأسهم السعودي وسرعة نموه، وهي كلها عوامل تساعد على زيادة كفاءته.

3-3 رأس المال السوقي:

لقد تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي خلال فترة 2001 - 2008 م و هو ما يتضح لنا من خلال بيانات الجدول التالي:

السنة	رسملة سوق الأسهم السعودي (مليون ريال)	معدل نمو رأسمال السوق %
2001	274.527	—
2002	280.730,1	+2.26
2003	589.930,6	+110.14
2004	1.148.642,6	+94.71
2005	2.423.146,83	+110.96
2006	1.225.858	- 49.41
2007	1.946.347	+ 58.77
2008	924.528	- 52.50

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 - 2011 م

من خلال ملاحظة تطور رأس المال السوقي في هذه الفترة تجعلنا نستنتج أن هناك زيادة في رأس المال السوقي، حيث قدرت هذه الزيادة بـ 2.26 % سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، ليرتفع بعد ذلك معدل نمو رأس المال السوقي إلى 110.14 % سنة 2003 مقارنة بسنة 2002، وتستمر هذه الزيادة حتى سنة 2005 أين سجلنا أعلى نسبة نمو في رأس المال السوقي قدرت بـ 110.96 %.

هذا يدل على قدرة سوق رأس المال السعودي على تعبئة الادخار، وزيادة الاستثمار و زيادة الإصدارات الجديدة. كما أن تطور معدل رأس المال السوقي يدل على سرعة تطور سوق رأس المال السعودي، واتجاه هذا التطور الذي يعتبر اتجاه إيجابي باستثناء الانخفاض المسجل خلال سنة 2006 ، حيث قدرت نسبة الانخفاض بـ 49.41 % ، وسنة 2008 حيث كان الانخفاض يقدر بـ 52.5 % . واعتقد أن تراجع معدل نمو رأس المال السوقي يعود إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

على العموم يمكن القول أن سوق الأسهم السعودي قادر على التطور وبشكل سريع في المستقبل، كما أن له القدرة على جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار، وهي كلها عوامل تساعد على تطور السوق واتساعه ومن ثم زيادة كفاءته.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالي المغربي.

إن اختبار العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وسياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة المغربية، يكسب بحد ذاته أهمية خاصة للدراسة نظراً لوجود اختلافات بين البيئة التي تمت فيها الدراسات السابقة والسوق المغربية للأوراق المالية، وذلك من حيث مستوى كفاءة السوق وحجم المعلومات المتاحة للمستثمرين ونوعيتها وحجم الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية لشركات المساهمة.

المطلب الأول: التعريف بالسوق المالي المغربي

1- نبذة تاريخية عن السوق المالي المغربي :

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماماً متزايداً. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني.

إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الديون والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحاً جذرياً لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية، و هي :

- ظهور معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم.
- ظهور معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم.
- ظهور معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة .

وفيما يلي الهيئات التي تنظم وتسير السوق المالي المغربي وفق الإصلاحات الجديدة.

2 - مجلس القيم المنقولة: Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

هو هيئة عامة ذات شخصية معنوية و استقلالية مالية، وقد تم (CDVM) مجلس القيم المنقولة
تنصيب هذه الهيئة وفقاً للظهير الشريف¹. وقد حدد هذا القانون مهام و وسائل عمل هذه الهيئة
في النقاط الآتية²:

- حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو أي توظيف يتم عن طريق الاستدعاء العام
للادخار.
- الحرص على إعلام المستثمرين في القيم المنقولة، وذلك بضمان نشر الأشخاص الطبيعيين لجميع
المعلومات القانونية والتنظيمية والمالية عند لجوئهم إلى الاستدعاء العام للادخار، للسماح
للمستثمرين باتخاذ القرارات في سوق تتميز بالشفافية.
- ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة بتحقيق الشفافية والأمان للمستثمرين.
- العمل على احترام مختلف التدابير التنظيمية والقانونية للسوق المالي من طرف المتدخلين في
السوق.

وتقدم هذه الهيئة رؤيتها حول مشاريع القوانين المتعلقة بسوق القيم المنقولة التي يقترحها الوزير
المكلف بالمالية، فتقترح جميع التغييرات حول النصوص التشريعية المتعلقة بسوق القيم المنقولة، وتقوم
بإعداد دوريات تهدف إلى تحديد قواعد العمل حول نشاط سوق القيم المنقولة.
كما يقوم مجلس القيم المنقولة بتسيير هيئة الأسواق المالية مجلس إدارة يرأسه رئيس الوزراء أو سلطة
حكومية مكلفة من طرفه لهذا الغرض³.

ويضم مجلس الإدارة كل من وزير المالية، وزير العدل، حاكم البنك المركزي (بنك المغرب)، أو
ممثلهم، كما يضم المجلس ثلاث شخصيات يعينهم الوزير المكلف بالمالية لكفاءتهم في المجال الاقتصادي
والمالي، بعهددة تمتد إلى أربعة سنوات ، قابلة للتجديد لعهددة إضافية واحدة . وبإمكان مجلس الإدارة
تقرير إنشاء أي لجنة تكلف بجزء من سلطاته أو اختصاصاته بحيث تحدد تركيبتها وطرق عملها.

¹: الظهير الشريف في المملكة المغربية هو بمثابة المراسيم التشريعية في الدول ذات الأنظمة الجمهورية. أنظر القانون رقم 211-93-1
بتاريخ 21 سبتمبر 1993.

²: CDVM, Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Web Page:
http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/a_miss/mission.htm

³: Ibid, Web Page:
http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm.

المطلب الثاني: بورصة الدار البيضاء

منذ إنشائها سنة 1929 م تحت تسمية ديوان مقاصة القيم المنقولة، شهدت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء ثلاث إصلاحات . إذ تم في سنة 1948 تحول ديوان مقاصة القيم المنقولة إلى ديوان تسعير القيم المنقولة، ليتم في سنة 1967 إعطاء هذه الهيئة تسمية مؤسسة القيم المنقولة كمؤسسة عامة ذات تنظيم قانوني وتقني.

وفي سنة 1993 أنشئت شركة بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء، والتي أصبحت تسميتها "بورصة الدار البيضاء" منذ سنة 2000 ، وهي شركة مغفلة توكل لها مهمة تسيير بورصة القيم المنقولة وفق دفتر أعباء مصادق عليه من الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة مجلس سوق القيم المنقولة.

وتتمثل مهام بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء، فضلاً عن تسيير وتطوير البورصة، في قبول إدراج القيم المنقولة للتسعير في البورصة أو إلغائها حرصاً منها على مصداقية المعاملات التي تنجز بين شركات البورصة وفق قواعد التعامل في هذه العمليات، ويجب على البورصة أن تعلم مجلس القيم المنقولة حول التجاوزات التي لاحظتها خلال أداء مهامها¹.

ويتكون رأس مال الشركة المسيرة للبورصة من مساهمات شركات البورصة المعتمدة، حيث يتم توزيع حصص المساهمين بالتساوي، و في حالة خروج أحد تلك الشركات توزع حصتها بالتساوي على باقي المساهمين عن طريق شراء حصتها، ويتم شراء أسهم الشركة المسيرة للبورصة بسعر تحدده هيئة القيم المنقولة. وتسير بورصة القيم للدار البيضاء بالأوامر التي ينشطها شركات البورصة بشكل حصري، ويتم تحديد قواعد عمل البورصة بقانون عام معد من الشركة المسيرة للبورصة ومصادق عليه بأمر من الوزير المكلف بالمالية بعد الاطلاع على رأي هيئة أسواق القيم المنقولة وتتضمن بورصة الدار البيضاء سوقين.

¹ : Ibid, Web Page:

http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm

1 - السوق المركزي:

يجب أن تقرر جميع التعاملات حول الأوراق المالية المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالسوق المركزي، باستثناء تعاملات الكتل التي تتم على أساس التفاوض. ويجري التعامل بجميع القيم المنقولة بنظام التسعير الإلكتروني انطلاقاً من مراكز جميع جهوية توضع تحت تصرف شركات البورصة. وقد حدد هامش التغير المسموح به سواء تعلق الأمر بالانخفاض أو الارتفاع خلال جلسة تداول واحدة لأسعار جميع القيم المنقولة بنسبة 6 % مقارنة بالسعر المرجعي. وتصنف القيم المنقولة حسب سيولتها إلى ثلاثة فئات: القيم الأقل سيولة يتم تسعيرها حسب التسعير الثابت، القيم الشديدة السيولة تسعر حسب التسعير المستمر، أما القيم الوسطية فتسعر وفق نظام التسعير الثابت المزدوج¹.

2 - سوق الكتل:

يسمح هذا السوق بتنفيذ عدد معتبر من الأوامر من حيث الحجم أو الخصائص الإستراتيجية، ويتم التداول عن طريق التفاوض وتحدد البورصة الحجم الأدنى للكتل المقبولة من حيث القيم ومن حيث السيولة، ويرتبط سعر سوق الكتل بسعر السوق المركزي. وقد تم إنشاء هذه السوق لتفادي عدم تنفيذ بعض أوامر المستثمرين المؤسسيين.

3 - الأوراق المالية المتداولة :

يمكن تقسيم الأوراق المتداولة في بورصة الدار البيضاء إلى ثلاثة فئات:²

- أوراق رأس المال والتي تتضمن الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.
- أوراق الدين وتتضمن السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات التي تسدد بالأسهم.
- أوراق الدين المتداولة: Titres de Créances Négociables وهي أوراق مالية ذات مدة محددة، يتم إصدارها بالتفاوض وتمثل حق دين ذات فوائد.

¹ : بورصة الدار البيضاء، "إنجازات" 2002 ، ص 12. الموقع على شبكة الانترنت:

http://www.casablanca-bourse.com/sum2002_arabe/pdf

² : بورصة الدار البيضاء، " دليل الاستثمار في البورصة"، ص 5،. الموقع على شبكة الانترنت:

<http://www.casablanca-bourse.com/guide-arabe/pdf>

4 - المودع المركزي:

المودع المركزي "ماروكلير Maroclear" : هو شركة مغفلة، أنشئت في الأول من يوليو عام 1997 م وتمثل مهامه الرئيسية في¹:

- ضمان المحافظة على القيم الم نقولة المقبولة في عملياتها، بتسهيل التداول وتبسيط إدارتها.
- إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم فروعها.
- إجراء جميع التحويلات بين الحسابات الجارية وفق أوامر المنضمين إليها.
- وضع حيز التنفيذ كل الإجراءات بغرض تسهيل ممارسة الحقوق المرتبطة بأوراقهم المالية لأعضائها وتحصيل المنتجات التي يسيرونها.
- ممارسة الرقابة المحاسبية والتدقيق في التوازنات المحاسبية.
- ضمان تقنين القيم المقبولة في عملياتها.

و لتحقيق هذه المهام تم إنشاء مؤسسات إيداع فرعية تتمثل الخدمات التي توفرها في المحافظة وإدارة الأوراق المالية، تسليم الأوراق المالية المباعة مقابل القيم، وتسوية الأوراق المالية التي تم شرائها مقابل تسليمها، إلى جانب إجراء العمليات المرتبطة بالأوراق المالية.

كما تتكلف مؤسسة الإيداع بمهمة تجميع الأوامر الواردة للبورصة، وفي هذه الحالة فإن مؤسسة الإيداع تقوم بتحويل الأوامر لشركات البورصة لتنفيذه. إن فتح حساب للأوراق المالية في مؤسسة الإيداع يمثل عقداً بين هذه المؤسسة وزبائنها، ويحدد هذا العقد الحقوق والواجبات للطرفين ويحدد كذلك طرق إعلام الزبائن حول العمليات المنجزة لحساباتهم وشروط التسعير .

و يمكن للمؤسسات المصرفية وشركات البورصة أن تتصرف كمؤسسات إيداع للأوراق المالية والسيولة النقدية لزبائنها، وبالتالي فهي تلعب دور الوساطة والحفاظ على الأوراق المالية والسيولة النقدية.

¹ : أنظر الظهير رقم 1 - 96 - 246 التاسع من يناير 1997 المتمعن للقانون رقم 35 - 96 المتعلق بإنشاء مودع مركزي ووضع نظام عام لتسجيل بعض القيم.

5 - هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة :

تتم هذه الهيئة بتجميع مدخرات الأعوان الاقتصاديين بإصدار الأسهم ويتم تكوين حافظة بالقيم المنقولة من تجميع تلك المدخرات، وتقوم هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المغربية التي أسست سنة 1995 بتوجيه المدخرات لتمويل المؤسسات، مساهمةً بذلك في تنمية الاقتصاد . ولهذه الهيئات شكلين قانونيين: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف المشتركة.

فالمستثمرون في أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هم مساهمون، أما المستثمرون في صناديق التوظيف الجماعي فيتم تحديدهم باسم حامل الحصص، فبالنسبة لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هي شركة مغفلة، فكل مستثمر يكتتب في الأسهم يصبح مساهماً وله الحق في التعبير عن آرائه في التسيير في الجمعيات العمومية . أما صناديق التوظيف الجماعي فليس لها شخصية معنوية ويضمن تسييرها مؤسسة تسيير صناديق التوظيف المشتركة التي تعمل باسم حاملها.

وتمثل مهنة الوساطة في البورصة جمعية مهنيي شركات البورصة والتي تهدف إلى تنظيم هذه المهنة، وتمثل مهامها في مراقبة أعضائها للقوانين والتدابير المتخذة لنشاطهم، والوساطة بين أعضائها والسلطات العامة أو الهيئات الوطنية والأجنبية، إلى جانب المساهمة في التحكيم بين أعضائها وحماية المهنة، الترقية التقنية للبورصة ، إدخال التكنولوجيات الجديدة وتكوين العاملين في البورصة.¹

¹ : Ibid., Web Page:

http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/e_socbrs/f_apsb/apsb.htm

وما يمكن استخلاصه من دراسة الهيكل التنظيمي للسوق المالي المغربي هو التغيرات التي ميزته خلال العقد الأخير من قرن العشرين، حيث تم استحداث هيئة لإيداع الأوراق المالية تعرف بالمودع المركزي مهامه حفظ القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسجيل في الحساب وتسهيل تداول هذه القيم لفائدة المؤسسات المنخرطة في هذا النظام.

وبغية التطابق مع المعايير الدولية انتقلت البورصة في سنة 1998 إلى نظام التسعير الإلكتروني، كما تم تقليص مدة إتمام التعاملات من 5 أيام إلى 3 أيام . وإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي ساهمت بشكل واسع في تعبئة الادخار، خاصة لدى الأسر، وتوجيهه نحو البورصة، فقد انتقل عدد هذه المؤسسات من 5 في سنة 1995 إلى 154 مؤسسة في نهاية سنة 2001 تقوم حاليا بإدارة أصول صافية بقيمة 43,5 مليار درهم . وتم في إطار تطوير أنظمة التداول، استخدام التسعير الإلكتروني بغية زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء، فضلا عن توفير شفافية أكبر للمتعاملين في السوق . كما تم في إطار السعي إلى تخفيض تكلفة الاستثمار وتطوير عمليات التسوية والمقاصة إنشاء مراكز إيداع مركزية تعمل على حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية بما يدعم استقطاب المستثمرين من خلال الضمانات التي تقدمها هذه الهيئات . و يبقى أن الدور الإعلامي الواجب على تلك الأسواق القيام به اتجاه المدخرين لم يرق إلى المستوى المقبول.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

6 - التطورات التي عرفتها سوق الأسهم المغربية على مستوى مجموعة من المؤشرات:
سنتعرض في هذا العنصر بالدراسة والتحليل لعدد من مؤشرات السوق، لتتبع تطورها في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء خلال الفترة 2001 – 2008 م.

1-6 مؤشر عدد الشركات المدرجة :
اتضح أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء قد تطور خلال الفترة، 2001 - 2008 م وهو الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات (%)
2001	55	—
2002	55	0
2003	52	-5.45
2004	53	+1.92
2005	54	+1.89
2006	86	+16.97
2007	73	+15.87
2008	77	+5.48

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

نلاحظ أن عدد الشركات المسجلة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بقي ثابتا سنة 2002 مقارنة بسنة 2001، حيث كان عدد الشركات في هذه الفترة 55 شركة، لتتخفص سنة 2003 إلى 52 شركة بنسبة انخفاض تقدر ب 5.45 %، لتعاود الارتفاع سنة 2004 إلى 53 شركة و تستمر في الارتفاع حتى، نهاية فترة 2008 لتصل إلى 77 شركة. وعليه فباستثناء الانخفاض المسجل سنة 2003 عرفت البورصة نمو في عدد الشركات ، وهو الأمر الذي يدل على وجود اتجاه نحو اتساع السوق نتيجة زيادة عدد الشركات ، كما يساهم كذلك في زيادة قاعدة الاستثمار بالشكل الذي يؤدي إلى التوجه نحو تحقيق الكفاءة.

6-2 سيولة السوق:

يمكننا تلخيص التطورات التي عرفتها بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فيما يتعلق بسيولة السوق في الجدول التالي:

تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

السنة	قيمة التداول (مليون ريال)	معدل دوران السهم (%)	معدل نمو قيمة التداول (%)
2001	9.653,88	8.87	-
2002	14.976,5	16.83	+55.13
2003	22.644,51	18.72	+51.20
2004	32.340,85	14.92	+42.82
2005	46.241,58	25.38	+42.98
2006	78.914,7	18.9	+70.66
2007	174.841,7	29.8	+121.56
2008	108.299,6	20.4	-38.06

المصادر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

يسجل معدل دوران السهم في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء ارتفاع من 8.87 % سنة 2001 إلى 18.72 % سنة 2003 ، لينخفض إلى 14.92 % سنة 2004 ، ويسجل أعلى نسبة له سنة 2007، حيث بلغ معدل دوران السهم 29.8 % . بمعنى ارتفاع متوسط تداول السهم من 18 مرة في سنة 2006 إلى 29 مرة في السنة عام 2007 ، لينخفض مرة أخرى سنة 2008 .

هذا وإن كان معدل دوران السهم يتفاوت بين الارتفاع و الانخفاض من فترة لأخرى، فإن ذلك من شأنه أن يقلل من سيولة السوق و بالتالي يقلل من كفاءته .

كما أن معدل دوران السهم في بورصة القيم المنقولة في الدار البيضاء يعد منخفضا إذا ما قورن مع معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي ، و إذا ما رجعنا إلى معدل نمو قيمة التداول فيمكن القول أن قيمة التداول في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تعرف نموا إيجابيا متتاليا من 2001 حتى 2007، لتتخفض سنة 2008 بنسبة 38.06 % مقارنة بسنة 2007 ، وهذا يعني أن البورصة تتميز بسرعة التطور، كما يمكن أن تعرف زيادة في سيولتها في المستقبل.

3-6 رأس المال السوقي :

يمكن إبراز التطورات التي عرفتها بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فيما يتعلق برسملة السوق في الجدول التالي:

تطور رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

السنة	رسملة سوق الأسهم السعودي (مليون ريال)	معدل نمو رأسمال السوق %
2001	274.527	—
2002	87.175,4	-16.72
2003	115.507,18	+32.50
2004	206.517,40	+78.79
2005	252.326,32	+22.18
2006	417.092	+65.30
2007	586.328	+ 40.58
2008	531.750	- 9.31

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ أن رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء يسجل ارتفاعا متتاليا طيلة الفترة الموضحة في الجدول ، باستثناء الانخفاضين المسجلين سنة 2002 و سنة 2003 حيث أنه انطلاقا من سنة 2003 عرفت بورصة القيم المنقولة ارتفاعا متتاليا في رأس المال السوقي، وبمعدلات معتبرة إلى غاية سنة 2008 و تم تسجيل انخفاض في رأس المال السوقي بنسبة 16.72 % سنة 2002 مقارنة بسنة 2001 كما ارتفع بنسبة 32.5 % سنة 2003 مقارنة ب سنة 2002.

ولقد سجل السوق أعلى نسبة نمو سنة 2004 حيث بلغ معدل نمو رأس المال السوقي 78.79 % مقارنة بسنة 2003 فارتفاع رأس المال السوقي يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وكذلك زيادة تعبئة المدخرات و تنويع المخاطر و زيادة الإصدارات الجديدة.

و عليه ومن خلال بيانات هذا الجدول يمكننا القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تعرف
تطور ايجابي مستمر في رأس المال السوقي، وما يؤكد ذلك هو معدلات النمو الإيجابية المحققة من سنة
لأخرى.

المبحث الثاني: التحليل المالي لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لكل من السوق المالي السعودي ونظيره المغربي.

كان الاقتصاديون الكلاسيكيون ينتهجون منهجا تجريبيا بحثا، حيث كانوا لا يولون اهتمام كبير للجانب القياسي وفي المقابل ظهر في نفس الفترة تيار آخر يعرف بتيار الوضعيين حيث كان أصحاب هذا التيار يكتفون بوصف الظواهر الاقتصادية دون استخلاص القوانين أو النظريات كما كان يفعل الكلاسيك و نظرا للتنافر الذي حصل بين الجانبين ظهرت جمعية دولية للاقتصاد القياسي IES (International economic society) . و تستخدم عدة أساليب في قياس العلاقات التي تربط الظواهر الاقتصادية المختلفة بالعوامل المسببة لها انطلاقا من بيانات واقعية ولهذا الغرض يعتمد الاقتصاد القياسي علي النظرية الاقتصادية، الرياضيات، الإحصاء.

وفي هذا الإطار الأخير تتميز الأدبيات الاقتصادية الأنجلوسكسونية عن غيرها بتفضيلها القياس الاقتصادي في دراستها وتحليلاتها حيث يعود الفضل للاقتصادي الإنجليزي **Rarger Frisch** في ظهور هذا العلم المستقل سنة 1926⁽¹⁾.

ورغم كون الاقتصاد من العلوم الاجتماعية والتي تتميز بهيمنة العامل الذاتي في تحليلها وتفسيراتها، إلا أنه وبفضل علم الاقتصاد القياسي تم قياس والتجريب الظواهر الاقتصادية، وفي هذا السياق أهم تتحدد أهداف الاقتصاد القياسي كما يلي :

- اختيار النظرية الاقتصادية.
- تفسير الظواهر الاقتصادية.
- رسم السياسات الاقتصادية
- التنبؤ بسلوك المتغيرات الاقتصادية.

¹ : عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية ، الدار الجامعية الإسكندرية ، 2000 ، ص3.

المطلب الأول : منهجية دراسة الارتباط في الاقتصاد القياسي

يقدم الاقتصاد القياسي أفضل الوسائل وأحسنها للقياس وتحديد مختلف العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، ويقدم في هذا الإطار مجموعة كاملة من تقنيات التحليل الكمي في مقدمتها النمذجة الكمية للعلاقات النسبية بين أداء مختلف المتغيرات الاقتصادية، ويمكن تقييم أهم هذه العلاقات الممكنة على النحو التالي :

1- العلاقات السلوكية والفنية:

على سبيل المثال العلاقة بين الاستهلاك والدخل والأسعار هي علاقة سلوكية يمكن تمثيلها بالعلاقة:

$$C = B_0 + B_1 \log Y + B_2 + \log P$$

حيث أن : (B_0, B_1, B_2) هي معاملات هذه العلاقة.

C : الاستهلاك.

Y : الدخل.

P : مستوى الأسعار.

أما العلاقات الفنية على سبيل المثال معادلة الإنتاج تكون على النحو الآتي:

$$Q = K^\beta L^{1-\alpha}$$

حيث (α, β) : قيم ثابتة.

Q : تعبر عن الإنتاج.

K : يمثل عنصر رأس المال.

L : هو عنصر العمل.

فالمعادلة الأولى تعكس سلوك تغير الاستهلاك بدلالة بتغير الدخل وتغير مستوى العام للاستثمار.

أما المعادلة الثانية فهي علاقة دالة أسية لمعادلة فنية توضح أن الإنتاج دالة باستخدام عنصر العمل ورأس المال.

2- العلاقات الجزئية والكلية:

حيث العلاقة الجزئية تحليل سلوك الوحدات الاقتصادية على مستوى فردي لعلاقة العرض للمؤسسات الاقتصادية، أما العلاقات الاقتصادية الكلية فهي تلك العلاقات التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل الاستهلاك والادخار.

3 - العلاقات الاقتصادية الساكنة والمتحركة:

فالعلاقات الساكنة هي تلك العلاقات التي لا يكون عنصر الزمن متغيراتها. أما العلاقات المتحركة أو الدينامكية، فهي تلك العلاقات التي يكون أحد متغيراتها سابقا لعنصر الزمن.

4 - العلاقة التعريفية والعلاقة القانونية:

فالعلاقة التعريفية تحدد المتغير التابع بتحديد تعريف له في صورة مساواة ومثال ذلك

القيمة = الكمية مضروبة في السعر ($V = P \times Q$).

أما العلاقة المؤسساتية أو القانونية فهي العلاقة التي تحدد بناء على تشريعات تضمها المؤسسات الشرعية في المجتمع ويغلب عليها صفة الإلزام مثل : معدل الضريبة على القيمة المضافة وغيرها.

ويهتم الاقتصاد القياسي بأنواع الثلاثة الأولى في إطار صياغة النموذج القياسي Econometric model والذي يمكن تعريفه أنه عبارة عن معادلة أو مجموعة من المعادلات والتعاريف والفروض سواء كانت خطية أو غير خطية، وهو يحتوي على متغير أو أكثر من المتغيرات العشوائية⁽¹⁾. وعند بناء النموذج القياسي على الفروض تُهمل التفاصيل قليلة الأهمية والتي تلعب دورا هامشيا، وهذا ما يخفض من تعقيد سلوك المتغير الاقتصادي محل الدراسة بدلالة المتغيرات الاقتصادية ثابتة، ويمر بناء أي نموذج بثلاث مراحل أساسية هي⁽²⁾:

- مرحلة تحديد المتغيرات
- مرحلة جمع البيانات.
- مرحلة تحديد العلاقات

¹ : محمد لطفي فرحات، مبادئ الاقتصاد القياسي، ط1، الدار الجماهيرية، ليبيا، 2004، ص، 11

² : دومنيك سالفاتور، الإحصاء والاقتصاد القياسي، ترجمة سعدية حافظ منتصر، ط5، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2001، ص، 8

حيث تقتضي مرحلة تحديد المتغيرات إبراز المتغيرات المستقلة والتابعة محل الدراسة في حين تقتضي مرحلة جمع البيانات التمييز بين البيانات على شكل سلسلة زمنية. أما في المرحلة الأخيرة فيقوم على تحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات المفسرة من خلال تحديد العلاقة بين المتغيرات إذا كانت خطية أو لوغاريتمية أو أسية، والقيام بعملية التقدير في حساب المعلمات ثم اختبار جودة النموذج في تفسير الظاهرة، اختيار النموذج من الناحية الاقتصادية. ويستخدم الاقتصاديون في تقرير النماذج القياسية أداة تعرف بتحليل الانحدار، حيث تستخدم الانحدارات للتحديد الكمي للعلاقة الممكنة بين أحد المتغيرات والمتغيرات الأخرى التي يعتقد أنها تفسره، كما تحدد الانحدارات مدى درجة التحديد والارتباط في العلاقات داخل النموذج. ويغلب عند الاقتصاديين استخدام الانحدارات الخطية في تفسير العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، كالنمو الاقتصادي وحجم البطالة والدخل.... الخ. كونها تعكس علاقات سلوكية نمطية تمثل الاتجاه العام لسلوك المتغير التابع بدلالة المتغير المستقل. ويمكن التمييز بين الانحدار الخطي البسيط الذي يأخذ شكل المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$Y_i = b_0 + b_1 X_i + U_i$$

حيث يمثل :

(Y_i) : المتغير التابع.

(b_0, b_1) : معاملات سلوكية

(X_i) : يمثل المتغير المستقل أو المفسر.

و(U_i) : حد الخطأ للعناصر التي لا يفسرها المتغير المستقل ويسمى كذلك بمعامل الإزعاج Disturbance terme فهو يدل على أن العلاقة ليست دقيقة بنسبة كاملة ويعود وجوده لعدة أسباب منها إهمال بعض العوامل، أو عدم القدرة على التنبؤ بسلوكيات الأفراد، أو اختلاف تصرفات الأفراد، والخطأ في القياس، والخطأ تجميع البيانات⁽²⁾.

¹ : Dominick. Salvator, Dominick regale, **theory of statistic and econometrics shamus outline series** second edition, Mc Graw Hill Companies, New York USA, 2002, p 128.

² : William h. Greene, **econometric analysis**, 5th edition, Pearson education, inc., upper saddle river, new jersey, USA 2002 p 8.

أما الانحدار الخطي المتعدد فيشمل تحديد العلاقة بين المتغير التابع من جهة ومجموعة من المتغيرات المستقلة (اثنين فما أكثر) ويستخدم في حالات التنبؤ حيث يأخذ شكل المعادلة التالية⁽¹⁾ :

$$Y_i = b_0 + b_1 X_{1i} + b_2 X_{2i} + U_i$$

ولتقدير العلاقات السابقة واختبار صحتها يتم وضع فرضيتين أساسيتين:
الفرضية الأولى: وهي فرضية العدم حيث تنص على أن كل المقدرات ما عدا الثابت تساوي الصفر، أي أن كل المتغيرات المفسرة الموجودة في النموذج ليس لها علاقة بالمتغير المستقل ($H_0 : b = 0$)

الفرضية الثانية: وهي الفرضية البديلة وتنص أن كل المتغيرات ما عدا الثابت لا تساوي الصفر أي أن هناك متغيراً واحداً على الأقل علاقة بالمتغير التابع. ($H_A : b \neq 0$)

- ورغم كل ما يقدمه الانحدار من مزايا فإن له العديد من المآخذ منها⁽²⁾:
- حذف المتغيرات التي قد تكون أساسية خاصة في حالة الانحدار الخطي البسيط.
 - إهمال السببية العكسية، حيث يهتم الانحدار في تحليل السلوك في اتجاه واحد.
 - سوء القياس وصعوبته، وهذا ما يؤدي إلى عدم وضع النموذج بالدقة الكافية.
 - محور التركيز جد محدود، حيث لا يوفر الانحدار سوى معلومات عن كيفية الارتباط التغيرات الصغيرة فقط، دون الأخذ في عين الاعتبار التغيرات الكبيرة.

¹: Dominick. Salvator, Dominick regale, theory of statistic and econometrics shamus outline series same reference p 154

²: رودي رامساران، الانحدار : لماذا يثير هواجس الاقتصاديين، في التمويل والتنمية، المجلد 43، العدد، 1، مارس، 2006، ص 36-37

المطلب الثاني: النموذج القياسي لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة في السوق المالي السعودي

بناءً على المنهجية السالفة سوف يتم تحديد معدلات الانحدار لأثر متغيرات سياسة التوزيع لجميع الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة 2003 – 2011 عن طريق إدخال المعطيات والبيانات المالية في برنامج تحليل الانحدار المعروف باسم Eviews. تم تحديد المتغيرات محل الدراسة كما يلي:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة .

NI: ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية .

DP: الأرباح الموزعة الإجمالية للأسهم المصدرة .

RE : الأرباح المحتجزة الإجمالية للأسهم المصدرة.

لإشارة فإن معظم الملاحظات والمقادير مأخوذة بمليار و مليون للريال السعودي، والتي بلغ عددها 9 ملاحظات.

ويتم استقصاء البيانات وجمعها من المصادر التالية :

- المواقع الرسمية لشركات على شبكة الانترنت .وهي :

<http://www.mubasher.info/portal/CSE/activeCompanies.html>

www.tadawul.com.sa

- وكذلك التقارير المالية الخاصة بالسوق المالية السعودية التي تصدر بصفة نصف سنوية و سنوية.

وتم الاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار البسيط لاختبار العلاقة بين مختلف مكونات سياسة توزيع الأرباح التي تمثل المتغير المفسر و القيمة السوقية للسوق والتي تمثلها القيمة السوقية لأسهمها كمتغير تابع، و باستخدام برنامج تحليل الانحدار في القضايا الاقتصادية المعروف باسم "Econometric views version 4.0" الصادر سنة 2005.

جاءت نتائج القياس على النحو التالي:

1- تأثير ربحية الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم السعودي:

تأخذ معادلة الانحدار لأثر ربحية الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية للسوق الشكل التالي:

$$MV = b_0 + b_1 NI + U_i$$

بحيث:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة.

NI : ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية.

b_1, b_0 : تمثل المعاملات السلوكية.

U_i : حد الخطأ.

مع وضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: تنص على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسوق و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_0 : B_0 = 0) \quad \text{أي :}$$

الفرضية الثانية: تنص على وجود علاقة وطيدة بين القيمة السوقية للسوق و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_A : B_0 \neq 0) \quad \text{أي :}$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية لسوق
الأسهم السعودي من خلال الجدول التالي:

البيان السنة	NI مليون ريال	MV مليار ريال
2003	18.99185	589.93
2004	30.47162	1148.643
2005	56.31976	2438.136
2006	76.99983	1225.86
2007	83.85156	1946.348
2008	91.61673	924.528
2009	19.58423	1195.51
2010	73.19523	1325.392
2011	93.48075	1270.843

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الخاصة بالسوق المالية السعودية .
باستخدام برنامج تحليل الانحدار، توصلنا إلى النتائج التالية:

$$MV = 1051.82 + 4.77 NI$$

$$T - \text{Statistic: } (2.39) \quad (0.72)$$

$$R^2 = 0.071$$

$$\tilde{R} = -0.06 \quad F - S = 0.52 \quad n = 9$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

تعكس هذه العلاقة الارتباط الضعيف جداً بين كل من ربحية الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق ذو العلاقة الطردية حيث قدر معامل الانحدار بينها بحوالي 7.1 % مما يشير أن كل تغير في ربحية الأسهم المصدرة بنقطة مئوية واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسوق 0.071 وفي نفس الاتجاه.

أما فيما يخص المعنوية T فهي أقل من 2 بالنسبة ربحية الأسهم المصدرة، حيث كانت كما يلي:

$T_{NI} = 0.72 < 2$. وبالتالي فهي تدعم علاقة الارتباط الطردية الموجبة غير أنه في هذه الحالة يمكن القول بأن التأثير ضعيف جداً. إن لم نقل يكاد يكون منعدم. و بالنسبة للمعنوية F فقد كانت مطابقة هي الأخرى للفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ارتباط طردية موجبة بين كل من ربحية الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق. وعليه يمكن القول بأن ربحية الأسهم في سوق الأسهم السعودي لا تؤثر على القيمة السوقية له.

2- تأثير الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم السعودي :

تأخذ معادلة الانحدار الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية للسوق الشكل التالي:

$$MV = b_0 + b_1 DP + U_i$$

بحيث:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة.

DP : الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة.

b_0, b_1 : تمثل المعاملات السلوكية.

U_i : حد الخطأ.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

مع وضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: تنص على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسوق و الأرباح الموزعة
الأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_0 : B_0 = 0) \quad \text{أي :}$$

الفرضية الثانية: تنص على وجود علاقة وطيدة بين القيمة السوقية للسوق و الأرباح الموزعة
الأسهم المصدرة

$$(H_A : B_0 \neq 0) \quad \text{أي :}$$

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة
لسوق الأسهم السعودي من خلال الجدول التالي:

البيان السنة	DP مليون ريال	MV مليار ريال
2003	11.34873	589.93
2004	20.94202	1148.643
2005	32.20022	2438.136
2006	38.88243	1225.86
2007	38.418	1946.348
2008	42.088	924.528
2009	35.86	1195.51
2010	45.756	1325.392
2011	53.551	1270.843

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الخاصة بالسوق المالية السعودية .

باستخدام برنامج تحليل الانحدار، توصلنا إلى النتائج التالية:

$$MV = 946.08 + 11.12 DP$$

$$T - \text{Statistic: } (1.61) \quad (0.71)$$

$$R^2 = 0.067$$

$$\tilde{R} = -0.06 \quad F - S = 0.50 \quad n = 9$$

تعكس هذه العلاقة الارتباط الضعيف جداً بين كل من الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق ذو العلاقة الطردية حيث قدر معامل الانحدار بينها بحوالي 6.7 % مما يشير أن كل تغير في الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة بنقطة مئوية واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسوق 0.067 وفي نفس الاتجاه.

أما فيما يخص المعنوية T فهي أقل من 2 بالنسبة للأرباح الموزعة الأسهم المصدرة، حيث كانت كما يلي:

$T_{DP} = 0.71 < 2$. وبالتالي فهي تدعم علاقة الارتباط الطردية الموجبة غير أنه في هذه الحالة يمكن القول بأن التأثير ضعيف جداً. إن لم نقل يكاد يكون منعدم. و بالنسبة للمعنوية F فقد كانت مطابقة هي الأخرى للفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ارتباط طردية موجبة بين كل من ربحية الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق. وعليه يمكن القول بأن الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة في سوق الأسهم السعودي لا تؤثر على القيمة السوقية له.

3 - تأثير الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم السعودي

تأخذ معادلة الانحدار لكل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية للسوق الشكل التالي:

$$MV = b_0 + b_1 DP + b_2 RE + U_i$$

بحيث:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة.

DP: الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة.

RE: الأرباح المحتجزة الإجمالية للأسهم المصدرة.

b_1, b_0, b_2 : تمثل المعاملات السلوكية.

U_i : حد الخطأ.

مع وضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: تنص على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسوق وكل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_0 : B_0 = 0) \quad \text{أي :}$$

الفرضية الثانية: تنص على وجود علاقة وطيدة بين القيمة السوقية للسوق و كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_A : B_0 \neq 0) \quad \text{أي :}$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة من قبل سوق الأسهم السعودي من خلال الجدول التالي:

البيان السنة	RE مليون ريال	DP مليون ريال	MV مليار ريال
2003	7.64312	11.34873	589.93
2004	9.5296	20.94202	1148.643
2005	24.11954	32.20022	2438.136
2006	38.1174	38.88243	1225.86
2007	45.43356	38.418	1946.348
2008	49.52873	42.088	924.528
2009	-	35.86	1195.51
2010	27.43923	45.756	1325.392
2011	39.92975	53.551	1270.843

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الخاصة بالسوق المالية السعودية

باستخدام برنامج تحليل الانحدار، توصلنا إلى النتائج التالية:

$$MV = 965.7 + 8.01 DP + 3.38 RE$$

$$T - \text{Statistic: } (0.51) \quad (0.35) \quad (0.21)$$

$$R^2 = 0.074$$

$$\tilde{R} = -0.23 \quad F - S = 0.24 \quad n = 9$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

تعكس هذه العلاقة الارتباط الضعيف جداً بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق ذو العلاقة الطردية حيث قدر معامل الانحدار بينها بحوالي 7.74 % مما يشير أن كل تغير في الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة بنقطة مئوية واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسوق ب 0.074 وفي نفس الاتجاه.

أما فيما يخص المعنوية T فهي أقل من 2 بالنسبة الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة، و كذلك بالنسبة للأرباح المحتجزة حيث كانت كما يلي:

$$T_{DP} = 0.35 < 2 \text{ و } T_{RE} = 0.21 < 2$$

وبالتالي فهي تدعم علاقة الارتباط الطردية الموجبة غير أنه في هذه الحالة يمكن القول بأن التأثير ضعيف جداً. إن لم نقل يكاد يكون منعدم . بالنسبة لشقي سياسة التوزيع وهما الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة غير أنه يمكن ملاحظة بأن تأثير الأرباح الموزعة كان أكبر من تأثير الأرباح المحتجزة من خلال المعنوية T حيث نجد أن :

$$T_{DP} > T_{RE}$$

و بالنسبة للمعنوية F فقد كانت مطابقة هي الأخرى للفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ارتباط طردية موجبة بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق.

وعليه يمكن القول بأن الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة في سوق الأسهم السعودي لا تؤثر على القيمة السوقية له.

المطلب الثالث: النموذج القياسي لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة في السوق المالي المغربي

بناء على المنهجية السالفة سوف يتم تحديد معدلات الانحدار لأثر متغيرات سياسة التوزيع لجميع الشركات المدرجة في السوق المالي المغربي للفترة 2003 – 2011 عن طريق إدخال المعطيات والبيانات المالية في برنامج تحليل الانحدار المعروف باسم Eviews. تم تحديد المتغيرات محل الدراسة كما يلي:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة .

NI: ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية .

DP: الأرباح الموزعة الإجمالية للأسهم المصدرة .

RE : الأرباح المحتجزة الإجمالية للأسهم المصدرة.

للإشارة فإن معظم الملاحظات والمقادير مأخوذة بمليار و مليون لدرهم المغربي ، والتي بلغ عددها 9 ملاحظات.

ويتم استقصاء البيانات وجمعها من المصادر التالية :

- المواقع الرسمية لشركات على شبكة الانترنت .وهي :

www.casablanca-bourse.com

<http://www.cdv.m.gov.ma/ar/entreprises-de-marche/bourse-des-valeurs-de-casablanca>

<http://www.mubasher.info/portal/CSE/activeCompanies.html>

- وكذلك التقارير المالية الخاصة بالسوق المالية المغربية التي تصدر بصفة نصف سنوية و سنوية.

وتم الاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار البسيط لاختبار العلاقة بين مختلف مكونات سياسة توزيع الأرباح التي تمثل المتغير المفسر و القيمة السوقية للسوق والتي تمثلها القيمة السوقية لأسهمها كمتغير تابع، و باستخدام برنامج تحليل الانحدار في القضايا الاقتصادية المعروف باسم "Econometric views version 4.0" الصادر سنة 2005.

جاءت نتائج القياس على النحو التالي:

1 - تأثير ربحية الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم المغربي :

تأخذ معادلة الانحدار لأثر ربحية الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية للسوق الشكل التالي:

$$MV = b_0 + b_1 NI + U_i$$

بحيث:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة.

NI : ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية.

b_0, b_1 : تمثل المعاملات السلوكية.

U_i : حد الخطأ.

مع وضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: تنص على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسوق وربحية الأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_0 : B_0 = 0) \quad \text{أي :}$$

الفرضية الثانية: تنص على وجود علاقة وطيدة بين القيمة السوقية للسوق و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_A : B_0 \neq 0) \quad \text{أي :}$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية لسوق
الأسهم المغربي من خلال الجدول التالي:

البيان السنة	NI مليون درهم	MV مليار درهم
2003	14.27581	115.51
2004	19.094815	206.5
2005	30.369168	252.3
2006	53.441768	417.1
2007	142.038731	586.3
2008	89.218205	531.75
2009	41.692352	508.9
2010	74.689821	579.02
2011	31.860121	516.22

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الخاصة بالسوق المالية المغربية.

باستخدام برنامج تحليل الانحدار، توصلنا إلى النتائج التالية:

$$MV = 238.7 + 3.15 NI$$

$$T - \text{Statistic: } (3.19) \quad (2.84)$$

$$R^2 = 0.531$$

$$\tilde{R} = 0.46 \quad F - S = 8.06 \quad n = 9$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

تعكس هذه العلاقة الارتباط المتوسط بين كل من ربحية الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق ذو العلاقة الطردية حيث قدر معامل الانحدار بينها بحوالي 53.1 % مما يشير أن كل تغير في ربحية الأسهم المصدرة بنقطة مئوية واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسوق 0.531 وفي نفس الاتجاه.

أما فيما يخص المعنوية T فهي أكبر من 2 بالنسبة ربحية الأسهم المصدرة، حيث كانت كما يلي:

$T_{NI} = 2.84 < 2$. وبالتالي فهي تدعم علاقة الارتباط الطردية الموجبة و بالتالي فهي تميل إلى الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة طردية موجبة و لكن التأثير كان متوسط نوعا ما .

و بالنسبة للمعنوية F فقد كانت مطابقة هي الأخرى للفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ارتباط طردية موجبة بين كل من ربحية الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق . وعليه يمكن القول بأن ربحية الأسهم في سوق الأسهم المغربي تؤثر على القيمة السوقية له ولكن بشكل متوسط عكس ما تم التوصل إليه في سوق الأسهم السعودي .، أين وجد تأثير ضعيف جداً.

2 - تأثير الأرباح الموزعة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم المغربي .

تأخذ معادلة الانحدار الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية للسوق الشكل التالي:

$$MV = b_0 + b_1 DP + U_i$$

بحيث:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة.

DP: الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة.

b_0, b_1 : تمثل المعاملات السلوكية.

U_i : حد الخطأ.

مع وضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: تنص على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسوق و الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_0 : B_0 = 0) \quad \text{أي :}$$

الفرضية الثانية: تنص على وجود علاقة وطيدة بين القيمة السوقية للسوق و الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة

$$(H_A : B_0 \neq 0) \quad \text{أي :}$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة لسوق الأسهم السعودي من خلال الجدول التالي:

البيان السنة	DP مليون درهم	MV مليار درهم
2003	-	115.51
2004	6.3	206.5
2005	2.181	252.3
2006	2.181	417.1
2007	2.181	586.3
2008	2.517	531.75
2009	2.6853	508.9
2010	2.8531	579.02
2011	2.8531	516.22

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الخاصة بالسوق المالية المغربية .

باستخدام برنامج تحليل الانحدار، توصلنا إلى النتائج التالية:

$$MV = 403.99 + 3.27 DP$$

$$T - \text{Statistic: } (3.22) \quad (0.079)$$

$$R^2 = 0.0091$$

$$\tilde{R} = -0.14 \quad F - S = 0.006 \quad n = 9$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

تعكس هذه العلاقة الارتباط الضعيف جداً بين كل من الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق ذو العلاقة الطردية حيث قدر معامل الانحدار بينها بحوالي 0.9 % مما يشير أن كل تغير في الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة بنقطة مئوية واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسوق 0.009 وفي نفس الاتجاه.

أما فيما يخص المعنوية T فهي أقل من 2 بالنسبة الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة، حيث كانت كما يلي:

$T_{DP} = 0.079 < 2$. وبالتالي فهي تدعم علاقة الارتباط الطردية الموجبة غير أنه في هذه الحالة يمكن

القول بأن التأثير ضعيف جداً. إن لم نقل يكاد يكون منعدم .

و بالنسبة للمعنوية F فقد كانت مطابقة هي الأخرى للفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ارتباط طردية موجبة بين كل من ربحية الأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق . وعليه يمكن القول بأن الأرباح الموزعة الأسهم المصدرة في سوق الأسهم المغربي لا تؤثر على القيمة السوقية له. وهي نفس النتيجة تقريبا التي تحصلنا عليها بالنسبة للسوق السعودي

3 - تأثير كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية لسوق الأسهم المغربي.

تأخذ معادلة الانحدار لكل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة على القيمة السوقية الإجمالية للسوق الشكل التالي:

$$MV = b_0 + b_1 DP + b_2 RE + U_i$$

بحيث:

MV : القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة.

DP: الأرباح الموزعة للأسهم المصدرة.

RE: الأرباح المحتجزة الإجمالية للأسهم المصدرة.

b_1, b_0, b_2 : تمثل المعاملات السلوكية.

U_i : حد الخطأ.

مع وضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: تنص على عدم وجود علاقة بين القيمة السوقية للسوق و كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_0 : B_0 = 0) \quad \text{أي :}$$

الفرضية الثانية: تنص على وجود علاقة وطيدة بين القيمة السوقية للسوق و كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة الإجمالية.

$$(H_A : B_0 \neq 0) \quad \text{أي :}$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق
المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

يمكننا تتبع التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة من قبل سوق الأسهم المغربي من خلال الجدول التالي:

البيان السنة	RE مليون درهم	DP مليون درهم	MV مليار درهم
2003	-	-	115.51
2004	12.794815	6.3	206.5
2005	28.188168	2.181	252.3
2006	51.260768	2.181	417.1
2007	139.857731	2.181	586.3
2008	86.701205	2.517	531.75
2009	39.007052	2.6853	508.9
2010	71.836721	2.8531	579.02
2011	28.827021	2.8531	516.22

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية الخاصة بالسوق المالية المغربية .

باستخدام برنامج تحليل الانحدار، توصلنا إلى النتائج التالية:

$$MV = 227.11 + 9.37 DP + 315 RE$$

$$T - \text{Statistic: } (2.15) \quad (0.33) \quad (2.94)$$

$$R^2 = 0.59$$

$$\tilde{R} = 0.45 \quad F - S = 4.34 \quad n = 9$$

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي خلال الفترة: 2003 – 2011 م

تعكس هذه العلاقة الارتباط المتوسط على العموم بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق ذو العلاقة الطردية حيث قدر معامل الانحدار بينها بحوالي 59 % مما يشير أن كل تغير في الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة بنقطة مئوية واحدة سوف يؤدي إلى التغير في القيمة السوقية للسوق ب 0.59 وفي نفس الاتجاه. و وهذا ما يؤكد معامل الانحدار المعدل ب: 45 % وهو أدق إذا كان عدد المقدرات في النموذج $2 \leq$ لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

أما فيما يخص المعنوية T فهي أقل من 2 بالنسبة للأرباح الموزعة الأسهم المصدرة، أي

$$T_{DP} = 0.33 < 2$$

و أكبر من 2 بالنسبة للأرباح المحتجزة حيث كانت كما يلي:

$$T_{RE} = 2.94 < 2$$

وبالتالي فهي تدعم علاقة الارتباط الطردية الموجبة غير أنه في هذه الحالة يمكن القول بأن التأثير المتوسط بالنسبة لشقي سياسة التوزيع وهما الأرباح الموزعة و الأرباح غير المحتجزة. يأخذ الصورة التالية وهي أن أثر الأرباح الموزعة كان أقل من أثر الأرباح المحتجزة من خلال المعنوية T حيث نجد أن $T_{DP} < T_{RE}$. و بالنسبة للمعنوية F فقد كانت مطابقة هي الأخرى للفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة ارتباط طردية موجبة بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة و القيمة السوقية للسوق.

وعليه يمكن القول بأن الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة في سوق الأسهم المغربي تؤثر على القيمة السوقية له. عكس ما تم التوصل إليه في سوق الأسهم السعودي .

خلاصة الفصل الثالث:

لقد حاولنا من خلال الدراسة التطبيقية التعرف على طبيعة العلاقة بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة للأسهم المصدرة و القيمة السوقية الإجمالية للشركات المدرجة في سوقي الأسهم المغربي و نظيره السعودي خلال فترة الدراسة ولقد أسفرت نتائج القياس على ما يلي:

1 - بالنسبة للسوق المالي السعودي:

أ - يوجد ارتباط ضعيف و ضعيف جداً بين الأرباح المحققة و القيمة السوقية للأسهم، في سوق الأسهم السعودي و عليه يمكن القول بأن هناك تأثيراً للأرباح المحققة يكاد يكون منعدم على القيمة السوقية.

ب - يوجد ارتباط ضعيف و ضعيف جداً بين الأرباح الموزعة و القيمة السوقية للأسهم، في سوق الأسهم السعودي. و عليه يمكن القول بأن هناك تأثيراً للأرباح الموزعة يكاد يكون منعدم على القيمة السوقية.

ج - يوجد ارتباط ضعيف و ضعيف جداً بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة مع القيمة السوقية للأسهم، في سوق الأسهم السعودي. و عليه يمكن القول بأن هناك تأثيراً لكل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة يكاد يكون منعدم على القيمة السوقية.

غير أنه يمكن أن نلاحظ بأن تأثير الأرباح الموزعة أكبر من تأثير الأرباح المحتجزة من حيث أيهما أكبر تأثيراً على القيمة السوقية للأسهم المصدرة.

2 - بالنسبة للسوق المالي المغربي:

أ - يوجد ارتباط طردي متوسط نسبياً بين الأرباح المحققة و القيمة السوقية للأسهم، في سوق الأسهم المغربي و عليه يمكن القول بأن هناك تأثيراً للأرباح المحققة على القيمة السوقية.

ب - يوجد ارتباط ضعيف و ضعيف جداً بين الأرباح الموزعة و القيمة السوقية للأسهم، في سوق الأسهم المغربي. و عليه يمكن القول بأن هناك تأثيراً للأرباح الموزعة يكاد يكون منعدم على القيمة السوقية.

ج - يوجد ارتباط طردي متوسط نسبياً بين كل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة مع القيمة السوقية للأسهم، في سوق الأسهم المغربي. و عليه يمكن القول بأن هناك تأثيراً لكل من الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية.

غير أنه يمكن أن نلاحظ بأن تأثير الأرباح المحتجزة أكبر من تأثير الأرباح الموزعة من حيث أيهما أكبر تأثيراً على القيمة السوقية للأسهم المصدرة.

الختامة العامة

استهدفت الدراسة عرضاً و تحليلاً لدور سياسة التوزيع في الحد من الإختلالات الناجمة عن القرارات المالية وأثرها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال دراسة السوق المالي السعودي و السوق المالي المغربي للفترة 2003 - 2011 م.

النتائج:

على ضوء هذا الهدف تمت الإشارة خلال التأصيل النظري للدراسة إلى أهمية سياسة التوزيع التي تعد أحد ركائز الإدارة المالية المعاصرة.

1- سياسة توزيع الأرباح تتمتع بتأثيرات كبيرة على القيمة السوقية للمؤسسة مما يجعلها تمتاز بحساسية عالية لذا وجب الحرص على متابعتها و التعامل معها بحذر سواء من قبل الإدارة أو المساهمين ، وتبرز حساسية قيمة المؤسسة اتجاه سياسة التوزيع في مؤسسات المساهمة الكبرى التي تمتاز بهيكل تمويلي يتركز بشكل كبير على جمهور عريض من المستثمرين الصغار.وعليه فيمكن القول بأن قيمة المؤسسة تتأثر بسياسة التوزيع وهذا ما تؤكدته الفرضية الجزئية الأولى .

2 - من خلال سياسة توزيع الأرباح يمكن للإدارة إرضاء رغبات الملاك بالموازنة بين رغبة التوسع (بالنظر إلى الفرص الإستثمارية المتاحة) و رغبة الحفاظ على انتظام التوزيعات ، حيث أصبح بإمكان المساهمين متابعة و مراقبة تصرفات المسيرين و تقييم كفاءتهم من خلال السياسة المطبقة على التوزيعات ، مع الأخذ بعين الاعتبار مختلف المتغيرات التي تؤثر على سياسة التوزيعات و من ثم على القيمة السوقية للمؤسسة كتركيبة المساهمين نوعية النشاط المتبع.لذا وجب التعامل بحذر مع هذه السياسة وهذا ما تؤكدته الفرضية الجزئية الثانية .

إنه من الواضح أن لا يكون لسياسة توزيع الأرباح أي أثر على قيمة المؤسسة في سوق كامل. الأمر الذي أثبتته كل من مذكلياني وميلر، لكن سرعان ما تتلاشى هذه الرؤية بعد إسقاط فروض السوق الكامل ، ويصبح كل فرض تم إسقاطه يمثل دور إضافي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في قيمة المؤسسة. و بالتالي أصبح تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة أمر لا يختلف فيه اثنان، إلى درجة أنه صار يعتريه بعض الغموض لتشعب تأثيراته على قيمة المؤسسة و صعوبة حصرها و تفسيرها خاصة بعد دخول نظرية الإشارة في إعطاء معان جديدة لتأثير سياسة التوزيع.

3 - كما اهتم الجانب التطبيقي بالتطرق إلى معرفة جملة من التطورات عرفت الأسواق المالية محل الدراسة على مستوي بعض مؤشرات الأداء و المتمثلة في مؤشر الشركات المدرجة و مؤشر السيولة و كذا مؤشر القيمة السوقية الأسهم المصدرة ، والدور الذي تلعبه في قياس درجة

الكفاءة لدى الأسواق المالية . كما هتم أيضا باختبار صحة الفرضية الثالثة بأسلوب التحليل القياسي و لقد ت م التوصل إلى أن سياسة التوزيع في شقها المتعلق بربحية الأسهم و الأرباح الموزعة للأسهم و كذا الأرباح المحتجزة ذات علاقة طردية مع القيمة السوقية للأسهم المصدرة في الشركات المدرجة بالسوق المالي السعودي و المغربي للفترة 2003 - 2011 م ، و هذا ما تؤكد الفرضية الثالثة . غير أن تأثير أدوات سياسة التوزيع كان مختلف من سوق إلى آخر.

التوصيات:

- 1 - على كل شركة القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهمها ، خاصة أثر نصيب الأسهم من الأرباح الموزعة ونصيبها من الأرباح المحتجزة، للوصول إلى سياسة التوزيع المناسبة.
- 2 - إجراء دراسة على أسواق مالية مشابهة لبيان أثر توزيعات الأرباح على قيمها السوقية .
- 3 - إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى وإضافة متغيرات جديدة مع المحافظة على نفس المتغيرات التي اعتمدها الدراسة.
- 4 - على السلطات المختصة عدم السماح للشركات بالمغالاة في احتجاز الأرباح إذا لم توجد مبررات كافية لذلك.

أفاق الدراسة

تفتح نتائج الدراسة الباب على مصراعيه أمام الدارسين في قضايا الإدارة المالية بشكل عام و النظرية المالية بشكل خاص للبحث في العديد من القضايا والإشكاليات التي لم تحظ بالاهتمام الكافي في ثنايا هذا البحث؛ وتبرز هنا إشكالية واضحة وهي هل توجد هناك سياسة توزيع مثلى . وما هي الأهداف التي تحققها وما هي العوامل التي تتحكم فيها .

تم بعون الله وحمده

قائمة المصادر و المراجع:

قائمة المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، 2005.
2. د، مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، دار النشر مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2005
3. د، عبد الهادي محمد السعيد، الإدارة المالية و التمويل، دار، الحامد، عمان، 1999.
4. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1994.
5. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة مدخل اتخاذ القرار، جامعة بيروت، لبنان، 1999.
6. منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
7. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
8. عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرباص، مدخل معاصر في الإدارة المالية،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
9. فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في: مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007.

10. د عبد الحكيم كراجه الإدارة و التحليل المالي دار صفاء للنشر و التوزيع ط،2،
2006

11. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق ،ط2،الدار
الجامعية ،الإسكندرية ،مصر،2000.

12. محمد لطفي فرحات، مبادئ الاقتصاد القياسي، ط1،الدار الجماهيرية،ليبيا،2004.

13. دومنيك سالفدور، الإحصاء والاقتصاد القياسي، ترجمة سعدية حافظ منتصر، ط5 ،
الدار الدولية للاستثمارات الثقافية،القاهرة،2001.

14. رودني رامساران، الانحدار : لماذا يثير هواجس الاقتصاديين، في التمويل والتنمية،
المجلد 43 ،العدد،1،مارس،2006.

المذكرات:

➤ حركاتي نبيل، تحليل هيكل رأس المال و الجدوى من الافتراض في المؤسسات الإنتاجية،رسالة
مقدمة لنيل شهادة الماجستير ،جامعة سطيف ،2004 .

التقارير و الإحصاءات:

- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2005 م
- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2006 م
- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2007 م
- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2008 م
- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2009 م
- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2010 م
- التقرير السنوي لنشاط سوق الأسهم السعودي للعام تداول 2011 م
- التقرير السنوي لنشاط بورصة القيم المنقولة المغربية للعام 2007 م
- التقرير السنوي لنشاط بورصة القيم المنقولة المغربية للعام 2008 م
- التقرير السنوي لنشاط بورصة القيم المنقولة المغربية للعام 2009 م

المراجع باللغة الأجنبية:

المراجع باللغة الفرنسية:

Les livres :

1. JL, Viviani, **Gestion de portefeuille**, 2^{eme} édition, **Dunod**, Paris, 2001.
2. Jean louis Ameton, **L'essentiel à connaitre en gestion Financier**, 3^{em}
 - a. Édition, **Maxima**, paris, 2002.
3. Patrick piget, **Gestion Financier de l'Enterprise**, **Economica**, Paris, 1998.
4. Mondther Bellala , **Finance Modern D'Enterprise**, **Économica**, Paris, 1998.
5. Michel Albouy, **Décision Financiers et création de Valeur**, **Economica**, Paris, 2000.
6. Talaues Teulié ,Patrick Tobsacalian , **Finance** ,3^{eme} édition ,Librainé Vuibert ,Paris,2000.
7. Robert. Goffin, Principe **De La Finance Modern**, 3^{eme} Editons, **Economica**, Paris, 2001.
8. Rachid Bendib, **Econométrie Théorie Et Applications**, **OPU**, Alger, 2001.

Les rapports :

- ↖ Bourse de Casablanca, rapport annule de l'activité ,2003.
- ↖ Bourse de Casablanca, rapport annule de l'activité ,2004.
- ↖ Bourse de Casablanca, rapport annule de l'activité ,2005.
- ↖ Bourse de Casablanca, rapport annule de l'activité ,2006.
- ↖ Bourse de Casablanca, rapport annule de l'activité ,2010.
- ↖ Bourse de Casablanca, rapport annule de l'activité ,2011.

قائمة المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Ivan K Cohen, Focus **Financial Management**, Imperial College Press, Singapore, 2005.
2. ,G , Pinches, **Essential Of Financial Management** 4th Edition Happer Collins Publisher, New York, USA ,1992.
3. Jack Broyles, **Financial Management and Real Options**, John Wiley and Sons, West Sussex, England, 2003.
4. Bodie, Kane, Marcus, **Essentials of Investments**, 5th Edition the McGraw–Hill Companies, 2003.
5. Brealy, Meyers, **Principles of Corporate Finance**, 7th edition The McGraw–Hill Companies, USA, 2003.
6. Glen Arnold, **the handbook of corporate finance**, financial Times Prentice Hall, Pearson Education, Great Britain, 2005.
7. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 10th edition South-Western College Pub, USA, 2003.
8. J, Gitman, **principles of managerial finance**, 10th edition, Addison Wesley, USA, 2003.
9. Ross, Westerfield, Jaffe, **Corporate Finance**, 6th edition, The McGraw–Hill Companies, USA, 2002.
10. Brealey, Myers, Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, Third Edition, the McGraw-Hill Companies, Inc, USA, 2001.
11. Erich a. heifer, **financial analysis: tools and techniques a guide for managers**, The McGraw-Hill Companies, USA, 2001.
12. Hendrik s. Houthakker and peter j. Williamson, **the economics of financial markets**, Oxford university press, inc.USA, 1996.
13. C. Tapiero, **Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods**, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, England, 2004.

14. Frank j. Fabozzi, Sergio M. Focardi, Petter N. Kolm, **financial modeling of the equity market**, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2006.
15. Christine Brentani, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Ltd. Oxford, UK, 2004.
16. Frank J. Travers, **Investment Manager Analysis A Comprehensive Guide to Portfolio Selection, Monitoring, And Optimization**, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.USA, 2004.
17. Christopher Agar, **Capital Investment and Financing**, a Practical Guide to Financial Evaluation, **Elsevier**, 2005.
18. Eugene f, Brigham Michael c, Ehrhardt, **financial management theory and practice**, 12th edition, Thomson learning Inc, USA, 2008.
19. Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson, **Financial Management And Analysis** second edition, john Wiley & sons, inc. Hoboken, new jersey,USA, 2003.
20. Steven, M. Bragg, Business **Ratio and Formulas** ,John Wiley and Sons, New Jersey, USA, 2002.
21. Baruch Englard, M.S., **Schaum's Outline of Theory and Problems of Intermediate Accounting**, Second Edition, McGraw-Hill Companies, Inc, New York, USA, 2007.
22. Steven M. Bragg, **Accounting Reference Desktop**, John Wiley and Sons, New York, USA, 2002.
23. Brealey, Meyers, Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, Third Edition, McGraw-Hill Companies, Inc, USA, 2001.
24. Cheng Few Lee And Alice,c **Encyclopedia of Finance** ,Springer Science Inc, New York, USA, 2006.
25. George M .Frankfurter And Bob G. Wood , James Wansley , **Dividend Policy Theory And Practice** ,Elsevier Science ,USA, 2003.
26. Ivo Welch, **a First Course in Corporate Finance**, Bookc. Tex, USA, 2006.

27. Benjamin, Graham, David. Dodd, **Security Analysis**, McGraw-Hill Companies, Inc, USA, 1934.
- 28.. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill ,USA, 2001.
- 29.H. Kent Baker and Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005.
- 30.Espen Eckbo, **Hand Book of Corporate Finance**, Elsevier, Amsterdam Netherland, 2003.
- 31.Eugene E, Brigham, Michel C, Ehrhardt, **Focused Approach On Corporate Finance**, Thomson, South Western, USA, 2003.
- 32.Brigham and Houston, **Fundamentals of Financial Management**, Harcourt, USA, 2002.
- 33.Jae K. Shim, Joel G. Siegel, **Schaum's Outline Of Financial Management**, Second Edition McGraw-Hill Companies, USA ,1998.
- 34.Franklin Allen And Douglas Gale, **Understanding Financial Crises**, Oxford
a. University Press Inc., New York, 2007.
- 35.Roy E. Bailey, **the Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press New York, USA, 2005.
- 36.Jim Mcmenamin, **Financial Management: An Introduction**, Routledge, London, Uk, 2005.
- 37.John B. Guerard, Jr. Eli Schwartz, **Quantitative Corporate Finance**, Springer Science Business +Media, LLC, New York, USA, 2007.
- 38.John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto, Dennis W. Mcleavey, **analysis of Equity Investments: Valuation**, United Book Press, Inc, USA, 2002.

39. Vishwanath S.R. **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, Response Books, New Delhi, India 2007.
40. Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance: A User's Manual**, Second Edition, John Wiley and Sons, USA, 2004.
41. Andrew M. Chisholm, **an Introduction to Capital Markets**, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, UK, 2002.
42. Frank J. Fabozzi, Pamela Peterson Drake. **Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**, John Wiley & Sons, New Jersey.USA, 2009.
43. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, And Bradford D. Jordan, **essential of Corporate Finance**, 6th Edition McGraw-Hill Companies, New York, USA, 2008.
44. C.Paramasivan, T.Subramanian, **Financial Management**, New Age International (P) Ltd., New Delhi, 2009.
45. Gregor Gossy, **A Stakeholder Rationale For Risk Management**, Gabler Verlag, Springer Science+Business Media, Frankfurt, Germany, 2008.
46. Luis Correia Da Silva, Marc Goergen, Luc Renneboog, **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press Inc., New York, USA, 2004.
47. Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2005.
48. Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2009.

Reviews:

- Annual review, Saudi equity market, 2003.
- Annual review, Saudi equity market, 2003.

المواقع الرسمية للشبكة الانترنت :

- http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/a_miss/mission.htm
- http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm
- http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm
- http://www.casablanca-bourse.com/sum_2002_arabe/pdf
- http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/e_socbrs/f_apsb/apsb.html
- <http://www.mubasher.info/portal/CSE/activeCompanies.html>
- www.tadawul.com.sa
- www.casablanca-bourse.com
- <http://www.cdvm.gov.ma/ar/entreprises-de-marche/bourse-des-valeurs-de-casablanca>
- <http://www.mubasher.info/portal/CSE/activeCompanies.html>

الملاحق:

الملحق رقم 1: بيانات توزيعات الأرباح و القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي " تداول"
خلال الفترة محل الدراسة

المؤشر السنة	الأرباح المحتجزة (مليون ريال سعودي)	الأرباح الموزعة (مليون ريال سعودي)	النتيجة الصافية (مليون ريال سعودي)	القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة (مليار ريال سعودي)
2003	7.64312	11.34873	18.99185	589.93
2004	9.5296	20.94202	30.47162	1148.643
2005	24.11954	32.20022	56.31976	2438.136
2006	38.1174	38.88243	76.99983	1225.86
2007	45.43356	38.418	83.85156	1946.348
2008	49.52873	42.088	91.61673	924.528
2009	-	35.86	19.58423	1195.51
2010	27.43923	45.756	73.19523	1325.392
2011	39.92975	53.551	93.48075	1270.843

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأسهم السعودي تداول

http://www.tadawul.com.sa/static/pages/en/Publication/PDF/Annual_Report_2008_English.pdf

الملحق رقم 2 : بيانات توزيعات الأرباح و القيمة السوقية للسوق الأسهم المغربي خلال الفترة محل الدراسة

المؤشر السنة	الأرباح المحتجزة (مليون درهم مغربي)	الأرباح الموزعة (مليون درهم مغربي)	النتيجة الصافية (مليون درهم مغربي)	القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المصدرة (مليار درهم مغربي)
2003	-	-	14.27581	115.51
2004	12.794815	6.3	19.094815	206.5
2005	28.188168	2.181	30.369168	252.3
2006	51.260768	2.181	53.441768	417.1
2007	139.857731	2.181	142.038731	586.3
2008	86.701205	2.517	89.218205	531.75
2009	39.007052	2.6853	41.692352	508.9
2010	71.836721	2.8531	74.689821	579.02
2011	28.827021	2.8531	31.860121	516.22

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأسهم المغربي .

WWW.

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
03	شكل المؤسسة كفطيرة	01
03	تحصيل المقرضين لمستحقاقهم	02
04	تحصيل المساهمين لمستحقاقهم	03
05	تحصيل المقرضين لمستحقاقهم	04
58	تمثيل بياني لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في قياس تكلفة الأرباح الموزعة	05
93	نسب التوزيع في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا من 1973 إلى 2007 م	06
94	تطور كل من توزيع السهم و كذا ربحية السهم لمؤسسة Nesté	07

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
106	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة : 2001- 2008 م	01
107	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي للفترة : 2001- 2008 م	02
108	تطور رأس المال السوقي في سوق الأسهم السعودي للفترة : 2001- 2008 م	03
117	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء للفترة: 2001- 2008 م	04
118	تطور مؤشر السيولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء للفترة: 2001- 2008 م	05
120	تطور رأس المال السوقي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء للفترة : 2001- 2008م	06
129	التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية لسوق الأسهم السعودي للفترة : 2003- 2011 م	07
131	التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و الأرباح الموزعة للأسهم المصدرة الإجمالية في سوق الأسهم السعودي للفترة : 2003- 2011 م	08
134	التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية وكل من الأرباح الموزعة و الأرباح الاحتجزه للأسهم المصدرة الإجمالية لسوق الأسهم السعودي للفترة : 2003- 2011 م	09
138	التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و ربحية الأسهم المصدرة الإجمالية لسوق الأسهم المغربي للفترة : 2003- 2011 م	10
141	التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية و الأرباح الموزعة للأسهم المصدرة الإجمالية في سوق الأسهم المغربي للفترة : 2003- 2011 م	11
144	التطورات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية وكل من الأرباح الموزعة و الأرباح الاحتجزه للأسهم المصدرة الإجمالية لسوق الأسهم المغربي للفترة : 2003- 2011 م	12

الملخص: إن موضوع سياسة توزيع أرباح المؤسسة قد حير الباحثين لوقت طويل ويعود ذلك إلى النماذج النظرية و التجريبية التي مورست عليه. ومن هنا فهدف هذه الدراسة هو شرح أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي و مقارنتها مع نظيرتها بسوق الأسهم المغربي. من أجل هذا فقد قمنا في بداية الدراسة بتحديد مفاهيم القيمة السوقية للمؤسسة وكل من التدفقات النقدية و طرق تقييم الأسهم. أما في الفصل الثاني فتناولنا معالجة تأثير سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تقديم النماذج التجريبية في ظل النظرية المالية النيوكلاسيكية (M&M) و النظرية المالية الحديثة من خلال نظرية الإشارة و نظرية الوكالة . و أتممنا الدراسة بالتركيز على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل من سوق الأسهم السعودي و سوق الأسهم المغربي ، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من خلال تقارير السوق . و غطت الدراسة الفترة ما بين : 2003 – 2011 م ، و تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط و المتعدد لإختبار فرضيات الدراسة ، ولقد أسفرت هذه الأخيرة على عدة نتائج كان من أهمها ما يلي :

أولاً : الدراسة بينت أن الأرباح الموزعة و الأرباح غير الموزعة لها تأثير ضعيف جداً على القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي ، و أن تأثير الأرباح الموزعة كان أكبر من تأثير الأرباح المحتجزة من حيث التأثير على القيمة السوقية للأسهم المصدرة

ثانياً : الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة تؤثر على القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي المغربي ، لكن تأثير الأرباح الموزعة أقل من تأثير الأرباح المحتجزة من حيث درجة التأثير على القيمة السوقية للأسهم المصدرة .

الكلمات المفتاحية : قيمة المؤسسة ، توزيعات الأرباح ، الأرباح المحتجزة ، سوق الأسهم.

Abstract: The subject of corporate dividend policy has captivated economists for a long time, resulting in intensive theoretical modeling and empirical examination. For that this study aims to explain the effects of dividends on the shares market value of the corporations listed in Saudi Stock Exchange Market and compared them with the corporations listed in morocco Stock Exchange Market. From this context came this study which tried in its beginning to determine the notions of firm market value, cash flow, stock valuation .after that we attempted to treat the impact of dividend policy on market value of the firm, through a presentation of theoretical modeling in neoclassic financial theory such as (M & M) and new financial theory like (agency theory & signaling theory).

To accomplish this study, we rely on the actual market values of the listed shares in Saudi stock exchange Market and morocco stock exchange. The study depended on collecting the data from the reports of the Market, and it covered the period from 2003 to 2011. The study also used the Simple and Multiple Regression in order to test the hypothesis.

The most important results of this study are first, the study explain that the Dividends and retained earnings of all shares have a very week effect on stock market value of the corporation listed in the Saudi stock exchange. In the other hand, we can remark that dividends profits have more impact on the market value than the retained profit. Second, the dividends and retained earnings have influence on the stock market value of corporations listed in morocco Stock Exchange Market, but we can remark that dividends profits have little impact on the market value than the retained profit.

Key words: firm value, dividends, retained earning, stock exchange.