وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعـة حسيبـة بن بوعلي الشلـف

كليـة العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسـم علوم التسيير

أطـروحـة مقدمة لنيل شهادة دكتـوراه

الشعبة :علوم التسيير

التخصص :مالية وبنوك

العنوان

قرارات توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة

– دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (1999-2019)–

من إعـداد

هشام حاج شريف

المناقشة بتاريخ 2023/06/13 من طرف اللجنة المكونة من:

عبد القادر مطاي	أستاذ	جامعة الشلف	رئيس
عبد الغني حريري	أستاذ	جامعة الشلف	مقرر
محمد الأمين بربري	أستاذ	جامعة الشلف	ممتحن
محمد إبراهيم مادي	أستاذ	جامعة خميس مليانة	ممتحن
حمزة غربي	أستاذ	جامعة المسيلة	ممتحن
بولرباح بخاري	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة الشلف	ممتحن

بِسْمِ ٱللَّهِ ٱلرَّحْمَٰنِ ٱلرَّحِيمِ

وَٱلْعَصْرِ ۝ إِنَّ ٱلْإِنسَانَ لَفِي خُسْرٍ ۝

إِلَّا ٱلَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَتَوَاصَوْا

بِالْحَقِّ وَتَوَاصَوْا بِالصَّبْرِ ۝

صَدَقَ اللهُ العَظِيمُ

إهـــداء

الحمد لله والصلاة على أشرف المرسلين نبينا محمد المصطفى وعليه أزكى التسليم أما بعد:

أهدي ثمرة هذا العمل

إلي أغلى ما في الحياة الوالدين العزيزين حفظهما الله ورعاهما

إلى رفيقة الدرب الزوجة الكريمة

إلي إخوتي وأخواتي الأعزاء

إلى كل الأهل والأقارب والأصحاب والأصدقاء والرفقاء

إلى كل أساتذتي ومعلمي

و إلي جميع من يكنون لي المحبة والتقدير.

شكـر وتقدير

الحمد والشكر لله تعالى أولا وأخيرا على نعمة التوفيق،

و سداد الخطى في الطريق .

نتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى كل من ساعدنا في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

و نخص بالذكر الأستاذ المشرف "حريري عبد الغني" الذي لم يبخل علينا بمعارفه وبنصائحه وتوجيهاته القيمة.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى

إطارات وعمال مجمع صيدال

وجميع أساتذة، طلبة الدكتوراه وموظفي جامعة حسيبة بن بوعلي

بالشلف .

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز مدى تأثير قرارات توزيع أرباح مجمع صيدال على القيمة السوقية للسهم خلال الفترة (1999-2019)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

أشارت نتائج اختبار التكامل المشترك وتقدير معامل حد تصحيح الخطأ إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة السوقية لسهم صيدال وقرارات توزيعات الأرباح، فيما تم التوصل كذلك إلى وجود تأثير طردي ومعنوي لقيمة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين الطويل والقصير، وإلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لمعدل عائد توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين الطويل والقصير، فيما أشارت نتائج الدراسة كذلك إلى أنه يوجد تأثير إيجابي لكل من معدل نمو التوزيعات ونسبة التوزيعات في الأجل القصير أما في الأجل الطويل فقد كان التأثير غير معنويا.

Abstract

This study aims to highlight the impact of the Saidal Group's dividend decisions on the market value of the share during the period (1999-2019), using the Autoregressive Distributed Lag model (ARDL).

The results of the cointegration test and the estimation of the error correction coefficient indicated that there is a long-term equilibrium relationship between the market value of Saidal's share and the dividend decisions, while it was also found that there is a positive and significant effect of the value of the dividend on the market value of the share in both the long and short terms, and to There is a negative and significant effect of the dividend yield on the market value of the share in both the long and short terms, while the results of the study also indicated that there is a positive effect for each of the dividend growth rate and the dividend payout ratio in the short term, but in the long term the effect was not significant.

فهرس المحتويات

اهداء

شكر وتقدير

الملخص

فهرس المحتويات I

قائمة الجداول والأشكال والملاحق VI

مقدمة ..... أ

الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح 1

تمهيد : 2

المبحث الأول: قيمة المؤسسة.....3

المطلب الأول: مدخل لقيمة المؤسسة.....3

أولا – مفهوم القيمة 3

ثانيا–مفهوم قيمة المؤسسة 3

ثالثا–أشكال قيمة المؤسسة 4

رابعا–طرق تقيم المؤسسة 5

المطلب الثاني: مقاربات تقييم المؤسسة 6

أولا– مقاربة الذمة المالية.....6

ثانيا– مقاربة التدفقات.....8

ثالثا– مقاربة فائض القيمة 11

رابعا– الطرق المرتكزة على مفهوم خلق القيمة 16

المطلب الثالث: أهداف الإدارة المالية وعلاقتها بقيمة المؤسسة 21

أولا– هدف تعظيم الربح.....21

ثانيا– هدف تعظيم قيمة المؤسسة 24

ثالثا– تحقيق الرفاه الاجتماعي وعلاقته بقيمة المؤسسة 26

المطلب الرابع: تقدير القيمة السوقية لأسهم المؤسسة 30

أولا– دوال القيمة الأربعة.....30

ثانيا– تحليل العاملين المحددين للقيمة السوقية لأسهم المؤسسة 31
المبحث الثاني : قرارات توزيع الأرباح 34
المطلب الأول: مفهوم قرار التوزيع وعلاقته باحتجاز الأرباح 34
أولا– مفهوم قرار توزيع الأرباح 34
ثانيا– علاقة قرارات التوزيع باحتجاز الأرباح 36
ثالثا– أهمية قرار توزيع الأرباح 38
المطلب الثاني: أنواع قرارات التوزيع 39
أولا– التوزيع النقدي Cash Dividend 39
ثانيا– توزيع الأرباح في شكل غير نقدي 41
المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على قرارات التوزيع 45
أولا– الفرص الاستثمارية 45
ثانيا– الضرائب 46
ثالثا – القيود القانونية والتعاقدية 47
رابعا –تكلفة التمويل الخارجي 48
خامسا – عوامل أخرى 49
ملخص الفصل : 51
الفصل الثاني: علاقة قرارات توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة– النظريات، النماذج و الدراسات–..... 52
تمهيد: 53
المبحث الأول: نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي التام 54
المطلب الأول: أولى النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح 54
أولا– نظرية الفائض 54
ثانيا–منظور Graham & Dodd 1951 55
المطلب الثاني : نظرية عدم ملائمة التوزيعات 55
أولا – نموذج Modigliani & Miller 55
ثانيا– نموذج Van Horne1989 58

المطلب الثالث: نظرية ملائمة التوزيعات..... 59
أولا – نموذجLintner 59
ثانيا– نموذجWalter 60
ثالثا– نموذج Gordon 63
المطلب الرابع : النظريات المفسرة لتوزيع الأرباح في ظل المخاطرة 65
أولا– نموذج Gordon "عصفور في اليد"..... 65
ثانيا– نظرية توزيع الأرباح الشخصية..... 67
المبحث الثاني : نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي غير الكامل 68
المطلب الأول : إسقاط فرض عدم وجود الضرائب 68
أولا– نظرية التمييز الضريبي ومفهوم تأثير العميل..... 68
ثانيا– النماذج المعتمدة على الوفورات الضريبية 69
ثالثا– الدراسات المعتمدة على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM..... 72
رابعا– النماذج المعتمدة على تاريخ استحقاق التوزيعات ex–dividend..... 77
المطلب الثاني : إسقاط فرض مجانية التدفقات النقدية 80
أولا– تكاليف الإصدار والمعاملات 80
ثانيا– تكلفة الوكالة 80
ثالثا– نموذج Rozeff 81
رابعا– نموذج La Porta..... 83
المطلب الثالث : عدم تماثل المعلومات 84
أولا– منظور Modigliani & Miller 84
ثانيا– نظرية الإشارة 85
ثالثا– نماذج الإشارة 85
المطلب الرابع : مقاربات أخرى مفسرة لقرارات توزيع الأرباح 88
أولا– التدفقات النقدية المتاحة ودورة حياة المؤسسة 88
ثانيا– نظرية التزود 88

ملخص الفصل : 90

الفصل الثالث : تأثير قرارات توزيع أرباح شركة صيدال على القيمة السوقية للمؤسسة خلال الفترة 91

1999-2019 91

تمهيد : 92

المبحث الأول : تقديم عام لشركة صيدال ولمتغيرات الدراسة 93

المطلب الأول : الشركة محل الدراسة ومصادر جمع البيانات 93

أولا-تعريف شركة صيدال 93

ثانيا- لمحة تاريخية الشركة 93

ثالثا- بطاقة معلومات حول مجمع صيدال 94

ثالثا-مصادر جمع البيانات 95

المطلب الثاني : الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2019) 95

أولا – عرض لأهم المؤشرات المالية السنوية للشركة 95

ثانيا-تشخيص مؤشر المردودية المالية وتحليل مكوناتها باستخدام نموذج Dupont 97

ثالثا-المؤشرات السوقية للشركة 99

المطلب الثالث: الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة 102

أولا-متغيرات الدراسة وكيفية قياسها 102

ثانيا- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة 103

ثالثا – دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة 108

المبحث الثاني : تحليل العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم باستخدام أسلوب ARDL..... 110

المطلب الأول: تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL 110

أولا-دراسة الاستقرارية 110

ثانيا- تحديد فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات محل الدراسة 112

ثالثا- تقدير نموذج (UECM-ARDL) 113

المطلب الثاني : دراسة الأثر في الأجلين القصير والطويل 114

أولا-اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود Bounds Test..... 114

ثانيا– اختبارات السببية..... 115
ثالثا–تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) 118
رابعا–تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل..... 119
المطلب الثالث: اختبار وتقييم نموذج ARDL..... 120
أولا–الاختبارات الإحصائية والقياسية..... 120
ثانيا– تقييم النموذج من الناحية المالية..... 124
ملخص الفصل :..... 129
خاتمة 130
قائمة المراجع.....137
الملاحق 150

قائمة الجداول والأشكال والملاحق

جدول رقم (1-1) : طرق التقييم الرئيسية 5

جدول رقم (3-1) : ملخص لأهم المعلومات حول مجمع صيدال 94

جدول رقم (3-2) : تطور أهم المؤشرات المالية للشركة 96

جدول رقم (3-3) :تطور أهم المؤشرات السوقية لشركة صيدال خلال الفترة (1999-2019)....100

جدول رقم (3-4) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة 109

جدول رقم (3-5) : نتائج اختبار جذر الوحدة 111

جدول رقم (3-6) : توصيفات النموذج لمعيار المعلومات Akaike 113

جدول رقم (3-7) : اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود.....114

جدول رقم (3-8) : نتائج اختبار السببية لـGranger.....115

جدول رقم (3-9) : نتائج اختبار سببية Toda-yamamoto 117

جدول رقم (3-10) : نموذج تصحيح الخطأ (ECM) والعلاقة الطويلة الأجل.....118

جدول رقم (3-11): أدناه معاملات العلاقة الطويلة الأجل 119

جدول رقم (3-12) : الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL.....120

الشكل رقم (1-1): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة..... 33

الشكل رقم (2-1) : التوزيع الأمثل للأرباح لـ Rozeff..... 82

الشكل رقم (3-1): مكونات المردودية المالية وفقا لنموذج Dupont 97

الشكل رقم (3- 2): تطور مؤشر المردودية المالية لشركة صيدال ومكوناتها وفق نموذج Dupont 98

الشكل رقم (3-3):مخطط توضيحي لنموذج الدراسة.....102

الشكل رقم (3-4): التمثيل البياني للقيمة السوقية لسهم صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية.....104

الشكل رقم (3-5): التمثيل البياني لقيمة توزيع الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية 105

الشكل رقم (3-6): التمثيل البياني لمعدل عائد توزيعات الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية 106

الشكل رقم (3- 7): التمثيل البياني لمعدل نمو توزيعات الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية 107

الشكل رقم (3- 8): التمثيل البياني لنسبة توزيعات الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية 108

الشكل رقم (3-9): توصيفات النموذج لمعيار المعلومات Akaike 112

الشكل رقم (3- 10): نتائج اختبار (cusum test) ونتائج اختبار (cusum of squares).122

الشكل رقم (3- 11): القيم الفعلية والمقدرة للقيمة السوقية للسهم 123

الملحق (1): متغيرات الدراسة .....– 151 –

الملحق (2): العلاقة الخطية – مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار المتعدد – .....– 152 –

الملحق (3): استقرارية متغيرات الدراسة .....– 153 –

الملحق (4): توصيفات النموذج لمعيار المعلومات Akaike.....– 154 –

الملحق (4): نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة .....– 157 –

الملحق (6): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود Bounds Test لنموذج –UECM)
ARDL).....– 158 –

الملحق (7): نموذج تصحيح الخطأ (ECM) والعلاقة الطويلة الأجل .....– 159 –

الملحق (6): الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL.....– 160 –

الملحق (7): اختبارات السببية .....– 163 –

مقدمة

أولا- طرح إشكالية الدراسة

تهدف الإدارة المالية في المؤسسة وفقا للنظرية المالية الحديثة إلى تحقيق هدف أساسي وجوهري يتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، أو بتعبير آخر تعظيم قيمة السهم في السوق المالي، حيث تعتبر هذه الأخيرة الأداة التي من خلالها يمكن للمساهمين تقييم كفاءة القرارات المالية المتخذة من طرف الإدارة المالية للمؤسسة، وعليه تتوقف معظم الأنشطة المالية في المؤسسة على هذا الهدف، أي اتخاذ إدارة المؤسسة للقرارات المالية التي تعظم من القيمة السوقية للسهم، إذ يمكن زيادة قيمة المؤسسة إما من خلال قرار الاستثمار الذي ينتج عنه تعظيم التدفقات النقدية الصافية، أو من خلال قرار التمويل الذي ينجم عنه تدنية تكلفة رأس المال، ويصاحب قرار الاستثمار وقرار التمويل نوعا ثالثا من القرارات، يحمل في مضمونه مشكلة مزدوجة ومعقدة وهو قرار توزيع الأرباح، بحيث يهتم هذا القرار بتحديد نسبة الأرباح المثلى التي توزع على المساهمين، من هنا تبرز أهمية موضوع قرار توزيع الأرباح وعلاقته بقيمة المؤسسة، حيث شغل حيزا كبيرا لدى الممارسين والباحثين في حقل الإدارة المالية ولا يزال يثير الجدل حول مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، والذي انقسم إلى تيارين، تيار أول ينفي وجود العلاقة بين قيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، ويتصدره الاقتصاديان Miller & Modigliani، في حين هناك تيار معاكس يقر بوجود العلاقة بينهما، أي أن التوزيعات تؤثر بالزيادة أو بالنقصان في قيمة السهم، مما جعل الاقتصادي الشهير Fischer Black يطلق عليها لغز توزيعات الأرباح The Dividend Puzzle، زيادة عن التنظير المالي للتوزيعات فقد ظهرت عدة دراسات تطبيقية تختبر العلاقة في الواقع مما جعلها من المواضيع المثيرة التي لم يحسم فيها بعد هذا الجدل، ونظرا للأهمية الجوهرية لهذا الموضوع، ارتأينا أن نسقطه على البيئة الجزائرية من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باختيار شركة صيدال محل الدراسة باعتبارها من بين الشركات الرئيسة التي بدأت مع افتتاح بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية بتاريخ 13 سبتمبر 1999، وعلى ضوء الفترة المحددة (1999-2019) سيتم في هذه الدراسة اختبار مدى تأثير قرارات توزيع أرباح شركة صيدال على القيمة السوقية لأسهمها.

بناء على ما سبق تتضح معالم الإشكالية الجوهرية التي نحاول الإجابة عنها من خلال طرح **السؤال الرئيسي** التالي:

- كيف يمكن أن تؤثر قرارات توزيع الأرباح لشركة صيدال على القيمة السوقية لأسهمها خلال الفترة (1999-2019) ؟

و من خلال صياغة السؤال الرئيسي يمكن تجزئته إلى **الأسئلة الفرعية** التالية :

- ما مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم ؟

- كيف يمكن أن تؤثر قيمة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم ؟
- كيف يمكن أن يؤثر معدل عائد توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم ؟
- إلى أي مدى يؤثر معدل نمو التوزيعات على القيمة السوقية للسهم ؟
- هل يوجد تأثير لنسبة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم ؟

ثانيا- فرضيات الدراسة

من أجل الإلمام بمختلف جوانب الدراسة سوف نقوم بالتوصل إلى النتائج وتحليلها من خلال اختبار الفرضيات التالية :

- الفرضية الأولى: توجد علاقة تكامل مشترك بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم.
- الفرضية الثانية: تؤدي كل زيادة في قيمة توزيع الأرباح الى الارتفاع في القيمة السوقية للسهم.
- الفرضية الثالثة: تتأثر القيمة السوقية للسهم بالانخفاض مع كل زيادة في معدل عائد توزيع الأرباح.
- الفرضية الرابعة: يوجد تأثير طردي لمعدل نمو توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لسهم.
- الفرضية الخامسة: يوجد تأثير طردي لنسبة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لسهم.

ثالثا- أهمية الدراسة

تنطلق أهمية الدراسة في كونها تعالج أحد أهم القضايا المهمة في الإدارة المالية لما لقرار توزيع الأرباح من تأثير مباشر على ثروة المساهمين، فضلا عن اهتمام مختلف أطراف أصحاب المصالح الأخرى في المؤسسات بهذا القرار سواء للمقرضين أو المستثمرين في السوق المالي والمساهمين المحتملين، حيث ينعكس هذا القرار على أنشطة الأسواق المالية من بيع أو شراء الأصول المالية وحجم التداول وعلى المستثمرين في متابعة أسعار الأسهم وتقييمها والتي تدفع باتجاه جذبهم للاستثمار مع اختلاف أهدافهم، كما وتنسحب أهمية الدراسة كذلك الى المديرين إذ تمكنهم على فهم كيفية تأثير قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وتسمح لهم من رسم أفضل السياسات المالية لتحقيق أهداف المؤسسة.
كما تكمن أهمية الدراسة أيضا في أنها تعتبر إضافة للدراسات التي تعالج الظواهر المالية للمؤسسات في البيئة الجزائرية حيث تعتبر الشركة المختارة في هذه الدراسة نموذجا للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية لاختبار مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

رابعا– أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات الواردة في الإشكالية واختبار مدى صحة الفرضيات المتبناة كما يلي:

- التعرف على مختلف المفاهيم المتعلقة بكل من قيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح.
- ابراز أهم النظريات و النماذج والدراسات المرتبطة بالعلاقة بين قرارات توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة.
- محاولة بناء نموذج قياسي يبين مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.
- التعرف على مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وذلك من خلال القيام باختبارات التكامل المشترك.
- إبراز كيفية تأثير كل من قيمة توزيع الأرباح ومعدل عائد توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة صيدال في كل من الأجلين الطويل والقصير.
- التعرف على مدى تأثير كل من معدل نمو توزيعات الأرباح ونسبة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة صيدال في كل من الأجلين الطويل والقصير.
- التوصل الى التفسير المناسب لسلوك قرارات توزيع الأرباح لشركة صيدال وانعكاس ذلك على قيمة السهم في السوق المالي مع إمكانية التنبؤ وإيجاد الحلول الملائمة.
- تقديم التوصيات التي يمكن أن تساهم في تصميم السياسات المالية السليمة لدى متخذي القرار في شركة صيدال أو لدى المتعاملين في السوق المالي سواء المساهمين أو المستثمرين أو المشرفين على إدارة البورصة.

خامسا–حدود الدراسة

يقتصر النطاق الموضوعي في التركيز على دراسة قرارات توزيع الأرباح فقط من دون القرارات المالية الأخرى ومدى تأثير ذلك على القيمة السوقية للمؤسسة.

ستقتصر هذه الدراسة على أربعة متغيرات كممثل عن قرارات توزيع الأرباح، وباعتبار أن شركة صيدال لم تقم بتجزئة الأسهم أو بمعكوسها فإن الشكل النقدي للتوزيعات هو الوحيد المستعمل في التعبير عن توزيعات الأرباح لشركة صيدال.

من أجل دراسة تأثير قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة سيتم التعبير كذلك عن المتغير التابع بالقيمة السوقية لسهم صيدال في آخر كل سنة.

تتمثل الحدود المكانية في تحديد الشركة محل الدراسة من بين الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بالجزائر حيث تم اختيار مجمع صيدال كدراسة حالة للموضوع المطروح.

كما ستقتصر الحدود الزمانية للدراسة في معالجة قرارات توزيع الأرباح من سنة 1999 إلى غاية 2019 مع الأخذ بعين الاعتبار بأن التوزيعات توزع خلال السنة التي تليها وبالتالي سيتم افتراض بأن التأثير سيكون على القيم السوقية للسهم في سنة التوزيع وعليه سنعتمد في هذه الدراسة على القيم السوقية لسهم صيدال باحتساب سنة واحدة مضافة على السنة المعنية بالتوزيع.

سادسا- منهجية الدراسة

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والتوصل لنتائج الدراسة وتحليلها، فإنه سيتم استخدام المنهج الاستنباطي باستخدام أداة الوصف خاصة في الفصلين الأول والثاني، وذلك من أجل التعرف على المفاهيم الأساسية لكل من قيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، بالإضافة إلى التعرف على أهم النظريات والدراسات التي عالجت العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

كذلك فإنه في الفصل الثالث سيتم استخدام في هذه الدراسة على المنهج الاستقرائي من أجل اختبار فرضيات الدراسة والإجابة على الإشكالية، وذلك باستخدام أداتي الإحصاء والقياس لنمذجة البيانات ومعالجتها وتحليلها، ولغرض تسهيل استخدام أدوات هذا المنهج فقد تم استعمال البرامج المساعدة (Eviews، EXCEL) حيث تسمح بالتوصل إلى الأهداف المرجوة من الدراسة.

سابعا- الدراسات السابقة

نذكر من بين الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة ما يلي:

1-دراسة (قنون ودادن، 2019)

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016. مجلة الدراسات الإقتصادية الكمية ، 5(1)، 27-38

حاولت هذه الدراسة تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، إضافة إلى تبيان أي أشكال سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، ولذلك تم الاعتماد على عينة مكونة من 26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي خلال الفترة 2013-2016، بالاعتماد على الانحدار الخطي المتعدد والبسيط للكشف عن هذا التأثير، خلُصت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة هما المحددان الأساسيان لأسعار السوقية للأسهم، إذ اعتبرا أن النتائج المتوصل اليها تدعم نظرية عصفور في اليد إضافة الى دعم نظرية الفائض، كما توصلت كذلك الى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية مقارنة بتوزيع الأسهم المجانية،

2-دراسة (قدام وترفاس، 2019)

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA ، مجلة البشائر الاقتصادية، 5(2)، 46-62

قامت هذه الدراسة باختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، حيث تم إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج خط الانحدار المتعدد لبيانات البانل، تضم 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر داوجونز DJIA الأمريكي خلال فترة زمنية ممتدة من 2007 إلى 2017. ومن أجل التعبير عن سياسة توزيع الأرباح فقد تم استخدام كل من متغير ربحية السهم (EPS) ومتغير نصيب السهم من توزيعات الأرباح (DPS)، توصلت الدراسة إلى أن تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح (DPS وEPS) إيجابي وذو معنوية، كما استخدمت الدراسة متغيرات أخرى كمتغيرات ضابطة بحيث توصلت إلى أن كل من الرفع المالي، حجم المؤسسة والربحية العملياتية لهم تأثير إيجابي ذو معنوية على القيمة السوقية للسهم في حين كان للعائد على حقوق الملكية تأثير سلبي ذو معنوية فيما تم التوصل إلى أن متغير نمو الأصول ليس له دلالة إحصائية.

3-دراسة (Narinder & Aakarsh, 2019)

The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market, Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation 15:1-2, 7-15

أجريت هذه الدراسة لتقييم تأثير سياسة توزيعات الأرباح على أسعار السوق لأسهم شركة Nifty 50 شركة المدرجة في البورصة الهند (NSE) للفترة 2008-2017. تم استخدام سعر السهم في نهاية السنة كمتغير تابع، والمتغيرات المستقلة التي تمثل سياسة توزيع الأرباح هي (معدل عائد التوزيعات، نسبة احتجاز الأرباح، مكرر الربحية، قيمة توزيع الأرباح، العائد على الأموال الخاصة، ربح الاستغلال).

تم تحليل البيانات من خلال استخدام نماذج انحدار بيانات البانل المتعددة وهي الانحدار المجمع ونموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي، تم استخدام اختبار Hausman لاقتراح نموذج الانحدار الأنسب. تشير نتيجة اختبار Hausman أن نموذج التأثير العشوائي هو أكثر مناسب في وصف العلاقة بين المتغيرات المعطاة تدعم النتائج نظرية ملائمة التوزيعات وقد توصلت إلى وجود علاقة طردية بين كل من قيمة توزيع الأرباح ومكرر الربحية على أسعار الأسهم، في حين أن معدل عائد توزيعات الأرباح كانت العلاقة عكسية.

4-دراسة (حفصي، 2016)

دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي: حالة سوق دبي المالي في الضرة ما بين 2011- 2014. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية،2 (1)، 39-52.

حاولت هذه الدراسة تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، حيث شملت العينة 30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 2011-2014 موزعة على كافة القطاعات في السوق، تم الاعتماد في هذه الدراسة على نماذج الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط. وتوصلت إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم) وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم.

5-دراسة (Akif Shah & Noreen, 2016)

Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan, International Journal of Economics and Financial Issues, 6 (2), 461-472

سعى هذا البحث إلى معرفة العلاقة بين قيمة السهم وسياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات المدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية (KSE) من القطاعات غير المالية (عينة من 50 شركة) خلال الفترة 2005-2012، تم إجراء تحليلات الانحدار المتعددة من خلال تطبيق نموذج التأثير العشوائي على بيانات البانل، استخدمت طرق المربعات الصغرى المعممة المقدرة لإيجاد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح (نسبة توزيعات الأرباح وعائد توزيعات الأرباح) وقيمة السهم، مع أخذ بعين الاعتبار المتغيرات الضابطة وهي حجم الشركة ونمو الأصول والديون طويلة الأجل وتقلب الأرباح وربحية السهم . وجدت الدراسة علاقة سلبية كبيرة بين قيمة السهم ومتغيرات عائد توزيع الأرباح ونسبة التوزيعات.

6-دراسة (Arslan & Zaman, 2014)

Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial listed Firms of Pakistan. Research Journal of Finance and Accounting. 5(19). 68-74.

حللت هذه الدراسة تأثير عائد توزيعات الأرباح ومكرر الربحية على عوائد الأسهم، بالإضافة إلى تحديد العلاقة بين حجم الشركات وسعر السهم، تم استخدام في الدراسة بيانات 111 شركة غير مالية مدرجة في بورصة الكويت للأعوام من 1998 إلى 2009، وتم استخدام تقنيات الاقتصاد القياسي المتقدمة للتحليل وتحديد العلاقة بين هذه المتغيرات، باستعمال نموذج التأثير الثابت.

كشفت نتائج الدراسة أن مكرر الربحية وحجم الشركة لهما أهمية كبيرة وتأثير إيجابي على أسعار الأسهم، كما وجدت علاقة سالبة معنوية بين معدل عائد التوزيعات وأسعار الأسهم، وتشير النتائج أيضًا إلى أنه يمكن للمستثمرين تطبيق معايير الاستثمار التي تستخدم حجم الشركة ومكرر الربحية غير الاعتيادية من اجل كسب أرباح غير اعتيادية.

7-دراسة (دادن وبديدة، 2012)

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة – حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009 ، 10 (10)، 225-238.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 ببورصة باريس، حيث تناولت الدراسة محوران أساسيان: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم) على قيمة المؤسسة، عن طريق الدراسة الاختبارية، وكذا دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة، من خلال دراسة الحدث. خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة. أما بالنسبة لنتائج دراسة الحدث فقد توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

8-دراسة (Khaled, Chijoke, & Aruoriwo, 2011)

Dividend policy and share price volatility: UK evidence," Journal of Risk Finance, Emerald Group Publishing Limited, 12(1), 57-68

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم في السوق المالي لعينة من الشركات المدرجة في بورصة لندن بالمملكة المتحدة خلال فترة 10 سنوات (1998 حتى 2007)، وقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لاستكشاف الارتباط بين التغيرات في أسعار الأسهم ومعدل توزيع الأرباح للسهم ونسبة توزيعات الأرباح إلى الربح، وقد تم التوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل عائد توزيع الأرباح للسهم وتغيرات أسعار الأسهم، وإلى علاقة سلبية بين نسبة توزيعات الأرباح إلى الربح وتغيرات أسعار الأسهم، بالإضافة إلى ذلك تبين أن متغيرات التحكم، معدل نمو الشركة والدين والحجم والأرباح تفسر تغيرات أسعار الأسهم حيث كان للحجم علاقة سلبية كبيرة بتقلب الأسعار، مما يشير إلى أنه كلما كبرت الشركة، قل تقلب سعر السهم ومن ناحية أخرى أظهر أن الدين علاقة إيجابية كبيرة مع تقلب الأسعار.

ثامنا– مميزات الدراسة

ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة ما يلي :

تقدمنا في هذه الدراسة باختيار البيئة الجزائرية وذلك من أجل الوقوف عن قرب لما يميز البيئة الجزائرية بخصوص دراسة قرارات توزيع الأرباح في شركة مدرجة في بورصة الجزائر.

خلافا عن أغلب الدراسات السابقة التي قامت باستخدام البيانات المقطعية فإن دراستنا محددة باستخدام بيانات مؤسسة واحدة، والتي تجنب مشكلة عدم تماثل الشركات، ومن أجل الوقوف كذلك على مدى تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة السهم، إذ تسمح بدراسة السياسة المالية للشركة.

استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL من أجل دراسة التكامل المشترك والوصول إلى علاقة التأثير.

استخدام المتغيرات المعبرة عن قرارات توزيع الأرباح واستبعاد المتغيرات التي لا تعبر عن قرار توزيع الأرباح.

تاسعا–خطة الدراسة

قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول بما يواءم مع طبيعة الموضوع وبالشكل الذي يؤدي إلى التوصل لأهداف الدراسة، حيث تم تخصيص فصلين للجانب النظري، والفصل الثالث تم تخصيصه للجانب التطبيقي.

تناولنا في الفصل الأول الإطار النظري لقيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح حيث تم تقسيمه إلى مبحثين:

في المبحث الأول تم دراسة قيمة المؤسسة والتي تشمل مدخل لقيمة المؤسسة، المقاربات النظرية لتقييم المؤسسة، أهداف الإدارة المالية وعلاقتها بقيمة المؤسسة، تقدير القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لقرارات توزيع الأرباح والذي يندرج فيه كل من مفهوم قرار التوزيع وعلاقته باحتجاز الأرباح، أنواع قرارات التوزيع والعوامل المؤثرة على قرارات التوزيع.

في الفصل الثاني تناولنا علاقة قيمة المؤسسة بقرارات توزيع الأرباح – النظريات، النماذج والدراسات –، والذي تم تقسيمه إلى مبحثين:

في المبحث الأول تناولنا نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي الكامل والذي يحتوي على أولى النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح، نظرية عدم ملائمة التوزيعات، نظرية ملائمة التوزيعات والنظريات المفسرة لتوزيع الأرباح في ظل حالة المخاطرة .

أما في المبحث الثاني فقد تم تخصيصة لتناول نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي غير الكامل، والذي يشمل كل من إسقاط فرض عدم وجود الضرائب، إسقاط فرض مجانية التدفقات النقدية وعدم تماثل المعلومات، بالإضافة إلى مقاربات أخرى مفسرة لقرارات توزيع الأرباح.

في الفصل الثالث تناولنا الدراسة التطبيقية والمتمثلة في دراسة تأثير قرارات توزيع أرباح شركة صيدال على القيمة السوقية للمؤسسة خلال الفترة (1999-2019)، والذي تم تقسيمه إلى مبحثين:

في المبحث الأول تم التطرق إلى تقديم عام لشركة صيدال ولمتغيرات الدراسة والتي تحتوي على التعريف بشركة صيدال ومصادر جمع البيانات، دراسة الوضعية المالية للشركة والدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة.

في المبحث الثاني تم تناول تقدير وتحليل العلاقة بين قرارات توزيع أرباح شركة صيدال والقيمة السوقية للسهم باستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL والذي يحتوي تقدير النموذج، دراسة الأثر في الأجلين القصير والطويل، اختبار وتقييم النموذج.

الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح

تمهيد :

من أجل الإلمام بمختلف جوانب هذه الدراسة ارتأينا في هذا الفصل التطرق إلى قيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، إذ تمثل قيمة المؤسسة أداة تقييم أساسية لمدى فاعلية وكفاءة الإدارة المالية بالنسبة إلى المساهمين باعتبارهم ملاك المؤسسة، وبذلك يتحدد هدف الإدارة المالية في تعظيم قيمة المؤسسة، حيث ينعكس هذا الهدف على المساهمين بتعظيم ثروتهم ورضاهم عن القرارات المالية المتخذة من طرف الإدارة المالية، ومن بين القرارات المالية الهامة نجد قرارات توزيع الأرباح، حيث تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة نتيجة ارتباطها لكل من القرارات المالية الأخرى الاستثمارية والتمويلية إذ تهتم هذه القرارات بتحديد نسبة الأرباح التي توزع على المساهمين وتوقيت توزيعها.

انطلاقا مما سبق سيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: قيمة المؤسسة

المبحث الثاني : قرارات توزيع الأرباح

المبحث الأول: قيمة المؤسسة

تزخر أغلب الأبحاث في مجال علم الإدارة المالية الحديث، بمصطلحي القيمة والمؤسسة فهما مصطلحان متلازمان بالنظر على أهمية الأول واقترانه بالثاني أو العكس، لذا فمن الأهمية بمكان أن يتم التطرق إلى مختلف المفاهيم ذات العلاقة بقيمة المؤسسة، حيث لا يزال هذا المفهوم محل اهتمام العديد من خبراء التقييم والباحثين في مجال الإدارة المالية، باعتبار أن أغلب القرارات المالية تبنى على أساس قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مدخل لقيمة المؤسسة

يعتبر فهم مكانيزمات تقييم المؤسسة شرط لا غنى عنه في مجال مالية المؤسسة، وهذا بسبب أهمية التقييم في معظم عمليات التنازل، البيع، الاستحواذ، الاندماج أو إدراج مؤسسة في السوق المالي، ولكن ليس هذا فقط بل أيضًا لأن عملية تقييم المؤسسة تساعد في تحديد مصادر خلق القيمة في المؤسسة.

أولا – مفهوم القيمة

يشير **مفهوم القيمة** إلى تحديد ثمن أصل المقيم، (مؤسسة، ورقة مالية،....) وفقا لقواعد السوق، ولكن الظروف تستدعي اللجوء إلى آليات أخرى من غير آليات قوى العرض والطلب، مما يجعل الأصل محل التقييم تتباين قيمته وفق منظور معين، أو منهج متبع، حسب تدعيه الحاجة (دادن & الغني، 2013، 131)، بصفة عامة يمكن **تعريف التقييم** على أنه الجهد المبذول لأجل قياس النتائج الأسهم أو لتحديد قيمة سلعة معينة، كما يمكن **تعريفه** على أنه الوصول إلى تقدير منطقة التفاوض بين المشتري والبائع وتحديد السعر (خيري، 2019، 6)، **فالقيمة** تنتج عن جهد خبير معين، فهي رأي فني مجرد خلافا عن **السعر** الذي يعبر عن المبلغ المدفوع عند إبرام الصفقة، أي أن القيمة لا تتحول إلى سعر إلا بعد عملية التبادل (سويسي & هواري، 2008، 38).

ثانيا–مفهوم قيمة المؤسسة

باعتبار أن الهدف من عملية تقييم المؤسسة هو معرفة القيمة الحالية لصافي الأموال الخاصة، وبالتالي **فتقييم المؤسسة** هو عملية حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن إتباعها لتقدير تلك القيمة، وبذلك فإن **تقييم المؤسسة** هو تقييم أموالها الخاصة والتي تساوي الفرق بين قيمة الأصول وقيمة المديونية الصافية (بلخير، 2010، 14).

يمكن تلخيص **قيمة المؤسسة** من المنظور المالي في أنه يتمثل في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي يخلص إليه خبير متخصص، هذا المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها (الهدف من وراء التقييم)، والذي يعكس القيمة المكافئة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط (سويسي & هواري، 2008، 37).

ثالثا-أشكال قيمة المؤسسة

يكتسي مفهوم القيمة عدة **أشكال** يمكن ذكرها فيما يلي(بلخير، 2010، 14-16) :

1- **قيمة الحيازة** : وتعني تكلفة اقتناء استثمار معين ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية.
2- **القيمة الإجمالية** : وهي القيمة التي يظهر بها الأصول في الميزانية قبل تخصيص الاهتلاكات والمؤونات.
3- **القيمة الصافية** : وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية بعد طرح حصص الاهتلاكات ومختف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل.
4- **القيمة المتبقية** : هو ذلك المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصول في نهاية مدة منفعتها نظرا لعدم جدوى استمرار النشاط العادي للمؤسسة وذلك بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند البيع.
5- **القيمة الجديدة** : تمثل النفقات الضرورية لاستبدال أصل معين بأصل مكافئ له جديد.
6- **قيمة السوق** : يعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب .
7- **القيمة العادلة** : المبلغ الذي يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية .
8- **القيمة الاستعمالية** : تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء، فهي تتعلق خصوصا بمعدات الاستغلال، والأساس الذي ترتكز عليه هذه القيمة هو المنفعة.
9- **قيمة المنفعة** : تمثل القيمة الحالية لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر لأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها .
10- **القيمة القابلة للتحصيل:** تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية .

11- **قيمة التصفية:** هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدا وبالحالة التي هي عليها حيث تنطلق من فكرة توقف جزئي أو كلي لنشاط المؤسسة ويمكننا اعتبارها اقل قيمة ممكنة للمؤسسة .

12- **القيمة المصفاة :** تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة من صعوبات في الأداء (تحقيق خسائر مستمرة) فتقوم بتصفية بعض أصولها كحل، حتى تتمكن من متابعة النشاط على الأقل لفترة معينة.

رابعا–طرق تقيم المؤسسة

بالنظر إلى تعدد المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة فإنه يقع على عاتق المقيم الوصول إلى القيمة العادلة – الحقيقية – التي ترضي مختلف الأطراف المعنية بها (المشتري، البائع، المستثمرين الحاليين والمحتملين، المديرين)، لذا فعليه أن يستند إلى أحد طرق التقييم الرئيسية على حسب الهدف المراد منه التقييم.

يمكن تصنيف طرق تقييم المؤسسة في مجموعات كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (1-1) : طرق التقييم الرئيسية

الذمة المالية	الربح	خصم التدفقات النقدية	فائض القيمة	خلق القيمة
– الأصل الصافي – الأصل الصافي المصحح – قيمة التصفية القيمة الجوهرية	– نسبة سعر السهم على الربح PER – المبيعات	– التدفق النقدي المتاح – القدرة على التمويل الذاتي – القيمة الحالية المعدلة – سيولة حقوق الملكية	– طريقة كلاسيكية – الاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبي – الربح المختصر – أخرى	– القيمة الاقتصادية المضافة – الربح الاقتصادي – القيمة النقدية المضافة – عائد التدفق النقدي على الاستثمار

المصدر: (Pablo Fernández, 2007, 1)

سوف نبين في المطلب الثاني بالتفصيل طرق التقييم الرئيسية وفق كل مقاربة.

المطلب الثاني: مقاربات تقييم المؤسسة

تهدف عملية تقييم المؤسسة إلى معرفة القيمة الحالية لصافي الأموال الخاصة للمؤسسة، وقد يكون من اللازم تقييم المؤسسة من قبل متخصصين كما في حالة إدراج مؤسسة في البورصة، وذلك من أجل تحديد علاوة الإصدار التي يتم إضافتها للقيمة الاسمية للسهم، ويتم التقييم أيضا لأغراض عمليات الاندماج، التنازل أو بيع أحد الشركاء عن حصته في المؤسسة لشركاء آخرين، ومن أجل معرفة قيمة المؤسسة فلابد من أن ترتكز وفق أساس معين في تقييمها، فهناك طرق تعتمد على مقاربة الذمة المالية، وهناك طرق تعتمد على مقاربة التدفقات وطرق أخرى تعتمد على مفاهيم فائض القيمة وخلق القيمة.

أولا- مقاربة الذمة المالية

تعتمد هذه المقاربة بشكل أساسي على مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، خاصة الميزانية حيث تبين موارد المؤسسة من جهة، واستخداماتها من جهة ثانية خلال فترة حياتها فهي بمثابة المرآة العاكسة لوضعيتها المالية، ويكون الغرض من طرق التقييم المعتمدة على الذمة المالية هو إعطاء المؤسسة قيمة إجمالية منطلقة من منظور الاستمرار في الاستغلال، إضافة إلى ذلك تتميز هذه الطرق بالسهولة والواقعية النسبية لاعتمادها على معطيات فعلية (بوخدوني،2011،27)، وتضم مقاربة الذمة المالية مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية.

1 - طريقة الأصل الصافي

القيمة الدفترية للمؤسسة، أو صافي القيمة، هي قيمة حقوق المساهمين الواردة في الميزانية (رأس المال والاحتياطيات). وتعبر أيضًا عن الفرق بين إجمالي الأصول والخصوم، أي فائض إجمالي أصول المؤسسة على إجمالي ديونها (Pablo. Fernández, 2002, 24).

ويتم تحديد قيمة المؤسسة محاسبيا وفق مقاربة الذمة المالية، التي يمكن صياغتها كالآتي:

صافي الأصول = إجمالي الأصول - الديون

2 - طريقة الأصل الصافي المصحح

غالبا ما تكون القيم التي تظهرها الميزانية بعيدة عن القيم الحقيقية، وهذا ما يدعو إلى ضرورة إعادة التقييم وذلك بسبب مجموعة من الاعتبارات محاسبية، ضريبية وتاريخية - والتي تنشأ من الانخفاض النقدي، بسبب سياسة الإهتلاك، تغير الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية المتبعة- من أجل

الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة، حيث تقوم هذه الطريقة على تقييم منفصل لمختلف عناصر أصول وخصوم المؤسسة، ليتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة، فطريقة الأصل الصافي المصحح تأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى صورة أكثر صدقا للحقيقة الاقتصادية لميزانية المؤسسة، فالأصل الصافي المصحح يمثل قياس لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، حيث تفترض استمرارية النشاط، فالذمة المالية الضرورية للمؤسسة، تقيم على أساس قيمة الاستعمال أما بالنسبة للعناصر غير الضرورية للاستغلال فتقيم بالقيمة السوقية (مخفضين منها مصاريف البيع) وتستثنى أيضا بعض العناصر المعنوية غير القابلة لتقييم خاص (كشهرة المحل لمؤسسة مبتلعة، تكلفة الحيازة لبراءات اختراع استغلت)، كما نضيف بالمقابل الآلات والمعدات المحازة عن طريق قرض الإيجار (بلخير، 2010، 50-53).

وبالتالي يمكن صياغة الأصل الصافي المصحح كالآتي:

الأصل الصافي المصحح = الأصل المصحح – الخصم المستحق المصحح

3- القيمة الجوهرية

طريقة القيمة الجوهرية هي مقاربة أكثر اقتصادية لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، حيث يمكن تعريف القيمة الجوهرية بأنها قيمة الأصول الاستغلالية للمؤسسة مقيمة بتكلفة الاستبدال من منظور استمرارية النشاط، إذ لا يؤخذ وفقا لهذه الطريقة إلا الأصول التي تستعمل في النشاط الاستغلالي وتولد المنافع المرتبطة به، أما الأصول التي تتملكها المؤسسة ولا تستعمل في نشاطها الاستغلالي (الأصول خارج الاستغلال) فتستبعد من الحساب، كأصول التوظيف، يمكننا حساب القيمة الجوهرية الإجمالية للمؤسسة وفق العلاقة التالية(بن بلقاسم، 2008، 140-141):

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة+ مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة+ الأملاك المستأجرة (بقيمتها الإستعمالية)- العناصر خارج الاستغلال.

نلاحظ من المعادلة أعلاه أن الأصول المستغلة بعقود من نوع تمويل-إيجار تدخل ضمن القيمة الجوهرية مادامت تولد منافع مرتبطة بالاستغلال حتى وان لم تكن مملوكة للمؤسسة.

4- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، إذ يتلخص فحواها في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في

دورتي الاستثمار والاستغلال، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة كل من الاستثمارات في رأس المال العامل، وعليه يمكن كتابتها على الشكل الآتي(سويسي & هواري، 2008، 87):

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

من خلال مقاربة الذمة المالية يتم تسجيل قيمة أصول الميزانية المحاسبية بتكلفتها التاريخية مما يجعلها أقل تعبيرا عن واقع المؤسسة ولا تعكس تماما وضعيتها الحقيقية بسبب التضخم والتغيرات في الوحدة النقدية والاهتلاك المحاسبي المبني على اعتبارات ضريبية (بوخدوني،2011،27).

وجهت لمقاربة الذمة المالية بمختلف طرقها عدة انتقادات يمكن إيجازها في النقاط الآتية (بكاري،2005،3):

– الاعتماد على جوانب الذاتية أثناء عملية إعادة التقييم والتصحيح لعناصر الأصول والخصوم

– تتجاهل هذه المقاربة بعض الاستثمارات المعنوية كالزبائن، السمعة التجارية، العناصر التي ليست لها قيمة مستقلة أو منفصلة، فلا تظهرها في الميزانية ومن ثم فلا يوجد سعر يمكن ملاحظته.

– عدم مراعاتها القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة وهذا ما يهم المساهمين المحتملين.

ويبقى أهم انتقاد موجه لمقاربة الذمة المالية، بأنها تنطلق في حسابها لقيمة مؤسسة من منظور سكوني فتعطي وضعية المؤسسة في فترة معينة، دون قياس مستوى المردودية المستقبلية للمؤسسة وعليه فقد تم إيجاد مقاربة أخرى للتقييم مبنية على أساس المردودية، التي تنطلق من مبدأ أن قيمة أي مؤسسة هو بدلالة الأرباح المستقبلية التي تحققها.

ثانيا– مقاربة التدفقات

تتجاهل مقاربة الذمة المالية القدرة الربحية للمؤسسة المتوقعة في المستقبل، ومن ثم يكون هناك أحيانا تقدير أقل للمؤسسة، في حين أن مقاربة التدفقات تعتمد على مخرجات القوائم المحاسبية، بالإضافة إلى نتائج عملية التشخيص التي تفيدنا في معرفة الطاقات الكامنة للمؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق أرباح في المستقبل.

فطرق التقييم المعتمدة على مقاربة التدفقات هي تطبيق للنظرية المالية التي تقيم الأصول المعنية بالقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المعطاة تبعا لهذه المقاربة هي باستخدام توقعات المستقبلية المترجمة بتدفقات سيتم تحقيقها في المستقبل (بلخير، 2012، 239).

و تضم مقاربة التدفقات مجموعتين من الطرق الآتية:

1- الطرق المرتكزة على مقاربة الربح

حيث يمكن أن نجد ضمن هذا المنظور القيم الآتية:

1-1- قيمة المردودية

تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة مؤسسة على القيمة الحالية لمتوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالا من طرف خبراء التقييم وتكتب معادلتها الأساسية وفق العلاقة الآتية (سويسي & هواري، 2008، 89) :

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{B}{(1+K)^t}$$

حيث أن:

V : تمثل قيمة المؤسسة.

B : متوسط الربح المتوقع.

n : عدد السنوات، وK يمثل معدل الاستحداث.

1-2- التقييم بواسطة مكرر الربحية

تستعمل هذه العلاقة بشكل شائع لدى المستثمرين في البورصة من أجل تقييم المؤسسات وهو يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية (بن ثابت، 2014، 34):

$$V = \frac{P}{E} \times B$$

حيث أن :

V : يمثل قيمة المؤسسة.

P/E : معامل مكرر الربحية وهو نسبة سعر السهم / الربح المأخوذ من السوق المالي.

B : يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة.

وإذا ما توصلنا لنسبة سعر السهم إلى ربحية المؤسسة، وقمنا بضرب تلك النسبة في صافي الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة المثيلة المطلوب تقدير قيمتها، فإننا نحصل على تقدير للقيمة السوقية للأموال الخاصة (م. إ. هندي، 1998، 508).

2-الطرق المرتكزة على مقاربة التدفق النقدي

يتمثل مفهوم التدفق النقدي في الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة خلال فترة زمنية معينة.

2-1 التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي

يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة، وعليه تصبح المعادلة بالشكل الآتي(بوشوشة،2016، 164):

$$V = \mathrm{CAF} \times \mathrm{I}$$

حيث أن :

V :يمثل قيمة المؤسسة.

CAF: يمثل القدرة على التمويل الذاتي. وتساوي القدرة على التمويل الذاتي =الربح الصافي + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

I : المضاعف.

وباستبدال قيمة القدرة على التمويل الذاتي مكان الربح في العلاقة التي تحسب بها قيمة المردودية، فإن قيمة المؤسسة وفق قيمة القدرة على التمويل الذاتي تحسب بالعلاقة التالية :

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{\mathrm{CAF_t}}{(1+\mathrm{K})^t}$$

يتبين أن قيمة المؤسسة تمثل القيمة الحالية لمجموع قدرة التمويل الذاتي المستحدثة بمعدل استحداث K، فهي توضح لنا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

2-2 التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح

هذه الطريقة تقيم المؤسسة انطلاقا من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية المتوقعة خلال فترة معينة، والتي نقوم باستحداثها بالإضافة إلى استحداث القيمة الباقية للمؤسسة حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي (بن ثابت، 2014، 32-33):

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{DCF_t + VR}{(1+K)^t}$$

حيث أن :

V :تمثل قيمة المؤسسة.

DCF_t :التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة i

K :معدل الاستحداث.

n :عدد السنوات المأخوذة للتقدير.

VR :القيمة الباقية للمؤسسة.

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية والصافية من الضرائب+ مخصصات الاهتلاكات+أو- التغير في احتياج رأس المال العامل+التنازل عن الأصول – حيازة الاستثمارات.

ثالثا- مقاربة فائض القيمة

تقوم هذه المقاربة على قياس المزايا المعنوية – سمعة المؤسسة، كفاءة العمال، الربح المتوقع،... – التي هي بحوزة المؤسسة حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح (بلخير & هواري،2006، 105)، فالمؤسسة التي تملك أكبر حصة سوقية، تفوق تكنولوجي، مهارة أو أي معرفة نادرة تكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها النظرية (الحاج، 2008، 200)، ففائض القيمة Good Will عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية، وذلك من خلال تقدير القيمة الحالية للأصول القائمة إضافة إلى فائض القيمة، ويتم ذلك في إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لأصول المؤسسة، ثم يطرح منها القيمة الحالية لما عليها من التزامات، حيث يمثل الناتج القيمة السوقية للأموال الخاصة فيما لو كانت أسهم المؤسسة مطروحة للتداول (م. إ. هندي، 1998، 515).

يمكن تقييم المؤسسة انطلاقا من فائض القيمة، وفق عدة طرق والتي تنقسم إلى صنفين، طرق مباشرة وطرق غير مباشرة.

1- الطرق المباشرة

أشهر الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة هي الطريقة الأنجلوساكسونية وطريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين وطريقة الربح المختصر.

1-1-طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين

قيمة المؤسسة تساوي (بن ثابت، 2014، 35) :

$$V = \mathrm{ANC} + \sum_{t=1}^{n} \frac{B_t - i \times \mathrm{ANC}}{(1+K)^t} = \mathrm{ANC} + \mathrm{GW}$$

حيث:

ANC: الأصل الصافي المصحح.

GW: قيمة الشهرة(فائض القيمة) .

B_t: الربح في السنة t.

n: عدد السنوات المقدرة لتحقيق الشهرة.

i: سعر الفائدة.

K : معدل الاستحداث.

ANC×i: تمثل المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة، وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي B نحصل على ريع فائض القيمة.

1-2-الطريقة الأنجلوساكسونية

يطلق على هذه الطريقة أيضا بطريقة المردودية المباشرة حيث قيمة المؤسسة تساوي (بوشوشة، 2016، 167):

أ-الطريقة الإجمالية

$$V = ANC + 1/K(CB - i) .VS$$

$$GW = 1/K (CB - i) .VS$$

ب-الطريقة الصافية

$$V = ANC + 1/K (B - i) .ANC$$

$$GW = 1/K (B - i) .ANC$$

حيث أن :

V :تمثل قيمة المؤسسة.

ANC :تمثل الأصل الصافي المصحح.

K : معدل الاستحداث بخطر : مضاف إليه علاوة خطر.

CB :تمثل القدرة الربحية.

i :تمثل سعر الفائدة.

VS :تمثل القيمة الجوهرية.

B :تمثل الربح المصحح.

إن القيمة i.ANC تمثل المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة عادية وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي(B) نحصل على فائض القيمة.

1-3-طريقة الربح المختصر

تسمى أيضا طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين المبسطة (UECS)، حيث يمثل فائض القيمة Good Will الفرق في المردودية المتمثل في ريع فائض القيمة هو الربح السنوي المقدم من العناصر المعنوية المتمثلة في علامتها، سمعتها، درايتها الفنية، كفاءتها الخاصة لمستخدميها أو لكل العوامل الأخرى التي تمنح المؤسسة ميزة تنافسية، بحيث الريع يساوي إلى الفرق بين النتيجة الحقيقية (الحالية أو

التقديرية) للمؤسسة ونتيجة نظرية، كما نستطيع استخلاص قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كما يلي (بلخير،2010، 124-125):

أ-الطريقة الإجمالية

$$V = (VSB - D) + a_n(CB - i .VSB)$$

$$GW = a_n(CB - i .VSB)$$

ب-الطريقة الصافية

$$V = ANC + a_n(B - i .ANC)$$

$$GW = a_n(B - i.ANC)$$

حيث أن :

$$a_n = \frac{1-(1+K)^{-n}}{t}$$

a_n :

و تمثل القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية، وتحسب بمعدل استحداث K وبمدة n.

V :تمثل قيمة المؤسسة.

ANC :تمثل الأصل الصافي المصحح.

D: الديون

CB :تمثل القدرة على الربحية.

i :تمثل سعر الفائدة.

VSB :تمثل القيمة الجوهرية الإجمالية.

B :تمثل الربح المصحح.

GW :فائض القيمة.

بالنسبة للفترة n نجد بأن أصحاب هذه الطريقة عموما يأخذون فترة تتراوح بين ثلاث سنوات ونصف إلى ثماني سنوات، أما فيما يخص الربح B فيمكن أن يكون الربح المصحح لآخر سنة معروف أو توقع للسنة الجارية، وعموما فإن الخبراء يوصون بأخذ الربح المستقبلي بتخفيض نسبة قدرها 30%.

2 – الطرق غير المباشرة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار والتي تسمى أيضا طريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة باعتباره فائض يمثل فرقا بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية حيث تحتسب هاتين القيمتين انطلاقا من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANC، أو القيمة الجوهرية الإجمالية VSB) والقيمة الناتجة عن منظور توقعات العائد (قيمة المردودية)، ويحسب وفق العلاقة الآتية (سويسي & هواري، 2008، 99– 100):

2–1–الطريقة الصافية

$$V = ANC + \frac{1}{2i}(B - i.ANC) = ANC + GW$$

حيث :

V : القيمة الإجمالية للمؤسسة

ANC : الأصل الصافي المحاسبي المصحح

GW : فائض القيمة

i : سعر الفائدة

2–2–**الطريقة الإجمالية**

$$V = \frac{1}{2}VSB + (\frac{CB}{i} - AHE - D)$$

$$GW = \frac{1}{2i}VSB + (CB - i.VSB)$$

حيث أن :

VSB :تمثل القيمة الجوهرية.

CB :تمثل القدرة على الربحية.

i :تمثل معدل الفائدة.

AHE :تمثل عناصر خارج الاستغلال.

D :يمثل الديون.

رابعا- الطرق المرتكزة على مفهوم خلق القيمة

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة عند الأكاديميين، وفي مراكز القيادة داخل المؤسسات الاقتصادية، فالإدارة بخلق القيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الرائدة، وعليه فإنه من ضروري توضيح مفهوم مصطلح خلق القيمة والذي كثيرا ما يتردد في الأدبيات المتعلقة بالإدارة المالية.

1- مرجعية خلق القيمة في النظرية المالية

يقصد بمصطلح خلق القيمة la Création de la Valeur خلق قيمة للسهم، فقد ارتبط مفهوم خلق القيمة أساسا بسوق المال والمؤسسات مفتوحة رأس المال، وعليه تم قياس مستوى خلق القيمة بمدى تعظيم ثروة المساهمين وذلك اعتمادا على تقييم أرباح الأسهم (بن ساسي، 2005، 343)، وانطلاقا من ذلك فهذا المفهوم يكرس وضع المساهم في خدمة إستراتيجية المؤسسة.

ولا يعتبر مفهوم خلق القيمة حديثا، فقد اهتم الاقتصاديون الأوائل والدارسون لمفهوم القيمة بمعدل الفائدة على التدفقات النقدية (سعيد & سمير، 06،2009)، حيث يرجع الفضل للاقتصادي J.B.Willams عقب تعريفه في سنة 1938 للمفهوم المالي للقيمة الذي أصبح أساس النظرية المالية، إذ حسبه تتمثل قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له، وترتكز فكرة هذا المفهوم على أعمال الاقتصادي I.Fisher الذي وضع في سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية (هـ. سويسي، 2007، 112).

ويرجع مفهوم خلق القيمة أيضا إلى Alfred Marshall سنة 1890،حيث تناوله تحت اسم الربح الاقتصادي ويعرفه بأنه "رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال "، كما يعرفه بأنه "الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد حسم مكافأة رأس المال"، أما Donalson Brown فقد تناول المفهوم في مقال كتبه سنة 1924 حول General Motors بقوله " إن هدف الادارة ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس المال، ولكن أكثر من ذلك ضمان

أن كل نمو في النشاط يحقق ربح على الأقل مساوي لتكلفة رأس المال الإضافي المطلوب (سعيد & سمير، 2009، 08-09).

2 -أسس خلق القيمة

يمكن حصر أهم أسس خلق القيمة إجمالا في ثلاث عناصر هي (سعيد & سمير،2009،10-11):

2-1-**المؤسسة وهدف تعظيم ثروة المساهمين** : النموذج الذي يعتقد أنه يخلق القيمة هو عبارة عن حصيلة لمدخل تعاقدي بين المديرين والمساهمين، والذي يهتم بثروة المؤسسة الاقتصادية، حيث يسهل على المساهمين اختيار المديرين أو الوفد القائم على إدارة الأموال، كما يسهل عملية إعداد التقارير حول الأجراء وكذا المناولين (sous-traitance) مع المؤسسة وأيضا المتعاقدين الآخرين وأصحاب المصالح أو الشركاء، كما أن هذا النموذج يسمح بمقارنة هذه التقارير مع نشاط الغير بهدف خلق قيمة للمساهم.

2-2-خلق القيمة ورأس المال : تكلفة رأس المال في ظل توجه خلق القيمة ليست هي تكلفة الديون فقط، لأن الأموال الخاصة ليست مورد عديم التكلفة، باعتبار السهم أصل ذو خطر وحامله يطلب معدل عائد مرتفع فإن لم تسدد علاوة وحقوق أصحاب رأس المال بشكل مناسب وملائم، فإن سلوكهم في السوق يتضح من خلال توجههم إلى قطاع آخر قادر على تقديم عوائد أعلى.

لهذه الأسباب فإن تكلفة رأس المال لا تتحدد من قبل إدارة المؤسسة التي تتولى عملية دفع الأرباح، فهذه النظرة تقليدية ونلمسها في نماذج تقييم الأسهم، حيث أنها ترتكز على القيمة الحالية للأرباح، غير أن هناك تكلفة الفرصة البديلة للتوظيف في نفس مستوى الخطر المرتبط بالمؤسسة وكذلك ظروف السوق، وأيضا عند نفس مستوى المردودية الكلية للأسهم المتمثلة في الأرباح وفائض القيمة الرأسمالية القطاعي أو في السوق، بمعنى آخر تكلفة الفرصة البديلة تعتبر كمحدد لعوائد ومعدلات مردودية أصول المؤسسة للمساهمين في السوق وليس العكس.

2-3-مستوى العائد : المؤسسة التي لا تعمل عند مستوى عائد إما أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة (الديون +الأموال الخاصة) أو على الأقل مساوي لها، فلا جدوى من البحث عن الاستثمار والتنويع.

3- مقاييس خلق القيمة

هناك العديد من المؤشرات المالية التي لها دور كبير في التعبير عن قدرة المؤسسة على خلق القيمة، سنحاول التطرق إلى بعض الأساليب المساعدة في تشخيص وضعية المؤسسة، وذلك باستعمال مؤشرات الأداء من منظور خلق القيمة.

3-1 –معدل العائد على الاستثمار

يشكل معدل العائد على الاستثمارROI علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة (هـ. سويسي، 2009، 56)، وتحسب في شكل صافي الربح بعد الضريبة مقسوما على مجموع الأصول المتاحة، ويستخدم كمقياس للحكم على كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول المتاحة (م. ا. هندي، 2003، 124)، وتحسب بالعلاقة التالية :

معدل العائد على الاستثمار= (صافي الأرباح بعد الضريبة)/(مجموع الأموال المستثمرة)

فما يهم المستثمر في الأسهم أي مؤسسة، هو مقدار خلق الثروة التي يحصل عليها مقابل استثماره في الأسهم، وتأتي هذه الثروة من عائد على الاستثمار الذي يتكون من الأرباح التي توزعها المؤسسة من التغير في سعر السهم في السوق، ومن ثم على المديرين قبل اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار تحديد ما إذا كانت هذه الأخيرة ترفع في قيمة المؤسسة وبالتالي ثروة المساهمين أم لا، والاستثمار لا يقبل إلا إذا كان يتوقع قدرته على خلق القيمة تساوي على الأقل قيمته الأولية (سعيد & سمير، 2009، 15)

3-2–نسبة Q لـ James Tobin

من بين المؤشرات التي تهتم مباشرة بالقيمة السوقية وتقارنها مع القيمة المحاسبية لإبراز خلق القيمة التي تكون في السوق، أو التي تتحقق في السوق باستعمال نسبة Q لـ **James Tobin** وتعطى بالعلاقة التالية (الهواري & حميدة، 2017، 806) :

$$Q = \frac{\text{VME}}{\text{VRA}}$$

حيث :

VME: القيمة السوقية للمؤسسة

VRA: قيمة استبدال الأصول

إذا كان Q>1 معناه المؤسسة استطاعت خلق قيمة لأن القيمة الحالية للمداخيل التي يتوقع الحصول عليها مستقبلا أعلى من القيمة المحاسبية للأصول، وهذا يشير إلى أن المستثمرين لديهم نظرة ايجابية حول فرص نمو المؤسسة وعلى المؤسسة تنفيذ إستراتيجية النمو.

3-3 –نسبة M(P/B)

هذه النسبة تقارن القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية وتحسب بالعلاقة التالية (زغيب، 2009، 12):

$$Q=P/B$$

حيث :

P: القيمة السوقية للأسهم

B: القيمة المحاسبية للأموال الخاصة

إذا كان M>1 هناك خلق قيمة متوقع

3-4-القيمة الاقتصادية المضافة EVA

تتمثل القيمة الاقتصادية المضافة أكثر مداخل قياس خلق القيمة استخداما وشيوعا، وتوضح المعادلة التالية كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة (عبدالله، 2000، 107):

القيمة الاقتصادية المضافة =صافي ربح الاستغلال بعد الضريبة-(تكلفة رأس المال ×رأس المال المستثمر).

ويقصد بصافي ربح الاستغلال بعد الضريبة، ربح الاستغلال مطروحا منه الضريبة ولكن قبل الأخذ في الحسبان المصاريف المالية، والتكاليف غير النقدية (الإهتلاك) (الحناوي & العبد،2002،492).

أو بالعلاقة التالية (هـ. سويسي، 2009، 61):

القيمة الاقتصادية المضافة EVA= (معدل العائد على رأس المال المستثمر – معدل تكلفة رأس المال)× رأس المال المستثمر

يمكن القول أنه عند تحقيق قيمة اقتصادية موجبة EVA > 0 فإن الربحية على رأس المال المستثمر تكون أكبر من تكلفة رأس المال، وهنا المؤسسة يكون لها القدرة على خلق القيمة للمساهمين، وهو ما

يعني من وجهة نظر المساهمين تحقيق أداء يفوق توقعات السوق وفي الحالة العكسية أي أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بإهتلاك قيمة المساهمين، وبالتالي تحقق أداء أدنى من التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جدا تكون القيمة الاقتصادية المضافة EVA معدومة تماما فهنا الربحية تسمح فقط بتغطية تكلفة رأس المال (خيري، 2021، 310).

3-4-القيمة السوقية المضافة MVA

القيمة السوقية المضافة هي مقياس اقتصادي آخر والذي يعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر للمؤسسة، كما يمكن أن تمثل نتيجة صافي القيمة الحالية للمشاريع السابقة والفرص المستقبلية المربحة للمؤسسة، وتبين كيف نجحت المؤسسة في استثمار رأسمالها، وتوقعت الفرص المستقبلية وخططت لتحقيقها، من الناحية النظرية تمثل القيمة السوقية المضافة للمؤسسة مجموع القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة أو الأرباح المتوقع إنشاءها في المستقبل . فإذا كانت "القيمة الاقتصادية المضافة EVA " تحسب لكل فترة (سنة)، " فإن القيمة السوقية المضافة" MVA تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، وذلك كما يلي (الهواري & حميدة،2017،804-805):

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

حيث :

EVA_t القيمة الاقتصادية المضافة المقدرة للفترة t.

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

وبالتالي تحسب القيمة السوقية للمؤسسة انطلاقا من القيمة الدفترية مضاف لها القيمة السوقية المضافة، وذلك على النحو التالي (هـ. سويسي، 2009، 62):

حيث :I تمثل القيمة الدفترية (المحاسبية) لرأس المال المستثمر.

إذا كانت MVA > 0 فإن المؤسسة تخلق قيمة، أي أن المؤسسة تخلق للمساهمين ثروة من التسعير في البورصة تفوق تلك المحققة من الاستثمارات الاقتصادية (زغيب، 2009، 13).

نستنتج مما سبق أن الطرق التي تعتمد على مقاربة الذمة المالية لا تعتبر مناسبة للتوصل إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة في حين أن كل من طريقة التدفقات وطريقة فائض القيمة والطرق المعتمدة على خلق القيمة تعطي صورة أقرب للقيمة الحقيقية للمؤسسة.

المطلب الثالث: أهداف الإدارة المالية وعلاقتها بقيمة المؤسسة

يتعين على المدير المالي أن يحدد هدفا يرشده عند اتخاذه للقرارات المتعلقة بأصول المؤسسة والتزاماتها وحقوق المساهمين فيها، ومن الأهمية بمكان وضع الأولويات لحل هذا التعارض بين الأهداف المختلفة.

أولا- هدف تعظيم الربح

تقترح النظرية الاقتصادية كهدف للمؤسسة تحقيق أقصى العوائد الممكنة (شاكر، صبح، & حسن، 2009، 19)، بمعنى تحقيق مستوى ملائم من الأرباح، أي المستوى التي تحققه المؤسسات المماثلة والتي تتعرض لنفس الظروف ونفس درجة المخاطرة، بحيث نستطيع الحكم على فاعلية القرارات في المؤسسة ما من خلال حجم الأرباح المتحقق، من هنا فإننا نقوم بتبني القرارات التي تؤدي إلى زيادة الأرباح ونبتعد عن القرارات التي تؤدي إلى تقليل الأرباح (النعيمي، الساقي، سلام، & موسى، 2008، 26) .

1-مفهوم الربح

يشير الربح إلى الحصة أو المقدار الذي يتم دفعه إلى مالكي المؤسسة من الإيرادات، كما يعني أيضا من وجهة نظر المحاسبية، بأنه الفرق بين إيرادات المؤسسة وتكاليفها كما تظهرها السجلات والدفاتر المحاسبية، ويطلق عليه الدخل أو الربح الصافي، وبالتالي **يعرف الربح محاسبيا** بأنه الفرق بين قيمة المبيعات وتكلفتها خلال فترة زمنية معينة، أما **المفهوم الاقتصادي للربح** فهو المتبقي من الربح المحاسبي بعد استقطاع العائد الخاص بخدمات عوامل الإنتاج المملوكة لصاحب المؤسسة والتي ساهم بها في العملية الإنتاجية، ويقدر هذا العائد بتكلفة الفرصة البديلة لتلك الخدمات (الهادي، 2008، ص32)، حيث تمثل العوائد التي يمكن تحقيقها في حالة استثمار الأموال المستخدمة من قبل المؤسسة في بدائل استثمارية أخرى (النعيمي & ياسين، 2007، 23-24)، والمتبقي بعد ذلك من الربح المحاسبي هو ما يعتبر ربحا في المفهوم الاقتصادي (الهادي، 2008، 32).

وبالرغم من أن البيانات التي تعدها المؤسسات تعكس المفهوم المحاسبي للربح، إلا أن التعريف الاقتصادي للأرباح يعتبر أكثر ملائمة عند مواجهة مشكلة الاختيار بين عدة بدائل لاتخاذ القرار المناسب.

2 –طرق قياس الربح

ويتم قياس الأرباح بطرق متعددة والتي يمكن التعبير عليها كما يلي (النعيمي وآخرون،2008 ، 26): صافي التدفق النقدي، الفرق بين الإيرادات والنفقات، العائد على الأموال المستثمرة، الزيادة في المخرجات عن المدخلات، العائد على الأموال الخاصة، العائد على الأصول.

3 –مزايا هدف تعظيم الربح

من بين مزايا تعظيم الربح ما يلي (النعيمي & ياسين، 2007، ص24) :

–يعتبر هدف يتسم بالبساطة ويمكن استيعابه.

–يمكن استخدامه كمقياس لاختبار الكفاءة الاقتصادية للموارد النادرة، والذي يتجسد من خلال زيادة مخرجاتها على مداخلاتها.

–يحقق الأمثلية في تخصيص الموارد وذلك بتوجيهها نحو الأصول ذات العوائد المجزية.

– يقود إلى توفير الرفاهية الاجتماعية وتعظيمها من خلال توجيه المؤسسات للإنتاج السلع والخدمات المطلوبة من قبل المجتمع.

يمكن القول بصفة عامة أن أكثر الآراء انتشارا هو الاتجاه نحو اعتبار تعظيم الربح هو ما تهدف اليه الإدارة المالية، ويستمد هذا الهدف جذوره –ولا يزال– في النظرية الاقتصادية، فأفضل تصور بالنسبة للاقتصادي بصفة عامة هو افتراض المشروع يهدف إلى تعظيم أرباحه وهذا الافتراض يبدو معقولا ومقبولا، فأغلب رجال الأعمال وأصحاب المشروعات الخاصة لديهم رغبة أكيدة وواضحة في تحقيق الأرباح، بل وفي زيادته إلى أقصى مدى ممكن، ولكن هدف تعظيم الربح يثير عدد من التساؤلات وتواجه مجموعة من الانتقادات تجعله في النهاية ليس الهدف الوحيد لبعض المؤسسات (الهادي، 2008، 31).

4–مآخذ على هدف تعظيم الربح

على الرغم من المزايا التي تم تسجيلها في أعلاه لصالح الهدف المذكور، فإن هناك العديد من المآخذ التي تسجل عليه، من بينها ما يلي (النعيمي & ياسين، 2007، 24–25):

-يفترض تعظيم الربح وجود أسواق تتميز بالمنافسة الكاملة، وهذا ما لم يتم توفره دائما، حيث توجد منشآت احتكارية وشبه احتكارية تجعل من السوق غير كاملا.

-انفصال الملكية عن الإدارة، فهدف تعظيم الربح تم تبنيه في بداية القرن التاسع عشر عندما كان المالك هو نفسه المدير، حيث أنه يأخذ بالاعتبار مصلحة المالك، أما في الوقت الحاضر فقد انفصلت الملكية عن الإدارة، وظهر العديد من الأطراف الذين لهم مصلحة في نشاط المؤسسة، وقد تكون هذه المصالح متعاكسة، الأمر الذي يجعل من الهدف المذكور قاصرا في تلبية تلك المصالح.

-إن هدف تعظيم الربح يكتنفه الغموض إلى حد كبير، حيث لا يوضح فيما إذا كان التعظيم يتم في الأجل القصير أم في الأجل الطويل وهل المقصود بالربح، الربح قبل الضريبة أم بعدها وهل المقصود به الربح المطلق أم أنه معدل العائد على رأس المال؟

-لا يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وأيضا إهماله لمخاطر التدفقات النقدية.

5-انعكاس هدف تعظيم الربح على قيمة المؤسسة

إن هدف تعظيم الأرباح قد يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية للسهم، وتفسير ذلك يأتي من أن اتجاه الإدارة المالية نحو تعظيم الأرباح، يلزمها بإعادة استثمار الأرباح كلما تحققت وبشكل مستمر لدعم وزيادة الأرباح، فهذا الفعل يلزم الإدارة المالية بعدم القيام بأي توزيعات نقدية في الأرباح على المساهمين، مما يؤدي إلى اتجاه نزولي بأسعار الأسهم في البورصة (الزبيدي، 2006، 43).

ثانيا- هدف تعظيم قيمة المؤسسة

برز هذا الهدف في السنوات الأخيرة كأحد الأهداف الرئيسية التي يجب على الإدارة المالية أن تحققها وهو إيجاد قيمة أعلى للمؤسسة، والذي يقصد به زيادة قيمة السهم في البورصة، فتعظيم قيمة المؤسسة ناتج عن قرارات المؤسسة الاستثمارية والتمويلية، حيث أن القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية ستؤثر بالضرورة على كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بالعائد والأخيرين يؤثران على قيمة المؤسسة.

1 – مبرر تفضيل هدف تعظيم قيمة المؤسسة

يتمثل هدف تعظيم قيمة المؤسسة في تعظيم ثروة المساهمين، فهو أفضل معيار للحكم على القرارات من وجهة نظر المساهمين وبالتالي من الممكن أن يكون مقبولا كهدف للإدارة المالية (مرسي & الحلح، 2006، 25) .

و من الأمور التي دفعت المديرين إلى ترجيح هدف تعظيم ثروة المساهمين على الأهداف الأخرى هو التخوف من انخفاض قيمة أسهم المؤسسة في السوق، والذي قد يدفع مؤسسات أخرى إلى امتلاك وضم المؤسسة ضد رغبات المديرين أو حدوث ما يطلق عليه معركة التفويض Proxy Fight حيث يتم السيطرة على المؤسسة، وذلك بإغراء حملة الأسهم على التصويت بتغيير فريق الإدارة الحالي بفريق جديد (الحناوي & العبد، 2002، 38).

2-تعظيم قيمة السهم الواحد

يمكن التعبير عن هدف تعظيم قيمة المؤسسة، بصيغة أخرى مرادفة، حيث يتمثل هذا الهدف في تحقيق أعلى قيمة سوقية للسهم الواحد في البورصة (مرسي & الحلح، 2006، 25).

لذلك تدور قرارات المدير المالي حول تعظيم قيمة السهم الواحد بدلا من تعظيم قيمة الأسهم مجتمعة، فهو هدف أكثر واقعي لتوجيه عملية اتخاذ القرارات، ونقصد بذلك السهم العادي الذي يمثل حصة معينة في رأس المال أما المساهم فهو يمتلك هذه الحصة، وبذلك يتحدد هدف الإدارة المالية في تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي والذي يعتبر جوهر ولب اتخاذ القرارات المالية، فقيمة السهم الواحد هي مؤشر على سمعة المؤسسة وصورتها لدى المساهمين وتعبر عن صواب القرارات المالية للمؤسسة (النعيمي & ياسين، 2007، 25).

3-كيفية تعظيم قيمة المؤسسة

في الوقت الذي تزداد فيه رغبة الإدارة المالية في تحقيق اكبر الأرباح تزداد فيها درجة المخاطر، والعكس صحيح (الزبيدي، 2006، 46)، فالعلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، حيث تزداد العوائد المتوقعة كلما زادت درجة المخاطرة للحصول على هذا العائد، فاستخدام الديون كوسيلة للتمويل تعمل على زيادة الأرباح المتوقعة إلا أن الاعتماد المتزايد عليها تؤدي إلى رفع درجة المخاطرة، فقرارات المؤسسة الاستثمارية والتمويلية ستؤثر بالضرورة على كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بالعائد والأخيران يؤثران على قيمة المؤسسة (النعيمي وآخرون، 2008، 29)، وهكذا لابد من الموازنة بين الربحية والمخاطرة، حيث يستوجب على الإدارة المالية أن تلجأ إلى القرارات المالية الجيدة التي تضمن نوع من التوازن بين الأرباح المتوقعة ودرجة المخاطر بالشكل الذي يعظم ثروة المساهمين.

4-مشكلة الوكالة

تظهر علاقة الوكالة عندما يقوم الشخص الأصيل باستخدام شخص آخر الوكيل للقيام بأعمال معينة، نيابة عنه حيث يقوم الأول بتفويض عملية اتخاذ القرارات إلى الثاني (الحناوي & العبد، 2002، 40)، وتظهر مشكلة الوكالة عند انفصال الإدارة عن الملكية وهي سمة تمتاز بها شركات المساهمة، فقد لا تكرس إدارة المؤسسة كل جهدها لتحقيق هدف المساهمين، فأعضاء الإدارة يتوقع أن يسعون أيضا إلى تعظيم ثرواتهم الخاصة، ولكي يتحقق المساهمون من أن الإدارة (الوكيل) تعمل لخدمة مصالحهم، فإن عليهم أن يتكبدوا في سبيل ذلك بعض التكاليف التي يطلق عليها تكلفة الوكالة (م. ا. هندي، 2003، 15-16)، كتكاليف المراقبة المتمثلة في التحقق من أن الإدارة منسجمة مع أهداف المساهمين، وتكاليف التبرير التي تتجسد في النفقات التي تتحملها الإدارة لتبدي سلوكها وتبرهن للموكل بأن الإدارة تخدم مصلحته (عبد الوهاب، 2009، 318).

5- نموذج المساهمين لحوكمة المؤسسة

كيف نضمن أن المديرين يتصرفون جيدا وفق اهتمامات المساهمين؟، هذا السؤال هو في إطار إشكالية تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، والمؤيدين لهذه النظرة التعاقدية للمؤسسة يرون أن أحسن نموذج تنظيمي لحوكمة المؤسسة هو نموذج المساهمين (shareholder)، في هذا النموذج، الهدف الأساسي هو تعظيم حصص المساهمين، وبذلك فإن المؤسسة هي مسئولة بشكل أساسي أمام مساهميها (عبد القادر & وهيبة، 2008، 422).

و من المنطقي أن يتوقع من المديرين العمل لتحقيق مصالحهم الشخصية، وعند ذلك لن يحدث تعظيم لقيمة المؤسسة، لذلك فالوجه الرئيسي للإدارة المبنية على القيمة هو تحفيز المديرين ليتخذوا الإجراءات اللازمة بالفعل تحت الإدارة المبنية على القيمة، والذي يتناول مفهوم حوكمة المؤسسة، حيث يعرف بأنه مجموعة من القواعد والإجراءات التي تضمن أن يستخدم المديرين أساسيات الإدارة المبنية على قيمة المؤسسة، حيث تكمن ضرورة حوكمة المؤسسة في التأكد من تنفيذ هدف حملة الأسهم الرئيسي وهو تعظيم ثروتهم (بريجهام & ايرهاردت،2009،402).

ثالثا- تحقيق الرفاه الاجتماعي وعلاقته بقيمة المؤسسة

تحقيق الرفاه الاجتماعي هو الهدف الثالث للإدارة المالية، الذي يستحق الاهتمام به من قبل المؤسسات، فهذه الأخيرة مسؤولية أيضا على رفاه موظفيها وعملائها والمجتمع الذي تتواجد فيه، ولكن هذه الأعمال ذات المسؤولية الاجتماعية لها تكلفة (عباس، 2002، 29)، فمن المتفق عليه أن المؤسسات الاقتصادية ليست بشركات خيرية وأن هاجسها الأول تحقيق أكبر عائد من الربح على أصحابها، ومن هنا تبلورت فكرة وجوب تذكير المؤسسات بمسؤولياتها الاجتماعية والأخلاقية حتى لا يكون تحقيق الربح عائداً عن أمور غير مقبولة أخلاقياً أو قانونياً، علاوة على ذلك، فإن الدور الرئيسي الذي تلعبه المؤسسات، كونها المصدر الرئيسي للثروة وتوليد فرص العمل، يحتّم عليها القيام بواجباتها الاجتماعية وفقاً للمفاهيم الحديثة، كما أن التطورات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية في عصر يتسم بالتغير السريع تحتّم عليها ذلك أيضا (عيران، 2010، 5)، وبذلك تعتبر مسؤولية الإدارة المالية تجاه المجتمع من الموضوعات المثيرة للجدل، فهناك من يعتقد أن مسؤولية الإدارة المالية ينبغي أن تمتد لتحقيق الرفاهية للمجتمع، وآخرون يعتقدون أن هذا الإجراء من شأنه أن يلحق الضرر بقيمة المؤسسة، كما أن من شأنه أن يؤدي إلى سوء استغلال الموارد المتاحة وهذا الأمر إذا ما شاع في المجتمع، يتوقع أن يؤدي إلى ضعف قدرة الاقتصاد الوطني على تلبية احتياجات المجتمع في المدى الطويل (م. ا. هندي، 2003، 26).

1-مفهوم المسؤولية الاجتماعية

يعد مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات أحد المفاهيم الحديثة غير المتفق على تعريفه الإجرائي، بالرغم من وضوح جوهره النظري، والذي يتمثل في انسجام المؤسسات في أعمالها وأنشطتها مع توقعات المجتمع، واستجابتها لمتطلباته القانونية والأخلاقية والقيمية والبيئة (رطروط، 2009، 1).

وبالاستناد إلى جوهر مفهوم المسؤولية الاجتماعية، أنه ليس هناك تعريف مجمع عليه عالمياً للمسئولية الاجتماعية للمؤسسات، نقدم مجموعة مختارة فيما يلي من التعريفات (الأسرج، 2010، 1):

عرف البنك الدولي مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات على أنها التزام أصحاب النشاطات التجارية بالمساهمة في التنمية المستدامة، من خلال العمل مع موظفيهم وعائلاتهم والمجتمع المحلي والمجتمع ككل لتحسين مستوى معيشة الناس بأسلوب يخدم التجارة ويخدم التنمية في آن واحد.

كما عرفت الغرفة التجارية العالمية المسؤولية الاجتماعية على أنها جميع المحاولات التي تساهم في تطوع المؤسسات لتحقيق تنمية ذات اعتبارات أخلاقية واجتماعية، وبالتالي فإن المسؤولية الاجتماعية تعتمد على المبادرات الحسنة من المؤسسات دون وجود إجراءات ملزمة قانونيا، ولذلك فإن المسؤولية الاجتماعية تتحقق من خلال الإقناع والتعليم.

ويعرفها مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة بأنها الالتزام المستمر بالعمل للتصرُّف بشكل أخلاقي ويُساهم في التنمية الاقتصادية ويُحسّنُ نوعيةَ حياة القوة العاملة وأسرهم بالإضافة إلى السكان المحليّين والمجتمعِ بشكل عام.

كما ويعرف الإتحاد الأوروبي المسؤولية الاجتماعية على أنها مفهوم تقوم من خلاله المؤسسات وبشكل تطوعي بدمج الاهتمام بالجانب الاجتماعي والبيئي في العمليات الإنتاجية وبأصحاب المصالح Stakeholders.

2– نموذج أصحاب المصالح Stakeholders لحوكمة المؤسسة

في هذا النموذج، هدف المؤسسة هو الدفاع وحماية مصالح كل أصحاب المصالح أي الأطراف المستفيدة Stakeholders، وهي الأطراف التي يمكن أن تأثر وتتأثر بأهداف المؤسسة، فصاحب المصلحة هو كل طرف داخلي–المديرين، الأجراء، الموظفين – أو خارجي– الزبائن، الموردون، البنوك، المساهمون، المنظمات غير الحكومية، البيئة ... –عن المؤسسة ومسؤول عن الإدارة الجيدة للمؤسسة، ففكرة أن وجود المؤسسة قائمة على تلبية المصالح وطموح كل من يساهم في نجاحها، خاصة أولئك الذين يتأثرون بقوة نشاطاتها سواء كانوا من مستثمريها، أو موظفيها، أو مورديها، أو زبائنها، ومن خلال هذه الرؤية فإن مسؤولية المؤسسة هي أكبر من توليد المال فحسب فعليها توليد القيم وتوزيعها بطريقة ترضي مصالح وتوقعات جميع المشاركين الرئيسيين وهذا ما يصطلح عليه بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات (عبد القادر & وهيبة، 2008، 422–425).

3-أهمية الدور الحكومي للمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات

إن ترك المسؤولية الاجتماعية مسألة اختيارية، من شأنه أن يخل بميزان العدالة إذ لن يقع عبئها بالتساوي على المؤسسات(م. ا. هندي، 2003، 27)، فمن المشكوك فيه عما إذا كانت كل المؤسسات راغبة أو قادرة على تحمل تكاليف المسؤولية الاجتماعية، فإذا تصرفت بعض المؤسسات لتحقيق هذا الهدف، بينما لم تقم مؤسسات أخرى بذلك فإن تحقيق المسؤولية الاجتماعية قد تعترضه بعض الصعوبات وتصبح المؤسسات في وضع تنافسي أضعف (عباس، 2002، 29)، ويفضل أن يكون الإنفاق على المسؤوليات الاجتماعية " أمرا إجباريا " وبقرارات سيادية تفرض من الدولة على جميع المؤسسات فيكون العبء موحدا ويطبق بصورة عادلة على المؤسسات ولا يؤثر بالسلب على الموقف التنافسي لمؤسسات محددة بذاتها قامت طواعية بتحمل أعباء مسؤولياتها الاجتماعية ولا شك أن تلعب الحكومة دورا في هذا الشأن من خلال وضعها لقواعد وشروط أمان للسلع المنتجة، وتحديد وسائل حماية البيئة، والتعريف ببقية البرامج التي تأثر في جميع الوحدات الاقتصادية (الحناوي & العبد، 2002، 39).

4-دور المسؤولية الاجتماعية في تعظيم قيمة المؤسسة

إن قيام المؤسسات بدورها تجاه المسؤولية الاجتماعية يضمن إلى حد ما دعم جميع أفراد المجتمع لأهدافها ورسالتها التنموية والاعتراف بوجودها، والمساهمة في إنجاح أهدافها وفق ما خطط له مسبقاً، علاوة على المساهمة في سدّ احتياجات المجتمع ومتطلباته الحياتية والمعيشية الضرورية، إضافةً إلى خلق فرص عمل جديدة من خلال إقامة مشاريع خيرية واجتماعية ذات طابع تنموي (عيران، 2010، 5)، فهناك وجهة نظر مؤيدة لتخصيص جزء من موارد المؤسسة لمشروعات خدمة المجتمع، حيث تفترض بأن قيام المؤسسة بالمسؤولية الاجتماعية تؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة المؤسسة ولا يعني بالضرورة إلحاق الأضرار بثروة المساهمين، ومن المتوقع أن تحقق أقصى منفعة في الأجل الطويل لحملة الأسهم، وذلك من خلال تكوين علاقة ايجابية مع من لهم مصالح مع المؤسسة، وهذا النوع من العلاقة سوف يخفض من معدل الدوران مع من لهم علاقة مع المؤسسة أو تخفيض الصراعات والدعاوي القانونية، والواضح أن المؤسسة تستطيع تحقيق أهدافها المتمثلة في تعظيم قيمة المؤسسة بالتعاون وليس بخلق الصراع، مع من لهم علاقة بالمؤسسة (مخلافي، 2011، 22)، فمساهمة المؤسسة في بعض مجالات خدمة البيئة يزيد من تقدير الجمهور لها، مما قد يترك أثارا ايجابية على حجم مبيعاتها، هذا إلى جانب أن المساهمة في تمويل هيئات البحث العلمي، قد يسفر عن ابتكارات في مجال الأبحاث الأساسية، حيث تؤثر مباشرة على الأبحاث التطبيقية التي تقوم بها المؤسسة (م. ا. هندي، 2003، 27-28)، فضلا عن أن تطبيق برامج الأخلاق يعتقد أنه يزيد من قيمة المؤسسة،

حيث أن برامج الأخلاق يمكن أن تقدم عددا من الفوائد الايجابية، ويقلل من المقاضاة القانونية، تكاليف المقاضاة، ويحافظ على صورة ايجابية عن المؤسسة، ويزيد من ثقة حملة الأسهم، وتحقيق الإخلاص والالتزام والاحترام من قبل المتعاملين مع المؤسسة، وهذا التصرف يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية وتقليل الخطر المتوقع (نتيجة زيادة ثقة المستثمرين) وهذا سيؤثر ايجابيا في قيمة المؤسسة (مخلافي، 2011، 24-25).

5 –مساهمة هدف تعظيم قيمة المؤسسة في تحقيق الرفاه الاجتماعي

يرى الاقتصادي الشهير Milton Fridman من أن هناك مسؤولية واحدة تقع على إدارة المؤسسة، هي استغلال الموارد المتاحة بالشكل الذي يحقق أقصى عائد ممكن على الأموال المستثمرة، وهو ما ينعكس بالتالي على رفاهية المجتمع (م. ا. هندي، 2003، 26-27).
ويؤكد Weston وزملائه أن هدف تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، يحقق الرخاء الاقتصادي والقيمة الاجتماعية المنشودة وبرهانهم في ذلك ما يلي (الحناوي & العبد، 2002، 39-40):

وبافتراض استبعاد الأساليب غير الشرعية كتكوين احتكارات ضخمة ومخالفة قواعد السلامة والأمان ف

– إن تعظيم قيمة الأسهم يتطلب أن تكون الوحدات أكثر كفاءة وأقل تكلفة وأن تنتج السلع والخدمات بجودة مرتفعة وبأقل الأسعار.

– إن تعظيم قيمة السهم يتطلب تطوير سلع يرغب فيها المستهلك ويحتاجها، وعلى هذا الأساس فإن دافع الربح سيؤدي إلى ظهور تكنولوجيا حديثة وسلع حديثة وفرص عمل جديدة.

–إن تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب بالضرورة توافر خدمات ما بعد البيع ووجود مخزون كاف من السلع وكذلك تواجد منافذ توزيع في أفضل المواقع، وجميع هذه التسهيلات ضرورية لتحقيق أكبر قدر من المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح والتي بدورها تؤدي إلى زيادة قيمة أسهم المؤسسة.

نستنتج مما سبق أن هدف الإدارة المالية المناسب للمساهمين باعتبارهم ملاك المؤسسة هو هدف تعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الرابع: تقدير القيمة السوقية لأسهم المؤسسة

يتحدد جزء هام من القيمة السوقية للأسهم بالجوانب التي تتحكم فيها الإدارة المالية وتخضع لرقابتها، فالقرار الجيد يؤدي بالتبعية إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم بينما القرارات غير السليمة تخفض من هذه القيمة.

أولا- دوال القيمة الأربعة

تتأثر القيمة السوقية لأسهم المؤسسة إلى حد كبير – مع استبعاد أثر التقلبات العامة في النشاط الاقتصادي على البورصة – على أربعة جوانب داخل المركز المالي للمؤسسة تخضع لسيطرة ورقابة الإدارة، حيث يستخدم اصطلاح دالة القيمة للدلالة على أن قيمة الأسهم تتوقف على هذه الجوانب الأربعة.

1-العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للأسهم وربحيته

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة، فعندما يتوقع المستثمرون أن هناك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فإنهم يقدمون على اقتناء أو شراء الأسهم وبالتالي تزداد القيمة السوقية للسهم وتمثل هذه العلاقة في شكل دالة خطية وتكون العلاقة كذلك طردية ما بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية (الصباح & العامري، 2008، ص39-40)، بمعنى تزداد القيمة السوقية للسهم إذا كان هناك توقعا بزيادة صافي الربح له، وتتجه هذه القيمة للانخفاض إذا كان اتجاه صافي الربح للسهم سالبا (تنازلي) بافتراض ثبات العوامل الأخرى (حنفي، 2002، 30-31).

وتكون القيمة السوقية للسهم دالة في الربح كما يلي :

$$V= F(R) =a.R$$

حيث : R: يمثل الربح المتوقع بعد الضريبة، ويكون a أكبر من الصفر ويمثل معامل التغير في القيمة السوقية للسهم عندما يتغير الربح المتوقع بعد الضريبة بوحدة نقدية واحدة.

2 – العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

هذه العلاقة تكون عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح (عبد المالك & سعيد، 2021، 240)، وتفيد هذه العلاقة في جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين لغرض ارتفاع أسهم المؤسسة، فإذا صورت المؤسسة أن هناك صافي أرباح متوقع سوف تحصل في القريب

العاجل للمؤسسة من خلال كشوفاتها، فسيؤدي ذلك حتما إلى زيادة الطلب على أسهم المؤسسة ومن ثم زيادة القيمة السوقية لها (الصباح & العامري، 2008، 40-41).

3 -العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة

تعرف السيولة بأنها إمكانية تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية، وللقيمة السوقية للسهم علاقة دالية مع السيولة، فإذا ما نظرنا إلى السيولة الخاصة بالمؤسسة من الناحية الإيجابية فإنه يمكن الحكم على ارتفاع القيمة السوقية للسهم، وتكون هذه العلاقة طردية حيث كلما كانت درجة السيولة عالية، ترتفع القيمة السوقية للسهم (الصباح & العامري، 2008، 40-41).

وتكون القيمة السوقية للسهم V دالة في السيولة L : V= F(L) .

بالرغم من إمكانية الاستفادة من هذه العلاقة بطريقة مستقلة عن دالة الربح إلا انه لابد من التوفيق بين دالة السيولة والربحية.

4 -العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالالتزامات :

وتكون العلاقة طردية ما بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات، حيث تتمثل قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات في قابلية المؤسسة على الإيفاء بالالتزامات المستحقة الأداء في تاريخ الاستحقاق، ولابد من التمييز بين السيولة وقدرة المؤسسة على أداء الالتزامات، فالسيولة كما سبق أن أوضحنا، تشير إلى درجة سيولة الأصول، أما المقدرة على أداء المديونية تشير إلى إمكانية المؤسسة على أداء التزاماتها في تاريخها (حنفي، 2002، 35).

وتكون القيمة السوقية للسهم V دالة في القدرة على أداء المديونية D :V= F(D) حيث D معدل إجمالي الأصول إلى المديونية، والذي يمثل القدرة على أداء المديونية.

ثانيا- تحليل العاملين المحددين للقيمة السوقية لأسهم المؤسسة

لا تعد العلاقات الدالية السابقة الإشارة إليها بطريقة آلية وإنما للعنصر البشري دور أساسي، والذي يتمثل في إعداد التنبؤات الخاصة بالأرباح، وتوقيت هذه التدفقات، والسيولة والمقدرة على أداء المديونية، حيث ترصد هذه المتغيرات على المحور الأفقي، ثم تقدر القيم المناظرة لسعر السهم على المحور الرأسي، وبذلك نجد أنه توجد مجموعة من المستثمرين في البورصة تتلخص مهمتهم في الكشف عن هذه العلاقات، وتفيد هذه الدوال المدير المالي في التعرف على كيفية المزج بين المتغيرات المستقلة (الربح، السيولة، القدرة على أداء المديونية، الزمن) بطريقة تعظم من القيمة السوقية للسهم،

فالمستثمرون يحسبون القيمة السوقية للسهم من خلال التنبؤ بالأرباح، وتوقيت هذه التدفقات، والسيولة، والمقدرة على أداء المديونية (حنفي،2002، 38).

ومن أجل إيجاد القيمة السوقية للمؤسسة لابد من معرفة عاملين رئيسيين:

1-مقدار الأرباح: المتوقع الحصول عليها في المستقبل وتتحدد هذه الأرباح بالعائد السنوي الممكن تحقيقه.

2-درجة المخاطرة: وتقاس من خلال معدل الفائدة السائد في السوق أو معدل العائد على الاستثمار المرغوب أو المطلوب، ويتمثل في معدل الخصم.

وعليه فإن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال العاملين السابقين والتي يمكن إيجادها عن طريق العلاقة الآتية (الصباح & العامري، 2008، 30):

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \frac{\text{العوائد المتوقعة}}{\text{نسبة الخصم}}$$

حيث أن نسبة الخصم = درجة المخاطرة

فكلما سعت الإدارة المالية إلى تعظيم الأرباح السنوية المتوقعة، المصاحب لارتفاع معدل الخصم أعلى التي تعبر عن درجة المخاطرة كبيرة، سيؤدي ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

وتحدد القيمة السوقية للسهم بصفة أساسية، وفقا للطلب على الأسهم في لحظة معينة، والمعروض منها للبيع في تلك اللحظة، وكذلك الوضع المالي للمؤسسة، لذلك فمن الضروري أن يقوم المدير المالي بالمساعدة في تقدير المتغيرات ذات العلاقة بقيمة السهم أي أنه بهذا الشكل يشارك بطريقة غير مباشرة في عملية التقييم، ويتوقف تأثيره على القيمة من خلال جودة القرارات والإجراءات المالية التي يتخذها.

الشكل رقم (1-1): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة

المصدر: (م. ا. هندي، 2003، 29)

نشير هنا أيضا، إلى كيفية تحديد القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تتم هذه العملية بإيجاد القيمة السوقية لصافي العائد المتوقع بعد الضريبة للسهم ويحدد الفاعلين في البورصة معامل الخصم لهذه التدفقات، والتي تمثل درجة المخاطرة، وبفرض أن المستثمرين يتوقعون صافي ربح يتم في فترة أقرب أي أن التوقع شبه مؤكد، فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر من حالة أن يتم توقع صافي الربح للسهم لفترة أبعد منها، وذلك من خلال انخفاض معدل الخصم (درجة المخاطرة)، ويحدث نفس الشيء في البورصة، بالنسبة للسيولة والمقدرة على أداء المديونية، فزيادة هذه المتغيرات تؤدي إلى تخفيض معدل الخصم، في مراحل معينة وبمعدلات متفاوتة، وخفض قيم هذه المتغيرات، يؤدي بالتبعية لزيادة معدل الخصم، وإذا رأى المتعاملون في الأسهم انخفاض مقدرة المؤسسة على أداء الالتزامات، يعني ذلك انخفاض هامش الأمان للاستثمارات المرتقبة، فتنعكس هذه التوقعات في شكل زيادة معدل الخصم، فتنخفض القيمة السوقية للسهم.

المبحث الثاني : قرارات توزيع الأرباح

تعتبر قرارات توزيع الأرباح أحد أهم القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، حيث تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة نتيجة ارتباطها لكل من القرارات المالية الأخرى (التمويلية والاستثمارية)، حيث يهتم هذا القرار بتحديد نسبة الأرباح التي توزع على المساهمين وتوقيت توزيعها.

المطلب الأول: مفهوم قرار التوزيع وعلاقته باحتجاز الأرباح

تعتمد المؤسسات بشكل كبير على التمويل الداخلي المتولد نتيجة حجز أقساط الإهتلاك التي تستخدم بصفة أساسية في تجديد واستبدال الأصول الحالية، ولكي تضيف المؤسسة المزيد من أصولها فإنه من الضروري اللجوء إلى حجز كل أو جزء من الأرباح أو تلجأ إلى مصادر خارجية، يعني ذلك أن الأرباح المحتجزة لا تخصص لأغراض التوزيعات، وبذلك تجد المؤسسة نفسها أمام خيارين، إما توزيع الأرباح أو حجز جزء منها لإعادة استثماره (حنفي، 2002، 191).

أولا- مفهوم قرار توزيع الأرباح

قبل التطرق إلى تعريف قرار توزيع الأرباح نتعرف أولا على مفهوم توزيع الأرباح

1-تعريف توزيع الأرباح

يعرفه قاموس كامبردج للغة الإنجليزية للأعمال بأنه جزء من ربح الشركة يُدفع للمساهمين (Press , 2021)

وتمثل توزيعات الأرباح بالنسبة إلى Peter عائدًا من الأعمال التجارية لصالح مساهميها(Peter, 2010, 370)

أما بالنسبة إلى العامري فقد أطلق عليه مصطلح المقسوم Dividend حيث يشير إلى أن المقسوم عبارة عن النقد المدفوع من صافي الربح أو أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحملة الأسهم يمكن اعتباره مقسوم أو جزء من سياسة المقسوم (العامري، 2010).

وهناك العديد من التعريفات الأخرى المتعلقة بتوزيع الأرباح نذكر منها ما يلي (قندح، 2009، 1-2):

يعرف توزيع الأرباح بأنه تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة وسيولتها.

كما ويمكن تعريف توزيع الأرباح أيضا بأنه توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن السنوات السابقة، حيث أن توقيت التوزيع وقيمته يخضعان لموافقة الهيئة العامة لإدارة المؤسسة.

وقد ورد مفهوم توزيع الأرباح في القاموس المحاسبي على أنه مجموعة النقود المدفوعة إلى حملة الأسهم في المؤسسة من الإيرادات، ويدفع هذا المال عندما تحقق المؤسسة أرباح حالية، أو أن يتم دفعه من الأرباح المحتجزة من فترة سابقة (قندح،2009،1-2).

2-تعريف قرارات توزيع الأرباح

من جملة التعريفات المقدمة لقرارات توزيع الأرباح نجد ما يلي:

قدم عاطف جابر تعريفا لقرارات توزيع الأرباح اذ تتمثل في كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك باحتجازها ومن ثمة إعادة استثمارها، أو بتوزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (شكل نقدي، شكل أسهم، ...) (الرحيم، 2010، 390)، حيث يتطلب دفع الزائد من الأموال وتحويله من أنشطة المؤسسة إلى المساهمين، وكشرط ضروري لإتمام هذه العملية يجب توفر السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات (عبد الكريم، 2012، 108).

وتعرف كذلك بأنها تلك السياسة التي تضعها المؤسسة، والمرتبطة بطبيعتها والمتوافقة مع قراراتها الحالية، بخصوص توزيع الأرباح على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني، أو احتجاز جزء من الأرباح لضرورة قراراتها المستقبلية المرتبطة بالتوسع وفرص النمو والاستثمار حيث يعد قرار إجراء توزيعات الأرباح من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة (حفصي، 2016، 40).

ويمكن تعريفها أيضا بأنها من أهم القرارات المالية للمؤسسة التي تعني بالمفاضلة أو الموازنة بين اختيارين حيث تتعلق بقرار تقسيم الأرباح الصافية للمؤسسة بين أرباح موزعة على المساهمين وبين أرباح محتجزة أخذا بعين الاعتبار توافر السيولة الكافية وفرص النمو المستقبلية (حمدان & موسى، 2014، 64).

أما بالنسبة لمنير إبراهيم هندي فيرى بأن قرار التوزيع يتمثل في ذلك القرار الذي تتخذه المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير قرارات التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة وعلى ضوئها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها(م. ا. هندي، 2003، 699).

أما محمد صالح الحناوي فقد عرفها بأنها مضمون لاتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم قيمة السهم.

بناء على ما تقدم من تعاريف مختلفة لقرارات توزيع الأرباح يمكن إعطاء تعريف شامل كما يلي : تعتبر قرارات توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية في المؤسسة نظرا لارتباطها بثروة المساهمين من خلال انعكاسها على قيمة السهم في السوق المالي، حيث تتكفل باتخاذ القرار المناسب بتحديد النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة أخذا بعين الاعتبار الموازنة بين السيولة الكافية وفرص النمو المستقبلية التي تحقق الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

ثانيا- علاقة قرارات التوزيع باحتجاز الأرباح

تتضمن قرارات التوزيع كافة الأمور المتعلقة بتحديد النسبة المئوية للأرباح التي توزع على المساهمين، وزمن توزيع هذه الأرباح، ويتمثل هذا من خلال نسبة التوزيع وتحديد الأرباح التي يجب أن تحتفظ بها المؤسسة بشكل أرباح محتجزة، والذي يعتبر مصدرا مهما من مصادر التمويل الداخلي (الزبيدي،2006، 60).

فقرارات توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة عادة ما تجسد الوضع المالي والاقتصادي للمؤسسة نفسها، وتكون هذه القرارات على النحو التالي (الصباح & العامري،2008، 25):

-إما أن تلجأ المؤسسة إلى توزيع كل الأرباح للمساهمين نقدا.

-وإما أن تلجأ المؤسسة إلى احتجاز كل الأرباح لغرض التمويل الذاتي.

-أو أن تلجأ المؤسسة -وهذا هو الشائع في الحياة العملية - إلى احتجاز جزء من الأرباح لديها وتوزيع المتبقى منها على المساهمين، وفي كل الحالات فإن ذلك يؤثر سلبا أو إيجابا على الوضع الخاص بالمؤسسة في البورصة.

1 -قرار التوزيع ونظرية الفائض

تقضي هذه النظرية بأن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على استثمارها بواسطة المؤسسة، يفوق معدل العائد الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه لو أنه حصل على نصيبه من الأرباح واستثمرها بنفسه، هذا يعني -وفقا لهذه النظرية - أنه إذا كان لدى المؤسسة اقتراحات استثمارية يفوق معدل العائد منها معدل العائد المطلوب، فإن على المؤسسة أن تحتجز ما تحتاجه

من أرباح للاستثمارات في تلك الاقتراحات، وما يتبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه (م. ا. هندي، 2003، 699).

2 –قرارات التوزيع –الحلقة المفقودة

الواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن هنا يأتي اهتمام المدير المالي بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة (الحناوي & العبد، 2002، 359)، إذ تعتبر قرارات التوزيع الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، فقرارا التوزيع تعني نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين، ويرجع حدوث هذه الحلقة المفقودة إلى أن قرار التوزيع له تأثير في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو (حنفي، 2007، 192).

3 –قرار التوزيع الأرباح – كقرار استثماري

يشير قرار توزيع الأرباح إلى كونه قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على النقدية الناتجة عن عمليات الاستغلال، وفى مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية، وبالتالي يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن الاستغلال في عملية توزيع الأرباح، وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة (أحمد، 2007، 338– 339).

4–قرار توزيع الأرباح – كقرار تمويلي

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات الاستغلال الداخلية، وفى مثل هذا الموقف، قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعنى بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة المساهمين)، إذ أن الارتباط بين قرارات توزيع الأرباح وقرار الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية (زرقون، 2010، 85):

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن الاستغلال+ مصادر التمويل الخارجية) – الأموال المطلوبة للاستثمار.

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من النقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.

ثالثا- أهمية قرار توزيع الأرباح

تتمثل أهمية قرار توزيع الأرباح في فئات تؤثر وتتأثر من عملية توزيع الأرباح هي (الطائي & علي، 2018، 477-478) :

1-فئة الإدارة

باعتبار قرار توزيع الأرباح أحد القرارات الإستراتيجية الهامة التي تواجه إدارة المؤسسة، كونها تهم كل من المساهمين والمؤسسة، فإن الإدارة تكون في مواجهة رغبات مساهميها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى، إذ يتوقع المساهمين عائدا مغريا جراء استثمار أموالهم في المؤسسة، والتي يتم إدارتها من قبل الإدارة حيث تكون المسؤولة عن قرار توزيع الأرباح وتقسيمها إلى أرباح ستوزع على المساهمين، وأرباح محتجزة ينبغي استثمارها في المؤسسة مستقبلا حيث تحقق الإدارة التوازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة.

2-فئة المساهمين

ينظر المساهمون إلى قرار توزيع الأرباح على أنه مؤشر يدل على كفاءة الإدارة في إدارة نشاطات المؤسسة، إذ لا يتوفر للمساهمين الوقت والفرص الكافية التي تمكنهم من متابعة نشاط المؤسسة، ومن ثم ينظرون إلى نسبة توزيع الأرباح على أنها مؤشر لمستوى نجاح المؤسسة.

3-فئة المجتمع

تستمد عملية توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية أهميتها من خلال النظام الاقتصادي الكفء، لأنها وسيلة لتحقيق الرفاهية للمجتمع، انطلاقا من أن المؤسسة الاقتصادية هي وحدة اقتصادية اجتماعية عليها مسؤولية اجتماعية، فهي بجانب كونها تنظيما أهميته توفير العمالة وتدبير الدخول

للمجتمع، فهي بحاجة إلى المزيد من الاستقرار، بوصفها الوسيلة الفعالة لسد حاجات العمالة المتزايدة والمتطورة.

المطلب الثاني: أنواع قرارات التوزيع

يأتي توزيع الأرباح بعدة صيغ مختلفة فقد يكون توزيع الأرباح بشكل نقدي وهو الشائع وقد يكون على شكل غير نقدي.

أولا- التوزيع النقدي Cash Dividend

تمتلك المؤسسات الحق في اختيار قرار معين بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، كما ويعتبر التوزيع النقدي من أكثر الأنواع انتشارا لدى المؤسسات.

1 - الإجراءات الخاصة بالتوزيعات النقدية :

يعتبر قرار توزيع الأرباح من صلاحيات الجمعية العامة وذلك بعد الاقتراحات التي يقدمها مجلس الإدارة، ويتضمن هذا الإجراء عدة تواريخ كما هو مبين في النقاط الآتية:

أ- تاريخ الإعلان Declaration Date

عندما يعلن مجلس الإدارة بالمؤسسة قراره بشأن التوزيعات – يعني هذا الإعلان أنه على كل حملة الأسهم العادية في تاريخ محدد في المستقبل (تاريخ القيد بالسجلات The Date of Record) مطالبون للتقدم للحصول على مبلغ توزيعات محدد عن كل سهم في حوزتهم بتاريخ الدفع The Payment Date (حنفي، 2002، 199-200).

ب-تاريخ استحقاق التوزيعات Ex-Dividend Date

نظرا للوقت الذي تستغرقه الإجراءات الخاصة بنقل الملكية بالسجلات، وبغية التأكد من أن التوزيعات تذهب إلى الأفراد المناسبين لذلك تنص أنظمة بورصة نيويورك والبورصات الأخرى أن تثبت الملكية قبل أربعة أيام من تاريخ القيد، وأن مشتري السهم الذي يشتري السهم في هذا التاريخ أو قبل هذا التاريخ الأخير يحصل على التوزيعات، ففي هذا التاريخ يتم إقفال تاريخ الاستحقاق لأن المشتري ليس مخولا بالحصول على التوزيعات المعلن عنها (حنفي، 2002، 199-200)، وبالتالي فإن اتفاقية تاريخ استحقاق التوزيعات تزيل أي غموض عن من يستحق التوزيع بما أن التوزيع ذو قيمة، لذا فإن سعر السهم سيتأثر بحيث يتوقع أن يدفع قيمة أقل للسهم (العامري، 2010، 437).

ت-تاريخ التسجيل Date of Record

تقوم المؤسسة بالاعتماد على سجلاتها، بإعداد سجل عن كل المستثمرين الذين تعتقد أنهم حاملي الأسهم، حتى يكون المساهم مؤهلا للحصول على جزء من الأرباح الموزعة، يتعين عليه شراء الأسهم قبل يومي عمل على الأقل من تاريخ التسجيل (العامري، 2010،437).

ث-تاريخ الدفع Date of payement

وهو التاريخ الذي تقوم به المؤسسة فعليا بإصدار شيكات توزيع الأرباح وإرسالها للمساهمين كل حسب حصته (حسين، 2008، 216).

2 – صيغ توزيعات الأرباح النقدية

الملاحظ أن أكثر المؤسسات تركز على قرارات تتسم في الغالب بالدفع النقدي، وتتمثل هذه السياسة باللجوء إلى احد الطرق التالية:

أ- توزيع أرباح مستقرة بنسبة ثابتة لكل سهم

تلجأ الكثير من المؤسسات إلى اعتماد سياسة توزيع للأرباح بنسبة ثابتة لكل سهم، ولذلك فإن أي تغيرات في مقدار الأرباح بالارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة في المؤسسة سوف لن تكون راغبة بزيادة مقدار التوزيع من الأرباح، إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعمومًا فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر(سامي،2006، 70)، حيث يتوقع أن تؤدي هذه السياسة إلى تحقيق استقرار في عائد السهم كاملا من عملية التوزيع وعدم استقرار الأرباح المحتجزة (الحمداني، & حمدون، 2019، 144).

ب-توزيع الأرباح بنسبة ثابتة من الأرباح المتحققة

وفق هذه الطريقة فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة ثابتة يتم توزيعها سنويًا من الأرباح المتحققة كعائد نقدي على المساهمين، وكما يلاحظ من الإجراء في أن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة، ولتجنب الآثار السلبية الناجمة عن تذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها في الأجل الطويل وليست النسبة التي يتم

الالتزام بها بصورة قاطعة كل عام، يعني ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعا للظروف التي تمر بها المؤسسة (مرعي & زكريا، 2013، 288).

ت-النمط المستقر (المنتظم) مع علاوة إضافية

من الإجراءات الشائعة لكثير من المؤسسات هو لجوئها إلى توزيع أرباح بنمط مستقر مع علاوة إضافية للتوزيع، وعادة ما تلجأ الشركات إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع الأرباح، وفي مثل هذه الحالة تقوم إدارة المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك لها مرونة بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، ومثل هذا الإجراء يضفي صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية (سامي، 2006، 70).

ث-توزيع الأرباح غير المستقرة

جوهر سياسة توزيعات الأرباح النقدية غير المستقرة مستمدة من نظرية المتبقي الخاصة بتوزيعات الأرباح، ويتم بموجب تلك النظرية تمويل جميع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة من الأرباح التي حققتها ومن ثم توزيع المتبقي منها، وأن إتباع هذا المدخل يؤدي إلى توزيعات أرباح غير مستقرة تتصف في أحيان كثيرة بالتذبذب الكثير (إياد طاهر محمد & خانم نوري كاكه حمه، 6،2012) حيث تكون المؤسسات التي تقوم بتطبيق سياسة توزيع الأرباح المتبقية متميزة بمعدلات عالية من النمو وعليه تقوم باحتجاز الأرباح وذلك لغرض القيام بالمشاريع لغرض التوسع، أما المؤسسات التي يكون نموها بطيئا فهي تقوم بتوزيع أرباحها على المساهمين وذلك لعدم قدرتها على إعادة استثمار تلك الأرباح (مشكور & صادق، 2019، 378)، وبذلك فإن هذه السياسة هي بمثابة وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح بعد تغطية متطلبات قرارات الاستثمار المقترحة لدى المؤسسات (قاسم، 2015، 82).

ثانيا- توزيع الأرباح في شكل غير نقدي

تعد التوزيعات غير النقدية التي تمنح للمساهمين في المؤسسة نوعا من أنواع قرارات توزيع الأرباح والتي تلجأ إليها المؤسسة غالبا لعدم توفر السيولة.

1 – توزيع الأرباح العيني

في بعض الأحيان وعند عدم توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة قد يقترح مجلس الإدارة وبمصادقة الهيئة العامة للمساهمين توزيع الأرباح بشكل عيني مثل توزيع منتوج المؤسسة على المساهمين بدلا

من النقدية، أي بمعنى أن المؤسسة توزع الأرباح من أصولها وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل بضائع أو عقارات أو استثمارات أو أشكال أخرى يحددها مجلس الإدارة (غني، 2015، 189)، غالبا ما يكون على شكل توزيعات لاستثمارات المؤسسة في أوراق مالية لمؤسسة أخرى، تمثل هذه العملية نقلا غير تبادلي (نقل غير نقدي للمساهمين)، ذلك يعني أن الشركة تدخل في عملية تبادل تتخلى بموجبها عن شيء ما ذي قيمة (الأصول) والتي لا تحصل المؤسسة مقابلها على أصول وخدمات (مرعي & زكريا، 2013، 287)، لكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم (حفصي، 2016، 42).

2-توزيع الأرباح بسندات الدفع

في هذه الحالة يمكن أن يكون لدى المؤسسة أرباح كافية لمواجهة المتطلبات القانونية لتوزيعات الأرباح إلا أن هناك حالة قصور في النقدية، في هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى ما يسمى بسند الدفع، أي أن هذا النوع من التوزيعات عبارة عن وعد بدفع مبلغ التوزيعات مع فائدة تحدد وفق فائدة السوق السائدة في مجتمع الاستثمار (مرعي & زكريا، 2013، 287).

3-توزيع الأرباح على شكل أسهم وتجزئة الأسهم Stocks Dividend and Stocks Split

تقوم العديد من المؤسسات بتوزيع أسهم مجانية أو منحة بدلا من توزيع أرباح نقدية على المستثمرين، حيث يستخدم هذا النوع من التوزيعات بشكل أساسي لأغراض متعددة، فهما من الناحية المالية متشابهين، ولكن من وجهة النظر المحاسبية فهناك اختلاف مهم، حيث أن المبادئ المحاسبية تعالج توزيع الأسهم بنسبة 25 % من الحصص على أنها تجزئة للسهم في حين أن هناك توزيعات أقل يمكن تصنيفها على أنها توزيعات أرباح للسهم (العامري، 2010، 438).

أ- **توزيع الأسهم المجانية** Stocks Dividend

يقصد بتوزيعات في صور أسهم، إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم المؤسسة (م. ا. هندي، 2003، 722-723)، وهو لا يمثل أكثر من إعادة رسملة Recapitalization للمؤسسة، وإن المساهمين يحاولون إبقاء الملكية دون تغيير (العامري، 2010، 438)، مما يعني ثبات ما يمتلكه المساهم حيث يترتب على هذا الإجراء الزيادة في عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال بالمقابل انخفاض القيمة السوقية للسهم وربحيته (حسين، 2008، ص 215)، فهي عملية مشابهة لعملية

تجزئة الأسهم، ووجه الاختلاف يتمثل في أن عملية التوزيعات في صورة أسهم لا تؤثر على الموقف الأصلي للمساهمين الحاليين (الحناوي & العبد، 2002، 409).

ب-تجزئة الأسهم Stock Split

تنطوي هذه العملية على قيام المؤسسة بزيادة عدد أسهمها إلى الضعف مثلا أو إلى أكثر أو أقل من ذلك، في حالة مضاعفة الأسهم تقوم المؤسسة بإعطاء المساهم سهمين جديدين نظير كل سهم يحمله، ويترتب على زيادة عدد الأسهم عن طريق تجزئتها إلى تخفيض الأرباح والتوزيعات التي يحصل عليها السهم، وتفيد عملية تجزئة أسهم المؤسسة في تسهيل عملية البيع الجزئي لأسهم المؤسسة، بمعنى أن عملية التجزئة قد تتم على أساس سهمين جديدين نظير سهم قديم، أو ثلاثة أسهم جديدة نظير سهم قديم ...الخ (الحناوي & العبد، 2002، 408).

إذ تتفق هذه السياسة مع سابقاتها في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين، فمضاعفة عدد الأسهم لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح المؤسسة ومن ثم فمن المتوقع أن يسفر عن انخفاض قيمته السوقية، وتعتبر عملية تجزئة السهم عملية مشابهة لعملية توزيع الأسهم المجانية، والفرق في حالة عملية تجزئة السهم يتم تفتيت القيمة الاسمية للسهم (سامي، 2006، 72)، أي أن باستخدام تجزئة السهم سيزداد عدد الأسهم من خلال تخفيض عدد الحصص الموزعة بالقيمة الاسمية للسهم (العامري، 2010، 443).

- ✓ **أسباب اللجوء إلى هذا الشكل من توزيع الأرباح :**

وتقوم المؤسسات بهذه العملية لعدة أسباب منها (سامي، 2006، 71):

- زيادة رأسمال المؤسسة وعدم توسيع قاعدة المساهمين.

- الاحتفاظ بالأرباح وعدم توزيعها بهدف استثمارها.

- زيادة الطلب على أسهم المؤسسة في السوق وذلك نتيجة لزيادة سيولتها الناتجة عن انخفاض سعر السهم بعد التوزيع.

- إرضاء لرغبات المستثمرين وجعلهم يتمسكون بسهم المؤسسة في حالة عدم توزيع أرباح نقدية، نتيجة لعدة أسباب منها عدم توفر سيولة كافية لتوزيع أرباح نقدية.

وينظر المستثمرون إلى توزيع الأسهم المجانية (المنحة) على انه مؤشر ايجابي، وأن المؤسسة قامت بهذه العميلة نتيجة لتوقعها نمو الأرباح التي ستتحقق في المستقبل.

ت- تجزئة المعكوسة (عكس التجزئة) Reverse Split

إن عملية تجزئة أو اشتقاق الأسهم قد تتم من خلال سهمين جديدين مقابل سهم واحد قديم أو سهم ونصف جديد مقابل سهم قديم أو أي معدل آخر يحدد من قبل المؤسسة (صادق & مشكور، 2018، 25)، تلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جدا (حفصي،2016، 42).

ث-إعادة شراء الأسهم stock Repurchase

قد يأخذ التوزيع صيغة بديلة تتمثل في إعادة شراء جزء من أسهمها العادية التي أصدرتها – ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock، وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شرائه بإحدى طريقتين – فقد يشتري من سوق مفتوحة Open Maeket حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Tender Offers لعدد من الأسهم وبسعر محدد، وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقة (حنفي، 2007، 204)، فهي تستخدم للتخلص من الموارد المالية الفائضة أو تلجا إليها المؤسسة بغرض إحداث تغيير في هيكل رأس المال، وذلك بإصدار سندات جديدة لاستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم وبالطبع سوف يترتب على ذلك ارتفاع في نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ونظرا لان هذه السياسة لا تؤثر من قريب أو بعيد على القوة الإرادية للمؤسسة، فمن المتوقع أن يؤدي انخفاض عدد الأسهم إلى ارتفاع ربحية السهم (م. ا. هندي، 2003، 727-728).

- ✓ **أثار سياسة إعادة الشراء** (العامري، 2010، 447) :

- بالنسبة للمساهمين فإن بديل إعادة شراء الأسهم يعادل توزيع الأرباح ولكن الميزة التي يحصل عليها المستثمر في حال إعادة شراء هي أن الدخل العائد الرأسمالي معفى من الضريبة بينما يخضع دخل توزيع الأرباح إلى الضريبة.
- بالنسبة للمؤسسة هناك أثر هام لإعادة شراء الأسهم هو أنه يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين إلى الملكية، وأن هذا يكون مفيدا للمؤسسة إذا كانت نسبة الملكية مرتفعة أصلا وبذلك تستفيد المؤسسة من الرافعة المالية فتزداد ربحية السهم الواحد ومعدل العائد على حق الملكية، وقد يكون لذلك أثر ايجابي على سعر السهم في السوق المالية أما إذا كانت نسبة المديونية أكثر

مما قد يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة الأمر الذي قد ينعكس سلبا على سعر السهم في السوق المالية (العامري، 2010، 449).

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على قرارات التوزيع

عندما ترغب الإدارة في اتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من الاعتبارات، قبل اتخاذ قرارها في عملية التوزيع، وفيما يلي أبرز الاعتبارات والعوامل التي تحكم توزيع الأرباح.

أولا- الفرص الاستثمارية

من بين أبرز الاعتبارات والعوامل التي تتحكم في قرار توزيع الأرباح نجد العوامل المتعلقة بالفرص الاستثمارية مثل ربحية الفرص الاستثمارية، النمو والتوسع، حجم الأرباح ومتطلبات السيولة.

1-ربحية الفرص الاستثمارية

إذا لم توفر لدى المؤسسة أي فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح على المساهمين، أما إذا توفرت الفرص الاستثمارية المربحة للمؤسسة، فإنها تلجأ إلى استخدام الأرباح بغرض تمويل تلك الفرص (حفصي،2016، 41)، وبالتالي ينظر إلى الربحية كعامل رئيسي في صياغة توزيع أرباح المؤسسات (حسام كفايفي، 2020، 4).

2-النمو والتوسع

إذا كانت المؤسسة تمر بمرحلة نمو، فإنها سوف تحتاج إلى موارد مالية متاحة لتمويل عملية التوسع والنمو، ومن ثم الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية (الاستدانة)، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، ما يعفيها من مصاريف التي قد تنجم عن الاستدانة (حفصي،2016، 41).

3-حجم الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأرباح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية، وذلك عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها، ويرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي تعكسها سياسة توزيع الأرباح (عبد المالك، 2015، 51).

4-متطلبات السيولة

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة وقد تكون المؤسسة رابحة بالفعل وحققت أرابحا وفيرة على مر السنين، لكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل الفرص الاستثمارية للمؤسسة، أي أنه لا توجد سيولة نقدية لدى المؤسسة لدفع أرباح موزعة، حيث أن المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية وتستعمل كافة مصادر التمويل المتاحة لها لتمويل التوسع، تعاني عادة من ضائقة في السيولة، إذ يعتبر توفر السيولة أكثر أهمية من توفر الأرباح لأنها تعكس حقا قدرة المؤسسة على دفع أرباح نقدية (حسام كفايفي، 2020، 4)، حيث تعتبر مؤشر هام لأن الأرباح الموزعة تمثل تدفقات نقدية خارجية، وبالتالي فإنه كلما كانت المؤسسة ذات موقف جيد من حيث السيولة كلما زادت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح (حفصي،2016، 41).

ثانيا- الضرائب

تؤثر الضرائب بشكل أساسي على سياسة توزيع الأرباح ونميز هنا بين ثلاث أنواع للضرائب كالآتي (حنفي، 2007، 204 - 210):

1-الضرائب الشخصية على دخل المساهم

يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح الرأسمالية وأن الضرائب على الأرباح الرأسمالية أقل بصفة عامة، عن تلك التي تفرض على التوزيعات، ويعني هذا أن النظام الجبائي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل أرباح رأسمالية، وفقا للميزة الضريبية فإن المساهمون يفضلون أن تقوم المؤسسة بتمويل الاستثمارات من التمويل الداخلي، أي من الأرباح وتدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن، أي أن المساهم يفضل الحصول على التوزيعات في شكل أرباح رأسمالية وتخضع لمعدل الضريبة منخفض عن الحصول على هذا الدخل في شكل توزيعات نقدية (حيث معدل الضريبة على التوزيعات أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية).

2-الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح

يمكن للمساهم الحصول على دخل من خلال الأرباح الرأسمالية من دون إجراء أي توزيعات نقدية إذا ما استخدمت الأرباح المحتجزة في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم وسندات، أذونات الخزينة ...)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة

الضريبية لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول.

3-الضرائب على أرباح المؤسسة

يلاحظ أن الميزة الضريبية للقروض الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي مما يشجع على استخدام القروض في التمويل، ويترتب على ذلك أن يشكل التمويل بالمديونية نسبة لا بأس بها في هيكل رأس المال مقارنة بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة (حجز الأرباح، أسهم ممتازة)، فتطبيق مثل هذا الأسلوب يعني المزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد، بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية.

ثالثا – القيود القانونية والتعاقدية

فضلا عن العوامل المالية والاقتصادية فإنه كذلك القواعد القانونية والاعتبارات التعاقدية تعطي إطاراً يتم بموجبه صياغة سياسات توزيع الأرباح، حيث لها تأثيرا كبير على سياسة توزيع الأرباح.

1-القواعد القانونية

إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح تتأثر إلى حد كبير بالقواعد والقيود القانونية والتي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح، وتختلف القواعد القانونية من بلد إلى آخر ومن زمن إلى آخر، حيث توضح القواعد القانونية أن توزيعات الأرباح يجب دفعها من الأرباح (سواء الأرباح المحققة من السنة الجارية أو من الأرباح المحتجزة لسنوات سابقة)، إن بعض القوانين تنص على عدم توزيع أرباح رأسمالية لأنه هذا يمثل توزيع للأموال المستثمرة في المؤسسة، بذلك تركز القوانين على ثلاث قواعد رئيسية (حسين، 2008، 218):

أ- قاعدة صافي الأرباح

حيث تقضي هذه القاعدة انه لا ينبغي إجراء توزيع للأرباح ما لم تكن هذه الأرباح قد تحققت فعلا أي (الربح الصافي) أو من أرباح السنوات السابقة (الأرباح المحتجزة)، والهدف هو منع المساهمين من سحب استثماراتهم من رأس مال المؤسسة.

ب-قاعدة الإعسار المالي

هذه القاعدة تعني عدم توافر نقد يمكن المؤسسة من دفع التزاماتها في مواعيدها ويقصد أيضا بعدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم وبالتالي امتناع المؤسسة عن إجراء التوزيعات، والغرض من هذه القيود هو عدم المساس برأس المال والذي يعتبر بمثابة ضمان للدائنين باسترجاع أموالهم.

ج-قاعدة إضعاف رأس المال

إن هذه القاعدة تمنع توزيع أرباح من رأس المال حماية للمقرضين ويعرف رأس المال على انه المبلغ الأصلي المدفوع من حملة الأسهم والذي يظهر في الميزانية بحقل الأسهم العادية.

2-الشروط والاعتبارات التعاقدية

قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف المؤسسة، وذلك حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون ألا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية، إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة ألا يتم إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة (حنفي، 2007، 204-210).

3-القيود القانونية الخاصة بحفاظ على مستوى رأس المال

قد تنص الشروط القانونية والمحاسبية على أن التوزيعات لا يجب أن تتجاوز الأرباح المحتجزة، ويعني هذا أنه لا يمكن للمؤسسة أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت الأموال الخاصة لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم الشركة المتداولة (حنفي،2007، 204- 210).

رابعا -تكلفة التمويل الخارجي

يمكن للشركة المحافظة على معدل توزيعات منخفض بحيث يمكننا تجنب اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات، فكلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد الاتجاه إلى استخدام التمويل الداخلي من الأرباح (حنفي،2007، 204-210).

1-الهيكل المالي للمؤسسة

يمكن أن يؤثر الهيكل المالي على سياسة التوزيع في المؤسسة، فإذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من القدرة على الاستدانة فعند بلوغ النسبة الحرجة من الاستدانة عندها يجب عليها الاعتماد على التمويل الذاتي وهو ما سوف يؤثر على التوزيعات (عبد المالك، 2015، 54).

2-عمر المؤسسة

تتأثر سياسة توزيع الأرباح التي تنتجها المؤسسة بعمر وجودها، إن المؤسسة الحديثة النشأة عادة ما تكون بحاجة إلى أموال كثيرة لتمويل توسعاتها، وهي تواجه صعوبات كبيرة للحصول على هذه الأموال من السوق، لذا تجد أن المؤسسة تتبع سياسة توزيع تتلخص في استباق قدر كبير من هذه الأرباح لإعادة استثمارها، ولكن المؤسسة القديمة والمتمرسة والتي وصلت إلى حد التشبع سواء في استثمارها أو التوسيع قد تتبع سياسة توزيع معدل عالي من الأرباح وذلك بسبب أن الأموال التي جمعتها المؤسسة خلال عمليتها سابقا كافية لتمويل الحاجات المالية إضافة إلى سهولة اللجوء إلى السوق المالي وهذه العوامل من شأنها أن تزيد الأرباح الموزعة على المساهمين (حسين، 2008، 219).

خامسا - عوامل أخرى

بالإضافة إلى العوامل السابقة، هناك عوامل أخرى يجب على الإدارة المالية أن تأخذها في الحسبان، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

1-تكلفة الإصدار والمعاملات

عندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة وتفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، تقوم المؤسسة بتخفيض معدلات التوزيع واحتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل مشاريعها الاستثمارية، ويفضل المستثمر كذلك تجنب تكلفة المعاملات من خلال رغبته في زيادة حصة مساهمته في رأس مال المؤسسة، ويكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح، بدلا من حصوله على توزيعات ثم استخدام حصيلتها في شراء المزيد من الأسهم، والسبب في ذلك هو رغبته في تجتنب تكلفة المعاملات، والتي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعا عندما يتضمن أمر الشراء عددا صغريا من الأوراق (عبد المالك، 2015، 53-54).

2-تفضيلات المساهمين الحاليين والرغبة في السيطرة

تعتبر تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة من أهم محددات سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين يكون هنالك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أن المساهمين الحالين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة، حتى لا يخسروا سيطرتم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف (فوائد) القروض (حفصي،2016، 41).

3-محتوى المعلومات

ينطوي الإعلان عن التوزيعات في طياته على المستقبل المبشر للمؤسسة، فالمستثمرون يعتبرون الإعلان عن التوزيعات كإشارة من المؤسسة على تحقيقها لأرباح في المستقبل، فيكون له الأثر الايجابي على قيمة السهم (علي باكرية، 2018، 107).

ملخص الفصل :

بالنظر إلى تعدد المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة فإنه يقع على عاتق المقيم الوصول إلى القيمة العادلة – الحقيقية – التي ترضي مختلف الأطراف المعنية بها، لذا فعليه أن يستند إلى أحد طرق التقييم الرئيسية على حسب الهدف المراد منه التقييم فهناك طرق تعتمد على مقاربة الذمة المالية وهناك طرق أخرى تعطي صورة أقرب للقيمة الحقيقية للمؤسسة وهي كل من طريقة التدفقات وطريقة فائض القيمة والطرق المعتمدة على خلق القيمة.

من خلال تعدد أهداف الإدارة المالية فإنه يتعين على المدير المالي أن يحدد هدفا يرشده عند اتخاذه للقرارات المالية، ومن الأهمية بمكان وضع الأولويات لحل هذا التعارض بين الأهداف المختلفة، حيث تقترح النظرية الاقتصادية كهدف للمؤسسة تحقيق أقصى ربح ممكن، غير أن هذا الهدف يتجاهل القيمة الزمنية للنقود ولا يأخذ بعين الاعتبار أيضا لمخاطر التدفقات النقدية، وعليه فقد برز هدف مالي آخر كأحد الأهداف الرئيسية التي يجب على الإدارة المالية أن تحققها وهو إيجاد قيمة أعلى للمؤسسة، حيث يوازن بين العائد والمخاطرة، إذ أن هذا الهدف يعتبر مناسبا للقرارات المالية لما له من أثر مباشر على ثروة المساهمين، أما هدف تحقيق الرفاه الاجتماعي فهو الهدف الثالث للإدارة المالية، حيث تعتبر مسؤولية المؤسسة تجاه المجتمع من الموضوعات المثيرة للجدل، وبالتالي يمكن أن نأخذ بعين الاعتبار هذا الهدف عن اتخاذ القرارات المالية دون أن يلحق الضرر بقيمة المؤسسة.

نشير هنا أيضا، إلى كيفية تحديد وتقدير القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تتم هذه العملية بإيجاد قيمة العائد المتوقع ومن ثم يحدد الفاعلين في البورصة معامل الخصم لهذه التدفقات، والتي تمثل درجة المخاطرة، حيث تتحدد من خلال متغيرات أخرى تتمثل في توقيت الحصول على العائد، السيولة والمقدرة على أداء المديونية.

بالنسبة لقرارات توزيع الأرباح فتعتبر أحد أهم القرارات المالية، حيث يحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، إذ يهتم هذا القرار بتحديد نسبة وتوقيت الأرباح التي توزع على المساهمين، وبالتالي فهو متعلق باحتجاز الأرباح، إذ تعتبر قرارات التوزيع الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو.

على الرغم من أن توزيع الأرباح تأتي في الغالب بشكل نقدي فقد يكون بعدة صيغ مختلفة على شكل غير نقدي كالتوزيعات العينية أو على شكل تجزئة الأسهم، منح أسهم مجانية وإعادة شراء الأسهم.

من بين أبرز الاعتبارات والعوامل التي تتحكم في قرار توزيع الأرباح نجد العوامل المتعلقة بالفرص الاستثمارية، الضرائب، القواعد القانونية والاعتبارات التعاقدية، بالإضافة إلى عوامل أخرى من أهمها تكلفة التمويل الخارجي، تفضيلات المساهمين الحاليين والرغبة في السيطرة ومحتوى المعلوماتي للتوزيعات.

الفصل الثاني: علاقة قرارات توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة– النظريات، النماذج و الدراسات–

تمهيد:

تعد قرارات توزيع الأرباح من أكثر الموضوعات التي يتم بحثها على نطاق واسع في مجال المالية، ما لهذا القرار من أهمية بالنسبة للمساهمين والمستثمرين في السوق المالي، المقرضين، المديرين وغيرهم من أصحاب المصالح، خاصة وأنه لم يحسم فيه الجدل بعد فيما إذا كانت قرارات التوزيع تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة أم لا، فقد ظهرت العديد من النظريات والنماذج والدراسات التي حاولت تفسير قرارات توزيع الأرباح، حيث اختلفت هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من هنا تكمن أهمية التعرف على العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

مما سبق سيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

المبحث الأول : نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي التام

المبحث الثاني : نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي غير التام

المبحث الأول: نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي التام

ارتبطت النظرية الاقتصادية منذ نشأتها بفرضية السوق التامة لما له من اتصاف بكمال المنافسة والمثالية والذي يسمح بالتوصل إلى التفسير الاقتصادي الأولي في ظل رشادة السلوك الاقتصادي، حيث أن المستثمر الذي يعمل في سوق يسوده نظام المنافسة التامة يتمتع بتبادل يتصف بكونه تام المرونة، أي أن المستثمر لديه القدرة على تداول الأصول، وبالسعر السائد في السوق.

المطلب الأول: أولى النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح

قبل وضع Modigliani & Miller مقالتهما في عام 1961، كانت المعالجات الأكاديمية لموضوع توزيعات الأرباح في المقام الأول ذات الطبيعة الوصفية فقط (Buchanan, 1991 ,168–175)، اذ حاول بعض الباحثين قبلهما بتفسير سبب قيام المؤسسة بتوزيعات الأرباح.

أولا– نظرية الفائض

تعتبر نظرية الفائض The Residual Theory of Dividends، من أولى النظريات التي حاولت تفسير قرارات توزيع الأرباح، حيث تقضي هذه النظرية بأن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على استثمارات المؤسسة أكبر من معدل عائد نصيب المستثمر من الأرباح فيما لو انه استثمرها بنفسه (هندي، 2003، 699)، بعبارة أخرى سيفضل المستثمرون أن تبقى الأرباح محتجزة لدى المؤسسة إذا كانت الفرص الاستثمارية تحقق عائدا أكبر من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل العائد المطلوب فإنهم سيفضلون توزيعات الأرباح (العامري، 2010، 435)، هذا يعني أن مفهوم فائض التوزيعات يعتمد على قرار تقسيم الأرباح بين احتجازها لتمويل الاستثمارات المستقبلية وبين دفعها على شكل توزيعات الأرباح، وبالتالي يمكن للمؤسسة إما الاحتفاظ بكل الأرباح لاستثمارها في مشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة أو التوزيع من باقي فائض الأرباح بعد تمويل الاستثمارات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، حيث أن المؤسسة ليست ملزمة بدفع توزيعات الأرباح (Ozuomba, Anichebe, & Okoye, 03 ,2016)، يفهم من نظرية الفائض أن التوزيعات لا تخرج عن كونها مجرد وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح وأن حجم التوزيعات يتوقف في المقام الأول على قرارات الاستثمار، بعبارة أخرى فإن ارتفاع القيمة السوقية للسهم ترجع في الأساس إلى وجود اقتراحات استثمارية يتولد عنها عائد يفوق العائد المطلوب، أما إجراء توزيعات الأرباح أو عدم إجرائها فلا اثر له على قيمة المؤسسة، فقرار التوزيع قرار تابع Passive يتوقف على مدى ربحية اقتراحات استثمارية (هندي، 2003، 699).

ثانيا–منظور Graham & Dodd 1951

دعا Graham & Dodd إلى تفضيل المستثمرين لتوزيعات الأرباح بسبب يقين توزيعات الأرباح مقارنة بعدم التأكد المحاط بالأرباح الرأسمالية (Bezawada & Tati, 2017, 1235)، ويجادلان على أن المؤسسات تدفع توزيعات الأرباح لأن المستثمرين يفضلون الحصول على مدفوعات نقدية على وجه اليقين (في شكل توزيعات الأرباح) بدلاً من تركها للمؤسسة وتعريض أنفسهم لمخاطر إضافية (Lambert, Lanen, & Larcker, 1989, 409)، حيث يعتقد Graham & Dodd أن الغرض الوحيد من وجود المؤسسة هو دفع توزيعات الأرباح للمساهمين (Nazir & Nawaz, 331, 2012)، وبالتالي سيقوم المستثمرون بتقييم أسهم المؤسسات التي تدفع توزيعات أرباح عالية بقيمة مرتفعة مقارنة بالمؤسسات المماثلة التي تدفع توزيعات أرباح أقل (Black & Scholes, 1, 1974).

المطلب الثاني : نظرية عدم ملائمة التوزيعات

وفقا لـ Modigliani & Miller، ليس لقرارات توزيع الأرباح أي تأثير على قيمة المؤسسة، أي لا توجد علاقة بين نسبة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم المؤسسة، ويرجع لـ Modigliani & Miller الفضل في التأسيس الحديث للنظرية المالية من خلال طرح مقاربة رئيسية للبرهنة على عدم ملائمة توزيعات الأرباح.

أولا – نموذج Modigliani & Miller

يرى Modigliani & Miller عدم وجود علاقة بين قرارات التوزيع وبين قيمة المؤسسة أو ثروة المساهمين، حيث جادلا بأن قيمة المؤسسة تتحدد فقط من خلال قوتها الأساسية في تحقيق الإيرادات ومخاطر أعمالها، وأن قيمة المؤسسة تعتمد فقط على العائد الناتج عن أصوله، وليس على كيفية تقسيم هذا العائد بين توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة (Miller & Modigliani, 1961 , 414).

1–الفرضيات المعتمدة

كما هو موضح أعلاه، فإن جوهر نظرية عدم ملائمة التوزيعات لـ Modigliani & Miller، هو أن المساهمين لا يعتمدون بالضرورة على توزيعات الأرباح للحصول على المدفوعات النقدية، وذلك في ظل الافتراضات التالية(Pandey, 2015, 427) :

- تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس المال الكامل حيث يتصرف المستثمرون بعقلانية كما لا توجد تكلفة المعاملات أو الإصدار، أما المعلومات فهي مجانية ومتاحة للجميع. أسواق رأس

المال الكاملة تعني أيضًا أنه لا يوجد مستثمر كبير بما يكفي للتأثير على القيمة السوقية للأسهم.

- لا يوجد ضرائب أو لا يوجد فرق بين معدل الضريبة المطبق على الأرباح الرأسمالية وبين معدل الضريبة المفروض على الأرباح الموزعة على المساهمين. هذا يعني أن المستثمرين سيقدرون دينار واحد من توزيعات الأرباح بقدر دينار واحد من الأرباح الرأسمالية.
- سياسة الاستثمار في المؤسسة ثابتة لا تتغير.
- مخاطر عدم التأكد غير موجودة. أي أن المستثمرين قادرون على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم والتوزيعات على وجه اليقين، ومعدل خصم واحد مناسب لجميع الأوراق المالية وجميع الفترات الزمنية.

2-الأدلة المعتمدة

في ظل الافتراضات السابقة فإن معدل العائد على الاستثمار يعادل تكلفة رأس المال وهو معدل عائد جميع الأسهم في نفس مستوى خطر الأعمال بين المؤسسات، وإذا ما اختلف معدل العائد على الأسهم فإن عملية المراجحة (التحكيم) Arbitrage كفيلة بإرجاع المساواة بين جميع عوائد الأسهم [1]، ويمكن حساب معدل العائد على الاستثمار الذي يتحدد بالعائد من التوزيعات بالإضافة إلى العائد الرأسمالي كما يلي(الحناوي & العبد، 2002، 380-381):

$$K = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث :

D:توزيعات السهم

P_1: قيمة السهم في نهاية الفترة

P_0:قيمة السهم في بداية الفترة

1- وتتلخص عملية المراجحة هنا في أن المستثمرين سوف يبيعون الأسهم ذات العائد المنخفض، ويشترون الأسهم ذات العائد المرتفع وهو ما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم ذات العائد المنخفض وارتفاع سعر الأسهم ذات العائد المرتفع وسوف تظل هذه العملية حتى تختفي الاختلافات بين العائد على الأسهم.

وعليه يمكن تحديد قيمة السهم كما يلي :

$$P_0 = \frac{D+P_1}{1+K}$$

كما يمكن أن نستخلص قيمة السهم في نهاية الفترة P_1 كما يلي (Paramasivan & Subramanian, 2009, 102):

$$P_1 = P_0 (1 + K) - D$$

نستنتج أن ثروة المساهمين والمتمثلة في $P_0 (1 + K)$ تساوي مجموع قيمة السهم في نهاية الفترة مضاف إليها التوزيعات،

$$P_0 (1 + K) = P_1 + D$$

و بما أن P_0 وK ثابتتين وبالتالي $P_0 (1 + K)$ قيمة ثابتة ومعلومة، فإن D ومهما تكن قيمتها فستكون قيمة مجزئة لقيمة السهم في نهاية الفترة ولا معنى لها بالنسبة للمساهم، وللتوضيح أكثر فإن ثروة المساهمين في نهاية الفترة تتمثل في :

$$\text{ثروة المساهمين} = P_1 + D$$

من خلال المعادلة رقم (3–2) ستصبح كما يلي :

$$\text{ثروة المساهمين} = (P_0 (1 + K) - D) + D$$

و بالتالي نلاحظ أنه مهما كانت قيمة التوزيعات D فإن ثروة المساهمين لن تتأثر لأن قيمة $P_0 (1 + K)$ ثابتة . ومنه تصبح

$$\text{ثروة المساهمين} = P_0 (1 + K)$$

ونلخص فكرة Modigliani & Miller في أنه إذا ما حققت المؤسسة أرباحا وقررت توزيع جزء منها، فإن القيمة السوقية للسهم بعد التوزيع سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم، أما إذا لم تقم المؤسسة بالتوزيع فسوف ترتفع القيمة السوقية للسهم بمقدار الأرباح التي لم يتم توزيعها أي التي تم احتجازها، وبالتالي قرار التوزيع لا يعني شيء بالنسبة لحامل السهم، فإذا أجريت التوزيعات فسوف تزيد ثروته بمقدار هذه التوزيعات، أما إذا لم تجري أي توزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها(هندي، 2003، 701).

3- تمويل استثمارات جديدة

يمكن أن تعوض المؤسسة نقص التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة في السوق مكان احتجاز الأرباح وذلك في ظل سوق رأس المال الكامل، حيث يكون بيع الأسهم بدون تكلفة، لذا فإذا ما أرادت المؤسسة أن تمول استثمارات جديدة من الأموال المولدة داخليًا أو اللجوء إلى التمويل الخارجي، فهذا أمر غير جوهري من وجهة نظر كل من المستثمر والمؤسسة، ومن ثم لا تختلف سياسة توزيع الأرباح عن السياسة احتجاز الأرباح (Ozuomba et al., 2016, 04).

ثانيا- نموذج Van Horne1989

قدم VAN Horne نموذجا يؤكد فيه على أن سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة السهم في بداية الفترة، وتساوي القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عنه خلال الفترة، وتتمثل هذه التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في بداية الفترة.

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N* سهم، فإن قيمة الأموال الخاصة تصبح ما يلي (بن ضب، 2009، 141-142) :

$$NP0= (N . D + (N + N^*) P1 - N^* . P1) / 1+K$$

أي أن قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمين في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة الحالية للأموال الخاصة (الأسهم القديمة والجديد) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة، فإن اقتصرت الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية والتي تتحدد وفق المعادلة التالية :

$$R + N^*.P1 = I + N. D$$

حيث: R :تمثل النتيجة الصافية؛ D الأرباح المحققة؛ I الاستثمارات

وعليه فإن مقدار الرفع في رأس المال يكون كالآتي :

$$N^*.P1 = D. N + I - R$$

بالتعويض في المعادلة السابقة نجد :

$$NP0= (N . D + (N + N^*) P1 – (D. N + I – R)) / 1+K$$

$$NP0= ((N + N^*) P1 + R–I) / 1+K$$

بالنظر للمعادلة الأخيرة نلاحظ أنه لا وجود للتوزيعات في هذه المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، وهي دالة تابعة إلى النتيجة المحققة والاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة.

المطلب الثالث: نظرية ملائمة التوزيعات

تعتبر هذه المدرسة الفكرية أن توزيعات الأرباح عبارة عن متغيرات نشطة تؤثر في قيمة المؤسسة، هذا المنظور يدعمه كل من Lintner، Gordon وWalter، فوفقًا لهم فإن قرارات توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة (De Wet & Mpinda, 2013 ,1454).

أولا – نموذج Lintner

يفترض نموذج Lintner أن قرارات توزيع الأرباح تعتمد في جزء منها على الأرباح الحالية للمؤسسة ويعتمد الجزء الآخر على توزيع الأرباح في السنة السابقة (العامري,2010، 454)، وتقول نظريته أن التوزيعات تتبع نموذج الهدف المعدل Target Adjustment Model، إذا اقتصر الدفع على توزيعات الأرباح النقدية (Lambrecht & Myers, 2012 ,1761) .

و يتم صياغة نموذج Lintner كما يلي (Lintner, 1956, 107–108):

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

حيث $D^*_{it} = r_i P_{it}$ و r هي نسبة الدفع المستهدفة،

P_t هي الأرباح الجارية السنوية بعد الضرائب،

ΔD_t هو التغير في توزيعات الأرباح،

D_t وD_{t-1} هي مبالغ توزيعات الأرباح المدفوعة في السنوات المحددة من خلال السنة t

يعبر الرمز الفرعي i عن كل مؤسسة

ويمثل D^*_{it} توزيعات الأرباح التي كانت الشركة ستدفعها في العام الحالي إذا كانت أرباحها تستند إلى نسبة التوزيعات الثابتة المستهدفة ri المطبقة على الأرباح الحالية.

تشير المعلمة ci إلى معامل الفرق بين توزيعات الأرباح "المستهدفة" D^*_{it}، والتوزيعات الفعلية التي تم سدادها في العام السابق $D_{i\,(t-1)}$، والتي تنوي المؤسسة في المتوسط عكسه في توزيعات أرباح السنة الحالية كزيادة (أو نقصان) عن مدفوعات العام السابق.

يمكن أن يكون معامل a (الثابت) مساوي للصفر لبعض المؤسسات ولكنه بشكل عام يكون موجبا، وذلك من أجل أن يعكس مدى تحفظ وتردد المؤسسة في تغيير توزيع الأرباح، بالإضافة إلى تأثير الرغبة المخصصة في النمو التدريجي في توزيعات الأرباح .

المتغير u يمثل الفرق بين التغيير الملحوظ والمتوقع لـ ΔD_t على أساس شروط أخرى في المعادلة. بحيث يستوعب الفرق المستحق لتفضيل كل مؤسسة لمعدلات توزيعات الأرباح بوحدات تقريبية (صحيحة) لكل سهم، فضلا عن تأثير جميع الاعتبارات الأخرى بقدر ما هي لا تنعكس بشكل منهجي في القيم المعينة إلى المعلمتين ci وri والثابت a.

يمكن تلخيص الملاحظات الميدانية لـ Lintner، حيث أنه فسر حوالي 85 % من سنوات من إجراء توزيع الأرباح المؤسسات التي تمت دراستها في هذه المجموعة والمكونة من ثمانية وعشرين مؤسسة تتوافق مع هذا النموذج مع وجود تباينات معتدلة فقط (Lintner, 1956, 107–108).

ثانيا– نموذج Walter

يعتبر نموذج Walter أحد النماذج الأولية لتوزيعات الأرباح، وقد تم بناء النماذج اللاحقة التي تلته على هذا النموذج (العامري، 2010، 433)، ويدعم نموذج Walter مبدأ أن توزيعات الأرباح مرتبطة بالقرارات الاستثمارية في المؤسسة، ولا يمكن فصلها عن قرار توزيع الأرباح على حد سواء، وأن اختيار المؤسسة لقرار توزيع الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسة.

1–افتراضات النموذج

يفترض نموذج Walter ما يلي (Bhat, 2008, P541):

– أن تمول المؤسسة استثماراتها فقط عن طريق الأرباح المحتجزة ولا تعتمد على الأموال الخارجية(الديون أو الأسهم الجديد).

–كل من معدل العائد الداخلي R، وتكلفة رأس المال K ثابتة لا تتغير.

-كل الأرباح المتاحة للمؤسسة إما أن توزع بالكامل على شكل توزيعات الأرباح أو أن يتم احتجازها كلها.

- الأرباح والتوزيعات لا تتغير.

- المؤسسة مستمرة على المدى الطويل أو لن تنقضي.

2- صياغة النموذج

وفي ظل الافتراضات السابقة، صاغ Walter نموذجه والذي توضحه المعادلة التالية (Paramasivan & Subramanian, 2009 , 107-108) :

$$P = \frac{D + \frac{R}{K}(E - D)}{k}$$

حيث :

P = القيمة السوقية للسهم

D = توزيعات الأرباح لكل سهم

R = معدل العائد الداخلي

E = ربح السهم

K = تكلفة رأس المال

3- قرارات التوزيع وفقا لنموذج Walter

لإظهار تأثير قرارات توزيع الأرباح المختلفة على القيمة السوقية للسهم، يجب علينا تطبيق المعادلة وبالترتيب لكل من مؤسسات النمو والمؤسسات العادية والمؤسسات المتراجعة، ومن خلال تحليل نموذج Walter يتضح أن قرارات توزيع الأرباح المثلى تعتمد على العلاقة بين معدل العائد الداخلي للمؤسسة R وتكلفة رأس المال K، يمكن تلخيص وجهة نظر Walter بشأن نسبة توزيع الأرباح المثلى على النحو التالي(Bello & Olarinde, 2020 ,148-150):

أ- مؤسسات النمو R> K :

يطلق على المؤسسات التي يكون معدل العائد الداخلي R لها أكبر من تكلفة رأس المال K على أنها مؤسسات النمو، ومن المفترض أن هذه المؤسسات لديها فرص مربحة للاستثمار ويمكنها إعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل أعلى من المعدل المتوقع من قبل المساهمين، وبالتالي ستعمل هذه المؤسسات على تعظيم القيمة السوقية للسهم إذا ما اتبعت سياسة احتجاز كل الأرباح، ومن ذلك فإن نسبة التوزيع المثلى بالنسبة لمؤسسات النمو هو 0%، حيث تزداد القيمة السوقية للسهم مع انخفاض نسبة التوزيع.

ب-المؤسسات العادية R= K :

بالنسبة إلى Walter، لا تتمتع معظم المؤسسات بفرص استثمار مربحة غير محدودة، حيث بعد استنفاد كل فرص الاستثمار، ستحقق هذه المؤسسات على استثماراتها معدل عائد مساوٍ لتكلفة رأس المال R = K، وبالنسبة لهذه النوعية من المؤسسات، فإن قرارات توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية للسهم، ففي نموذج Walter يمكن ملاحظة أن القيمة السوقية لأسهم المؤسسات العادية هي نفسها واحدة مهما كانت نسب توزيعات الأرباح، وبالتالي لا توجد نسبة توزيع مثلى وحيدة لمثل هذه النوعية من المؤسسات، حيث لا تتأثر القيمة السوقية للسهم مهما كانت نسبة التوزيع.

ت-المؤسسات المتراجعة R < K:

بعض المؤسسات ليس لديها فرص استثمارية مربحة لاستثمار الأرباح وستحقق هذه المؤسسات على استثماراتها معدلات عائد أقل من الحد الأدنى للمعدل المطلوب من قبل المستثمرين، حيث سيوظف المستثمرون في هذه المؤسسات الأرباح في مكان آخر للحصول على معدل عائد أعلى من المعدل الذي تجنيه المؤسسات المتراجعة، في هذه الحالة ستكون القيمة السوقية للسهم للمؤسسات المتراجعة في أعظم قيمتها عندما لا يتم احتجاز الأرباح، حيث يمكن ملاحظة أن نسبة التوزيع المثلى للمؤسسات المتراجعة هي 100%، فمع كل زيادة في نسبة التوزيعات، تزداد القيمة السوقية للسهم.

تعتمد سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة في نموذج Walter على مدى توفر فرص الاستثمار والعلاقة بين معدل العائد الداخلي للمؤسسة R وتكلفة رأس المال K، حيث من المنطقي احتجاز المؤسسة الأرباح لتمويل الاستثمار إذا كانت R> K، وتوزيع الأرباح عندما تكون R <K وغير مبالية عندما تكون R = K .

ثالثا– نموذج Gordon

تم تطوير نموذج آخر بواسطة Myron Gordon (1962) بحيث يربط صراحةً القيمة السوقية للمؤسسة بقرارات توزيع الأرباح والذي قام بدراسة حول قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم حيث خلص إلى أن قرار توزيع الأرباح للمؤسسة تؤثر على القيمة السوقية لأسهمها (Bello & Olarinde, 2020, 150).

1– الفرضيات المقترحة

يقترح Gordon أحد النماذج الشائعة التي تفترض أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، وتستند إلى الافتراضات التالية(Paramasivan & Subramanian, 2009 ,111):

– المؤسسة ممولة كليا بالأموال الخاصة.

– المؤسسة ليس لديها تمويل خارجي (لا يوجد رأس المال المقترض).

– ثبات كل من تكلفة رأس المال ومعدل العائد الداخلي.

– تملك المؤسسة حياة مستمرة ولن تنقضي.

– لا توجد ضرائب المؤسسات.

– نسبة النمو g ثابتة وتساوي نسبة الأرباح المحتجزة b في معدل العائد الداخلي R نسبة (g = bR).

– تكلفة رأس المال أكبر من معدل النمو (g <K).

3–صياغة النموذج

وفقا لنموذج Gordon فإن القيمة السوقية للسهم تعادل القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية لانهائية، وتتحدد كما يلي (الحناوي & العبد, 2002،369–370):

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

حيث :

P_0: القيمة السوقية للسهم

D_t: التوزيعات في السنة t، وتمثل K : تكلفة رأس المال.

وإذا ما قامت المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح فإننا نأخذ بعين الاعتبار معدل النمو في التوزيعات g وبالتالي القيمة السوقية للسهم تتحدد كما يلي :

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

حيث :

g معدل نمو التوزيعات ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة b في معدل العائد الداخلي R أي: g=b.R

وبما أن توزيعات السهم الآن D تساوي مقدار الربح Y في نسبة التوزيع 1−b، فإنه سنتحصل على الصياغة النهائية للقيمة السوقية للسهم كما يلي (Gordon, 1963 , P270) :

$$P_0 = \frac{Y(1-b)}{k-(bR)}$$

وتشير المعادلة بوضوح العلاقة بين الأرباح الحالية، وقرارات التوزيعات الممثلة في نسبة الأرباح المحتجزة b ومعدل العائد على الاستثمار R وتكلفة رأس المال K في ظل فرضية (g <K) [2].

---

2 – لأن كل زيادة في الأرباح المحتجزة لا تقابلها دائما زيادة في سعر السهم السوقي، فعلى سبيل المثال وإذا كان *b = 1* فإن *k –br* يصبح سالبًا، مما يجعل سعر السهم السوقي سالبًا (لأن *k>b*)، وأيضا إذا ما تحقق *b* = R / K، فان القيمة السوقية للسهم تصبح مالا نهاية لأن المقام يساوي الصفر، وبالتالي نتحصل على قيم سوقية للسهم غير منطقية.

4–استنتاجات التوزيع الأمثل وفقا لنموذج Gordon

في ظل نموذج Gordon يتم التوزيع الأمثل حسب نوعية المؤسسة كما يلي (Bello & Olarinde, 2020 , P153) :

أ– نعتبر حالة مؤسسات النمو عندما يكون معدل العائد لها أكبر من تكلفة رأس المال R> K، حيث ستزيد القيمة السوقية للسهم P_o كلما زادت نسبة احتجاز الأرباح b، ولكن يجب أن تكون نسبة الأرباح المحتجزة b أقل من تكلفة رأس المال على معدل العائد K / R.

ب–في المؤسسات المتراجعة حيث يكون معدل العائد لها أقل من تكلفة رأس المال R < K ستزداد القيمة السوقية للسهم P_o مع زيادة نسبة التوزيع (1–b).

ت–لا تتأثر القيمة السوقية للسهم بقرارات توزيع الأرباح عندما يكون معدل العائد للمؤسسة مساو لتكلفة رأس المال R = K.

نلاحظ استنتاجات نموذج Gordon حول سياسة توزيع الأرباح مماثلة لاستنتاجات لنموذج Walter، ويرجع التشابه إلى تماثل الافتراضات التي تكمن وراء كلا النموذجين.

المطلب الرابع : النظريات المفسرة لتوزيع الأرباح في ظل المخاطرة

كثيرا ما يستخدم مصطلح المخاطرة في مجال المالية، حيث يقصد به أنه حالة غير مؤكدة يكون لها تأثير ايجابي أو سلبي على التدفقات النقدية المستقبلية، وينطبق نفس هذا المفهوم بالنسبة لمخاطر توزيع الأرباح فإنه يقصد به الانحراف في توزيعات الأرباح المتوقعة وفي تواريخ مختلفة في المستقبل مما يجعل معدل الخصم يأخذ علاوة مخاطر متزايدة عبر الزمن.

أولا– نموذج Gordon "عصفور في اليد"

سبق وأن أشرنا في نموذج Gordon في الحالة التي يتعادل فيها معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة رأس المال فإن قرارات التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، إلا أنه عاد وبرهن أن قرارات التوزيع لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة حتى عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة رأس المال (الحناوي & العبد، 2002، 377)، وعلى عكس ما تم افتراضه من قبل، أنه حتى في الحالة التي يكون فيها تكلفة رأس المال k، مستقلًا عن نسبة احتجاز الأرباح b، فإن الأساس المنطقي لذلك هو أن توزيعات الأرباح المتوقعة في تواريخ مختلفة في المستقبل سوف تخضع لمخاطر مختلفة، وبالتالي يجب خصم كل عائد مستقبلي متوقع بمعدل مختلف لتعكس هذه المخاطر

التفاضلية، (M. Brennan, 1971, 1117)، وبالنظر لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة أي يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة وأطلق Gordon على هذا النموذج اسم عصفور في اليد (الحناوي & العبد،2002، 377).

وبالتالي تتحدد القيمة السوقية للأسهم وفق هذا النموذج كما يلي (M. Brennan, 1971 , 1117):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_1)^1} + \frac{D_2}{(1+K_2)^2} + + \cdots, \frac{D_n}{(1+K_n)^n}$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية للسهم

D_n : توزيعات الأرباح المتوقعة لكل سهم فترات n في المستقبل،

K_i : معدل الخصم المناسب لمخاطر توزيعات الأرباح المتوقعة للفترات المقبلة عند توزيع كل الأرباح D

معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من معدل الخصم للفترة الحالية ($K_2>K_1$, $K_3>K_2$…ect)

وإذا قامت المؤسسة باحتجاز الأرباح وتوزيع الجزء المتبقى فمن المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو معين يعادل نسبة الأرباح المحتجزة مضروبا في معدل العائد على الاستثمار، أي أن يضاف العائد على الاستثمار للتوزيعات عن السنوات التالية وفي هذه الحالة ستظهر معادلة القيمة السوقية للأسهم في الصورة التالية (الحناوي & العبد، 2002، 377):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_1)^1} + \frac{D_1(1+g)}{(1+K_2)^2} + + \cdots, \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+K_n)^n}$$

حيث :

P_r : القيمة السوقية للسهم في حالة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح

حيث تشير القيمة السوقية للسهم في حال قيام المؤسسة باحتجاز جزء من أرباحها وخصم التوزيعات التي تأتي في المستقبل البعيد بمعدل خصم أعلى من تلك التوزيعات التي تأتي في المستقبل القريب.

وتوصل Gordon إلى نتيجة هامة أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن قرارات التوزيع سوف تأثر في القيمة السوقية للسهم، بحيث أن المستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم فإن المستثمر يكون مستعدا لدفع علاوة إضافية للسهم ذي التوزيعات المرتفعة، لأن القيمة الحالية للوحدة النقدية بوصفها توزيعات للأرباح أكبر من قيمة الوحدة النقدية المتوقعة للأرباح الرأسمالية، والسبب يعود إلى أن عائد توزيع الأرباح أقل مخاطرة من معدل النمو الذي قد يتحقق في ظل احتجاز الأرباح (Fannoush, 219 ,2007).

ثانيا– نظرية توزيع الأرباح الشخصية

يعترف Modigliani & Miller بأن كل من توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم يخضعان لعدم التأكد، لكنهم يصران على وجهة نظرهما على أن قرار توزيع الأرباح ليس له تأثير على القيمة السوقية للسهم، ويؤسسان استنتاجهما على افتراض تصرف المستثمر بعقلانية في تعظيم ثروته حيث لن تؤثر الاختلافات في قرارات توزيع الأرباح الحالية والمستقبلية على القيمة السوقية للسهم، والسبب هو أن مجموع القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المستقبلية، زائد القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة هي نفسها مهما اختلفت التوزيعات (Ozuomba et al., 2016 ,4)، ولكي يثبتا صحة نظريتهما هذه، افترضا أن المستثمر يتمكن من تشكيل سياسة توزيع شخصية التي تناسبه Homemade Dividend بحيث لا يبالي بتوزيعات الأرباح التي تقررها المؤسسة، فإذا كانت الأرباح الموزعة من قبل المؤسسة لا تسد حاجة المستثمرين من النقدية فإنه يمكن أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يكفي لسد حاجته من النقدية، أما إذا كانت الأرباح الموزعة من قبل المؤسسة تزيد عن حاجته من النقدية فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من الأسهم العادية للمؤسسة (شومان & الموسوي، 2012، 50)، وبعبارة أكثر وضوحا يمكن للمستثمر أن يحدد أو ينفذ توزيعات التي تناسبه، وذلك من خلال عملية البيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها، بناءا عليه ينبغي على المؤسسة أن تختار قرار التوزيع التي تروق لها، ولا تشغل بالها برد فعل المستثمرين تجاه تلك السياسة، ومن أجل أن تعظم المؤسسة القيمة السوقية للسهم فلابد لها أن تتخذ قرارات استثمارية أكثر ربحية بحيث لا يمكن للمستثمر الحصول عليها بنفسه وأما قرار التوزيع فلا يقدم للمستثمر أي زيادة لثروته (هندي، 2003، 708).

المبحث الثاني : نظرية التوزيعات في ظل السوق المالي غير الكامل

من غير الممكن إيجاد الانحرافات في مقترح Modigliani & Miller (1961) بشأن عدم ملائمة توزيعات الأرباح إلا عند إسقاط افتراضات السوق الكامل، ومن خلالها يتم محاولة تفسير لغز توزيع الأرباح من خلال استخدام عيوب السوق سواء في التفاضل في فرض الضرائب على توزيعات أرباح والأرباح الرأسمالية، أو في عدم تماثل المعلومات أو في عدم مجانية التدفقات النقدية.

المطلب الأول : إسقاط فرض عدم وجود الضرائب

تفترض نظرية Modigliani & Miller أنه لا يوجد فرق بين توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية فيما يتعلق بالضرائب ومع ذلك في الممارسة العملية، قد يكون للضرائب دور في التأثير على توزيعات الأرباح والأهم من ذلك على قيمة المؤسسة، تؤيد فرضية التفضيل الضريبي The tax preference hypothesis أنه من المستحسن أن يكون هناك مستوى منخفض من توزيعات الأرباح وذلك لتعظيم القيمة للمساهمين، هذه الحجة تعتمد على توزيعات الأرباح التي يتم فرض ضريبة عليها بمعدل أعلى وذلك أيضًا عند مقارنتها بالأرباح الرأسمالية التي يتم تأجيلها حتى يتم بيع السهم، تحفز مزايا الضريبة على الأرباح الرأسمالية ويفضل المستثمرون المؤسسات التي تحتفظ بأرباحها بدلاً من دفع توزيعات الأرباح، نتيجة لذلك ستزيد توزيعات أرباح الأسهم من مستوى منخفض من سعر السهم.(Priya & Mohanasundari, 2016, 66).

أولا– نظرية التمييز الضريبي ومفهوم تأثير العميل

تقضي هذه النظرية بأن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة اقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، فوفقا لنظرية التمييز الضريبي Tax Preference Theory، فإنه يجب على المؤسسات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة السهم (حنفي، 2002، 224)، فالتباين في معدلات الضرائب التي يدفعها مستثمرون مختلفون على استلام توزيعات أرباحهم على وجه الخصوص، حيث يبدو تأثير الزبون الناجم عن الضرائب حاضرًا في واقع أسواق رأس المال، نظرًا لأن ما تم معالجته حول الجوانب الأخرى لتوزيعات الأرباح قد أكدت أيضًا بشكل عام أن معدلات ضريبة المستثمرين تؤثر على علاقة توزيعات الأرباح بالقيمة السوقية للسهم، حيث تدعو لاتخاذ القرارات المالية التي تمكن من تمييز بين مجموعات الزبائن (Lewellen, Stanley, Lease, & Schlarbaum, 1978, 1385) ، فهناك الفئة من الأفراد التي بحاجة إلى التوزيعات العالية، تقوم باستثمار في الأسهم التي تحقق لهم هذه الخاصية (مثل الأفراد الذين يفضلون الدخل الجاري

Current Income – المحالين على التقاعد المستثمرين الذين لا يخضعون للضريبة المؤسسات الاستثمارية Institutional Investors)، بينما الفئة التي ليست بحاجة إلى التوزيعات (مثل المستثمرون في سنوات الذروة بالنسبة للأرباح والذين يفضلون إعادة استثمار الأرباح)، فإنها تقوم بالاستثمار في الأسهم التي تتصف توزيعاتها بأنها منخفضة، مما يعني دفع ضريبة أقل على التوزيعات طالما أنه يمكن للمستثمر أن يتحول باستثماراته من مؤسسة لأخرى، فإنه يمكن للمؤسسة أن تتحول من سياسة توزيعات إلى أخرى، ومن ثم يمكن للمستثمر (مالك بعض أسهم المؤسسة) بيعها إلى مستثمر آخر ثم يبحث هو عن الأسهم التي تتوافق وتفضيلاته، غير أن هذا التغيير قد لا يتصف بالكفاءة والمرونة لأسباب متعددة من بينها وجود تكلفة السمسرة BROKERAGE COSTS أو احتمال خضوع المستثمر على الضرائب على الأرباح الرأسمالية عند بيع الأسهم (حنفي، 2002، 230).

ثانيا– النماذج المعتمدة على الوفورات الضريبية

يترتب على تباين معدل الضريبة على الأرباح الموزعة عن معدل الضريبة على الأرباح المحتجزة بطبيعة الحال إلى تباين في ثروة المساهمين لمؤسستين بمقدار الوفورات الضريبية، وبالتالي ومن أجل المساواة بين القيمتين فإن على المؤسسة الدافعة للتوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة المماثلة المحتجزة للأرباح بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

1–الحيل الضريبية TAX DODGE

اكد MILLER AND SHALES 1978 أن المساهمين قادرون عمليا على تأجيل بيع الأسهم وبالتالي تأجيل الحصول على الأرباح الرأسمالية وعدم دفع الضريبة إلى نهاية العمر، حتى لو قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح فمزال أمام المستثمرين الأغنياء بعض الحيل الضريبية TAX DODGE من شأنها أن تجنبهم دفع فوائد على عائد الأسهم (هندي، 2003،688)، فمبدأ الوفر الضريبي مبنى على استخدام الديون في التمويل لكي يستفيد المستثمر من إدراج فوائد الاقتراض ضمن المصاريف في جدول حسابات النتائج، مما يؤدى إلى تخفيض الأرباح وبالتالي يتم تخفيض الضريبة المقررة على المستثمر، حيث لن تكون هناك ضرائب مدفوعة في حالة احتجاز الأرباح وعدم بيع الأسهم، أين تتحول التوزيعات إلى أرباح غير عادية وفي هذه الحالة بإمكان المستثمر الراغب في التوزيعات اللجوء للرافعة المالية الشخصية، وذلك باقتراض مبلغ الاحتياج، والفوائد عليه متجانسة تماما مع التوزيعات من حيث القيمة وتاريخ الحدوث ومن ثم إعادة استثمار المبلغ المقترض في شراء كمية من أسهم الشركة الدافعة للتوزيعات (بن ضب، 2009، 156).

2-نموذج Farrar & Selwyn

ناقش Farrar & Selwyn بشكل افتراضي تأثير النظام الضريبي على أرباح المؤسسة والدخل الشخصي والأرباح الرأسمالية على القرارات المالية في وقت واحد، تم تقديم نموذجهما بناءا على أعمال Modigliani & Miller وشملت المتغيرات التالية (Farrar & Selwyn, 1967, 447-448):

Y – صافي الدخل (بما في ذلك الأرباح الرأسمالية) المتاح للمستثمر من امتلاك سهم واحد من الأسهم بعد دفع جميع الفوائد والضرائب الشخصية والضرائب على أرباح الشركات :

ومن اجل تحديد القيمة الحالية لتدفق المتوقع لصافي الدخل V للسهم عند معدل خصمρ خلال الفترة t هي:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\tilde{Y}_t}{(1+\rho)^{\mathrm{t}}}$$

X– نصيب السهم من الربح التشغيلي للمؤسسة قبل خصم الفوائد والضرائب.

r – سعر الفائدة في السوق للمقترضين الأفراد والمؤسسات والمقرضون على حد سواء.

Dc – نصيب سهم من ديون المؤسسة .

Dp –الدين الشخصي للمستثمر بالنسبة إلى السهم الواحد.

Tc وTp وTg – الضريبة الحدية على أرباح الشركات والدخل الشخصي والأرباح الرأسمالية على التوالي.

حيث اقترحا الاستراتيجيات المالية للمؤسسات والأفراد كما يلي (M. J. Brennan, ,418-419 1970):

الاستراتيجية الاولى : يتم دفع أرباح المؤسسات بالكامل كتوزيع للأرباح وخاضعة للضريبة كدخل شخصي

$$\tilde{Y} = [(\tilde{X} - \mathrm{rD_c})(\mathrm{l} - \mathrm{T_c}) - \mathrm{rD_p}](\mathrm{l} - \mathrm{T_p})$$

و يتم إيجاد التكاليف ما بعد الضريبة للمستثمر من الديون الشخصية وديون المؤسسة من خلال الاشتقاق الجزئي للمعادلة أعلاه بالنسبة ل Dp وDc.

$$\frac{\partial \tilde{y}}{\partial D_p} = -r\,(1 - T_p)$$

$$\frac{\partial \tilde{y}}{\partial D_c} = -r\,(1 - T_c)(1 - T_p)$$

وهذا يعنى أن ديون المؤسسات أرخص من الديون الشخصية لجميع المستثمرين، مهما كانت معدلات الضرائب الحدية.

الاستراتيجية الثانية : يتم تحويل أرباح المؤسسات إلى أرباح رأسمالية (على سبيل المثال، من خلال شراء المؤسسة لأوراقها المالية في السوق المفتوحة)، مع أن جميع الأرباح تحققت على الفور من قبل المستثمرين وفرضت عليها ضرائب بمعدلات أرباح رأسمالية.

$$\tilde{Y} = [(\tilde{X} - rD_c)(1 - T_c)](1 - T_g) - rD_p(1 - T_p)$$

و يتم إيجاد التكاليف ما بعد الضريبة للمستثمر من الديون الشخصية وديون المؤسسة أيضا من خلال الاشتقاق الجزئي للمعادلة أعلاه بالنسبة ل Dp وDc.

$$\frac{\partial \tilde{y}}{\partial D_p} = -r\,(1 - T_p)$$

$$\frac{\partial \tilde{y}}{\partial D_c} = -r\,(1 - T_c)(1 - T_g)$$

في هذه الحالة تصبح ديون المؤسسات "أرخص" بالنسبة للمستثمر فقط إذا كانت :

$$(1 - T_c)(1 - T_g) < (1 - T_p)$$

حيث تشير إلى أن التأثيرات النسبية لديون المؤسسات والديون الشخصية على صافي الدخل لكل سهم الذي يتلقاه المستثمر ستعتمد على معدلات الضرائب الحدية الخاصة به Tp وTg، وبشكل عام، سيجد المستثمرون من فئة الضرائب المنخفضة تأثير ديون المؤسسات على صافي دخلهم نسبيًا أكثر ملائمة من مستثمر فئة ضريبية عالية.

الإستراتيجية الثالثة: يتم تحويل أرباح المؤسسات إلى أرباح رأسمالية كما كان من قبل، ولكن يتم تحقيقها وفرض الضريبة عليها في تاريخ لاحق، خلال الفترة الزمنية t وبالتالي القيمة الحالية لهذا العائد، يمكن كتابتها بوضوح كما يلي(Farrar & Selwyn, 1967 ,459):

$$\tilde{Y} = [(\tilde{X} - \mathrm{rD_c})(\mathrm{l} - \mathrm{T_c})](\mathrm{l} - \frac{\mathrm{T_g}}{(1+\rho)^t}) - \mathrm{rD_p}(\mathrm{l} - \mathrm{T_p})$$

في هذه الحالة تتأجل فرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية، تستبدل Tg بـ $Tg/(1+\rho)^t$ وتبدأ الفترة من t=0 (حيث تتحقق جميع الأرباح ويتم فرض ضرائب عليها آنيا)، ويمكن أن تصل إلى t=∞(حيث يتم دفع الأرباح الرأسمالية ويتم الإعفاء من الضرائب بالكامل، ويفترض أن يكون ذلك بسبب وفاة دافع الضرائب)، وبطبيعة الحال الميزة النسبية لديون المؤسسات أقل من الديون الشخصية.

وجود معاملة ضريبية تفضيلية لأرباح الرأسمالية، يضمن Tg <Tp حيث تمكن من زيادة الدخل الشخصي الإجمالي والصافي عن طريق تحويل العوائد للمستثمرين، من توزيعات الأرباح لأرباح رأسمالية.

$$(\mathrm{l} - \mathrm{T}_P) < (\mathrm{l} - \mathrm{T_g}) < \frac{\mathrm{T_g}}{(1+\rho)^t}$$

ثالثا– الدراسات المعتمدة على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

في الحقيقة قام Farrar & Selwyn، بخطوة مهمة نحو الاعتراف بآثار الهيكل الضريبي الشخصي على القرارات المالية للمؤسسات، ومع ذلك فإن تحليلهما محدود من خلال تركيزهما على صافي الربح الذي يتلقاه المستثمر بمعدلات ضريبية معينة من أسهم المؤسسة، حيث من خلالها تتبع تلك المؤسسة استراتجيات مالية بديلة، ويفتقر كذلك إلى مبدأ تقييم السوق حيث أن الاقتصار على استخدام مفهوم الربح الصافي الأمثل الذي يتلقاه المستثمر كمعيار يهمل ضمنيا فرص التبادل في السوق المفتوحة للمستثمر حيث لا تمكنه من إيجاد مجموعة معينة من القرارات المالية المناسبة (M. J. Brennan, 1970 , 417)، من هنا تكمن أهمية الدراسات التي اعتمدت على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM .

1–نموذج Brennan

يبدأ التحليل الرسمي لتأثير العميل للضرائب بـ Brennan 1970، الذي وسع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ليشمل الضرائب على مستوى المستثمرين (After–tax CAPM) عندما يواجه المستثمرون معدلات ضريبية أعلى على توزيعات الأرباح من الأرباح الرأسمالية، يتنبأ النموذج بوجود علاقة إيجابية بين معدل العائد قبل الضريبة للسهم وعائد توزيعات الأرباح، التوقع الثاني لـ CAPM بعد خصم الضرائب هو أن المستثمرين يمتلكون مجموعة من محفظة السوق، ومحفظة مشتقة من التخصص الضريبي، والأصول الخالية من المخاطر، بحيث يستثمر المستثمرون الذين لديهم تفضيل

ضريبي نسبي لتوزيعات الأرباح أكثر في الأسهم التي تدفع توزيعات أرباح عالية، بينما يفضل المستثمرون الذين لديهم تفضيل ضريبي نسبي للأرباح الرأسمالية التي توزع أرباحا منخفضة، نظرًا لأن نموذج CAPM بعد الضريبة يشير إلى وجود علاقة سلبية بين قيمة السهم وعائد توزيعات الأرباح، فإن المستثمرين الذين لديهم تفضيل ضريبي لتوزيعات الأرباح يحتفظون بمحافظ ذات توزيعات أرباح أعلى من المستثمرين الآخرين (Dahlquist, Robertsson, & Rydqvist, 2014 ,4)، وقد تم اشتقاق النموذج وفقًا لافتراضات الاقتراض والإقراض غير المحدودين بسعر الفائدة الخالي من المخاطر والمبيعات القصيرة غير المقيدة وكذلك توزيعات الأرباح التي تدفعها المؤسسات تكون مؤكدة ومعروفة للمستثمرين، بحيث يتم الحصول على علاقة التوازن المشتقة كما يلي (Litzenberger & Ramaswamy, 1982, 429) :

$$E(\widetilde{R}_i - r) = b_0\beta_i + c_0(d - r)$$

حيث :

R_i هو معدل العائد الإجمالي قبل الضريبة على الأصل i.

β_i هي المخاطر النظامية أو تساوي $COV(R_i,R_m)$.

d نسبة عائد توزيعات الأرباح على قيمة الأصل i.

r معدل الفائدة الخالي من المخاطر.

نلاحظ أن المعلمات الهيكلية b_o وc_o في علاقة التسعير هذه لا تعتمد على مستوى نسبة توزيعات الأرباح، المعامل c_o هو المتوسط المرجح لمعدلات الضرائب الحدية للمستثمرين، مع الأوزان التي تتناسب مع تحمل الأفراد للمخاطر الكلية على النحو الأمثل، وبالتالي فإن $c_o > 0$، وبما أن الأفراد من المفترض أنهم يكرهون المخاطرة، فإن $b_o > 0$.

يؤكد نموذج Brennan أن عوائد الأسهم قبل الضرائب يجب أن تكون مرتبطة بشكل إيجابي وخطي بعائد توزيعات الأرباح dividend yield ومخاطرها المنتظمة، كما ترتبط العوائد المعدلة للمخاطر قبل الضرائب المرتفعة بعائد توزيعات الأرباح العالية وذلك لتعويض المستثمرين عن العيوب الضريبية لهذه العوائد، ويشير هذا إلى أنه، مع افتراض ثبات باقي المتغيرات، سيتم بيع الأسهم ذات العائد المرتفع من توزيعات الأرباح بأسعار أقل بسبب عيوب الضرائب المرتفعة المرتبطة بإيرادات توزيعات الأرباح (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010, 180).

✓ **تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة**

برهن Brennan كيفية تأثير قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة كالأتي (423-424 ,M. J. Brennan, 1970):

يوضع معدل الرسملة ρ في معادلة علاقة توازن السوق كما يلي:

$$(\rho - r) = b_0 COV(R_i, R_M) + c_0(d - r)$$

واذا كان d هي نسبة توزيعات الأرباح الكلية على القيمة السوقية للمؤسسة D/ V، وR_i هي نسبة صافي الربح التشغيلي على القيمة السوقية للمؤسسة X(1-t)/ V فإننا نحصل على المعادلة التالية،

$$\rho = r + b_0 COV(\frac{X(1-t)}{V}, R_M) + c_0\left(\frac{D}{V} - r\right)$$

و بإعادة الترتيب نحصل على:

$$V = \frac{X(1-t) - b_0 COV(X(1-t), R_M) - c_0 \mathrm{D}}{r(1-c_0)}$$

نتحصل على معادلة تقييم عامة للمؤسسة، معبرة عن قيمتها كدالة لصافي الدخل التشغيلي X(1-t)،ومقدار الأرباح الموزعة كل فترة، D .

ولحساب تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من اللازم القيام بالاشتقاق الجزئي بالنسبة لـ D.

$$\frac{\partial V}{\partial \mathrm{D}} = \frac{-c_0}{r(1-c_0)}$$

يتضح أنه على حسب معيار تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وإذا كانت $c_0 > 0$، فإنه ليس من الأمثل لجميع المستثمرين أن تدفع المؤسسة توزيعات الأرباح، بغض النظر عن معدلات الضرائب الحدية، وقد اقترح Brennan أن قرار إعادة شراء الأسهم هو البديل الأفضل لجميع المستثمرين كبديل لتوزيعات الأرباح.

2-نموذج Black and Scholes

قام Black and Scholes (1974) بفحص العلاقة بين عائد توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم من أجل تحديد تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة السهم، حيث قاما ببناء 25 محفظة من الأسهم العادية المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE)، لتوسيع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لاختبار تقدير المدى الطويل لتأثيرات عائد توزيع الأرباح (176, 2010 ,.Al-Malkawi et al).

استخدمت الدراسة نموذج الانحدار التالي (Black & Scholes, 1974, 8) :

$$\widetilde{R_\iota} = y_0 + (\widetilde{R_m} - y_0)\beta_i + y_1(d_i - d_m)/d_m$$

حيث

Ri هو العائد المتوقع للسهم i،

Rm هو العائد المتوقع على محفظة السوق m،

y_0 هو المعامل الذي يتم مقارنته بمعدل قصير الأجل الخالي من المخاطرة r،

βi هي المخاطر المنتظمة للسهم i،

y_1 هو تأثير سياسة توزيع الأرباح،

di هو معدل عائد توزيعات الأرباح على السهم i،

dm هو معدل عائد توزيعات الأرباح في السوق

في هذه المعادلة، يمكننا تقدير y_0 وy_1 بشكل منفصل.

إذا كان y_0 أكبر من r وأن y_1 تختلف عن الصفر، يتم تفسير ذلك كدليل على تأثيرين، يرتبط الثاني بسياسة توزيع الأرباح.

إذا وجدنا أن y_0 لا تختلف عن r، وأن y_1 يختلف عن الصفر، فسنفسر ذلك كدليل على أن التأثير المكتشف هو تأثير سياسة توزيع الأرباح بشكل مؤكد.

وأخيرًا، إذا كان y_0 يختلف عن r، لكن y_1 لا يختلف عن الصفر، يتم تفسير ذلك كدليل على أنه قد لا يكون هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح.

من اجل اختبار التأثير الضريبي، شكّل Black and Scholes محافظ أسهم واستخدموا تقدير طويل المدى لمعدل عائد توزيعات الأرباح (والذي يساوي مجموع توزيعات الأرباح السنة السابقة مقسومًا على سعر السهم في نهاية السنة الحالية)، وقد كانت فرضيتهم الصفرية أن معامل توزيعات الأرباح y_1 لا يختلف اختلافًات كبيرًا عن الصفر، خلص Black and Scholes إلى أنه لا يمكن إثبات أن الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية ذات عائد توزيع الأرباح المرتفع تختلف عن الربح المتوقع على الأسهم العادية ذات عائد توزيع الأرباح المنخفض سواء قبل الضرائب أو بعدها (Michaely & Allen, 2002, 30–31).

3–نموذج Litzenberger & Ramaswamy

عارض Litzenberger & Ramaswamy نتائج Black & Scholes وانتقدوا أساليبهم، وخاصة تعريفهم لمعدل عائد توزيع الأرباح (Al–Malkawi et al., 2010, 180)، قام Litzenberger & Ramaswamy (1979) بتوسيع نموذج Brennan ليشمل معامل الاقتراض ومعامل البيع على المكشوف. ففي كلتا الحالتين، تكون النتيجة الأساسية هي أنه بالنسبة لمستوى معين من المخاطر، فإن التعويض عن المعدل العالي لعائد توزيع الأرباح يرتبط ارتباطًا إيجابيًا بالضرائب التفاضلية بين توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية (Farre–Mensa, Michaely, & Schmalz, 2014, 30).

يتم الحصول على علاقة التوازن المشتقة على النحو التالي (Litzenberger & Ramaswamy, 1982 , 429–430):

$$E(\widetilde{R}_i - r) = a_1 + b_1\beta_i + c_1(d - r)$$

حيث، $a_1 > 0$ هي علاوة المخاطرة عند معامل بيتا مساوي الصفر ومعدل توزيعات الأرباح يساوي معدل الفائدة الخالي من المخاطر، حيث تمثل قيد الهامش.

يشير النموذج إلى أن c_1 يتراوح بين الموجب والسالب، اعتمادًا على ما إذا كان معامل الاقتراض المرتبط بالدخل يكون غير ملزم أو ملزم لجميع الأفراد.

نلاحظ أنه في هذا النموذج، كما هو الحال في نموذج Brennan، فإن المعلمة c_1 مستقلة عن مستوى توزيع الأرباح d.

قام Litzenberger & Ramaswamy بتقدير مقياس قصير الأجل لمعدل عائد توزيعات الأرباح المتوقع، وتوصلوا إلى وجود ارتباط إيجابي قوي بين معدل توزيعات الأرباح والعوائد المتوقعة قبل الضرائب، وقد تم تصنيف الأسهم التي تدفع توزيعات الأرباح على أنها ذات عائد إيجابي فقط خلال

الأشهر التي يكون فيها السهم تجاوز تاريخ استحقاق توزيع الأرباح ex–dividend (Tee & Tessema, 2017, 7)، وتظهر نتائجهما الميدانية أن معامل متغير عائد توزيعات الأرباح (c_1) موجب وذو معنوية كبيرة، لذلك قدما دعمًا تجريبيًا لنموذج Brennan (1970)، وكانت من بين استنتاجاتهم أن : (Litzenberger and Ramaswamy, 1979, 190) "مقابل كل زيادة في العائد بالدولار في شكل توزيعات أرباح، يطلب المستثمرون 23 سنتًا إضافية قبل الإقرارات الضريبية"، حيث تجدر الإشارة إلى أن معامل توزيع الأرباح (c1=0.236) الذي حصل عليه Litzenberger وRamaswamy يتوافق من حيث الحجم مع ذلك الذي أبلغ عنه Black and Scholes 1974، ومنه استخلص Ramaswamy & Litzenberger من خلال نتائجهما المتوصل إليها إلى أن الشركات يمكنها الزيادة من قيمة أسهمها عن طريق تقليل الأرباح الموزعة.

رابعا– النماذج المعتمدة على تاريخ استحقاق التوزيعات ex–dividend

الى جانب الدراسات التي اعتمدت على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ظهر نوع آخر من النماذج التي تفسر توزيعات الأرباح في ظل اختلافات معدلات الضرائب وهي النماذج المعتمدة على تاريخ استحقاق التوزيعات ex–dividend.

1– نموذج Elton & Gruber

افترض Elton & Gruber أن المساهم لا يبالي بتوقيت بيعه للسهم إذا لم تتأثر ثروته المتوقعة بهذه المعاملة، ويتحقق ذلك عندما يكون العائد الصافي بعد الضريبة من بيع السهم قبل أن يتم توزيعها (أي دون توزيعات أرباح) تساوي مجموع الأرباح الموزعة بعد الضرائب والعائد من بيع السهم بعد الضرائب التي يتم الحصول عليها من خلال عدم بيع الأسهم إلى غاية التاريخ المستحق لتسلم توزيع الأرباح، في هذه الحالة تكون صياغة النموذج كما يلي (Brooks & Edwards, 1980, 616) :

$$P_B - t_c(P_B - P_0) = P_A - t_c(P_A - P_0) + D(1 - t_0)$$

حيث :

P_B = قيمة السهم قبل توزيع الأرباح قبل تاريخ الاستحقاق.

P_A = قيمة السهم في يوم استحقاق توزيع الأرباح.

P_0 = القيمة التي تم بها شراء السهم.

t_c = معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

t_o = معدل الضريبة على الدخل العادي (توزيعات الأرباح).

D = توزيعات الأرباح.

يمثل الجانب الأيسر من المعادلة المبلغ المتسلم بعد الضريبة التي سيتلقاها البائع إذا باع السهم متضمن توزيعات الأرباح the stock cum–dividend والتي اشتراها في الأصل بـ P_0. ويمثل الجانب الأيمن من المعادلة صافي المبلغ المتحصل المتوقع من البيع في يوم استحقاق توزيع الأرباح، وعند إعادة ترتيب المعادلة نتحصل على العلاوة التالية (Farre–Mensa et al., 2014, 32) :

$$\frac{P_B - P_A}{D} = \frac{1 - t_0}{1 - t_c}$$

تمثل إحصائية (PB – PA) / D سلوك إعادة التسعير بتاريخ استحقاق توزيع الأرباح ex–dividend، والذي يجعل حملة الأسهم بفئات معينة من معدلات الضرائب t_o, t_c غير مبالين بوقت بيع الأسهم، ولكي يكون السوق في حالة توازن، يجب أن تتحرك الأسعار في تاريخ استحقاق توزيع الأرباح إلى غاية أن تكون ثروات المستثمرين بعد خصم الضرائب كما هي، سواء تم بيعها قبل أو بعد تاريخ استحقاق توزيع الأرباح، مادام افتراض بأن البائعين الحديين للأسهم مؤهلون للمعالجة الضريبية للأرباح الرأسمالية على المدى الطويل، حيث يبقى المشترين والبائعين المحتملين (الحديين) غير مبالين بشراء السهم قبل أو بعد تاريخ استحقاق توزيعات الأرباح، فإذا كانت قيمة السهم المتوقعة بتاريخ استحقاق توزيعات الأرباح مرتفعًا جدًا أو منخفضًا جدًا، فسيقوم المشترون و/أو البائعون بتغيير توقيت مشترياتهم أو مبيعاتهم حتى تكون أسعار الأسهم في حالة توازن ومن أجل اختبار نموذجهما، قام Elton & Gruber بفحص سلوك جميع الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك التي دفعت توزيعات الأرباح خلال الفترة الممتدة من 1 أبريل 1966 إلى 31 مارس 1967، وقد توصلا إلى أن هذه الشرائح الضريبية مرتبطة بقرارات توزيع أرباح، ودللا على أن التغيير في قرارات التوزيع يمكن أن يتسبب في تغيير مكلف في ثروة المساهمين مما يدعم فرضية تأثير العميل المقدم من طرف Miller & Modigliani، كما توصلا أيضا إلى نتيجة منطقية وهي أن المساهمين من فئة الضرائب العالية يفضلون الأرباح الرأسمالية على توزيعات الأرباح مقارنةً بتلك الفئات الضريبية المنخفضة (Elton & Gruber, 1970).

2-النماذج الديناميكية لتأثير العميل:

عند قيام المستثمر بتقدير توزيعات الأرباح بالمقارنة إلى الأرباح الرأسمالية سيقوم بالاحتفاظ أو شراء السهم الذي يتضمن توزيعات الأرباح، في حين أن المستثمر الذي يكون في وضع غير موات لتلقي توزيعات الأرباح يقوم ببيع السهم، ويتم عكس هذا التبادل لاحقًا في تاريخ استحقاق توزيعات الأرباح، وعليه فإن التباين الضريبي يؤدي إلى التقييم التفاضلي لتوزيعات الأرباح وهذا هو السبب الرئيسي لظهور نماذج توزيعات الأرباح الديناميكية لتأثير العميل (Michaely and Vila، 1995 ؛ Michaely et al.، 1996)، وكما تقترح هذه النماذج أيضًا أن علاوة تاريخ الاستحقاق ex-day premium لا تحركه أي فئة واحدة من المستثمرين وانما تتحرك من خلال تفاعل قرارات التداول من قبل المستثمرين ذوي الوضع الضريبي المختلف، فبالإضافة إلى الضرائب، تتضمن أيضا نماذج تأثير العميل الديناميكية لتوزيع الأرباح كل من المخاطر وتكاليف المعاملات (Haesner & Schanz, 2013, 540).

يؤكد Michaely and Vila أن المخاطر تؤثر على قرارات التداول حول التاريخ استحقاق توزيع الأرباح، حيث يجادلان بأنه في إطار المراجحة الضريبية tax arbitrage سوف يقوم المستثمر بالتداول فقط عندما تكون المزايا المتوقعة من المكاسب قصيرة الأجل يفوق الجانب السلبي من الاستثمار في الأسهم المتداولة، وتتوافق هذه الحجة مع ما قدمه (Heath and Jarrow 1988)، اللذان يظهران أن المستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح بدون مخاطر لمجرد التباين في علاوة تاريخ الاستحقاق، حيث تم دمج المخاطر الخاصة idiosyncratic risk في نموذج Michaely et al. 1996 (Rantapuska, 2008 , 357) .

كما يمكن أن تؤثر تكاليف المعاملات أيضًا على أسعار تاريخ استحقاق توزيع الأرباح وحجم التداول. فقد قام Kalay 1982 بدمج تكاليف المعاملات في نموذج التداول في تاريخ استحقاق التوزيعات، حيث يتنبأ بعلاوة التوازن في تاريخ الاستحقاق، وبرهن ذلك بأن المحكمين في المدى القصير سيدخلون السوق ويدفعون علاوة تاريخ الاستحقاق إلى غاية النقطة التي لم تعد فيها فرص الربح موجودة، كما يشير Boyd and Jagannathan 1994 إلى أن المراجحين لن يدخلوا السوق إلا إذا كانت تكاليف المعاملات منخفضة ومعدل عائد توزيعات الأرباح مرتفعًا بدرجة كافية (Haesner & Schanz, 2013, 540) .

المطلب الثاني : إسقاط فرض مجانية التدفقات النقدية

عند تشكيل المستثمر سياسة توزيع خاصة به Home–Made Dividend التي افترضها Miller & Modigliani، فإنه في حالة عدم كفاية التوزيعات التي تقوم بها المؤسسة لتلبية احتياجات المستثمر، فيمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها، أما في حالة ما إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته، فيمكنه شراء المزيد من أسهم المؤسسة في السوق المالي غير أن ما يعيق ذلك هو وجود تكلفة المعاملات Transaction Costs (هندي، 2003، 816).

أولا– تكاليف الإصدار والمعاملات

بالنظر إلى هدف تعظيم قيمة المؤسسة فإنه يفضل احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها والالتجاء إلى إصدار أسهم عادية لتمويل تلك الاستثمارات وهذا بسبب ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية بالمقارنة بتكلفة التمويل باحتجاز الأرباح حيث يخلوا هذا الأخير من تكلفة الإصدار(هندي، 2003، 815)، وإذا كان يمكن للمؤسسة إتباع سياسة توزيع تناسب المستثمر فإن هذا قد يكون أحسن – من وجهة نظر تعظيم ثروة المستثمر – من قيام المستثمر نفسه بتشكيل هذه السياسة، وذلك بسبب تكلفة المعاملات حيث يضطر المستثمر في كل مرة يقوم فيها بصفقة شراء أو بيع أوراق مالية بدفع تكلفة، خاصة وأنها تمثل تكلفة ثابتة بالإضافة إلى وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية (هندي, 2003، 716).

ثانيا– تكلفة الوكالة

العديد من النظريات التي فسرت توزيعات الأرباح افترضت أن المديرين يتصرفون بصفة مثالية كوكلاء للمستثمرين حيث سعت إلى التوصل إلى الإجابة على سبب دفع المديرين (الوكلاء) لتوزيعات الأرباح، في حين أدبيات مالية أخرى تفترض أن المديرين هم أعوان غير مثاليين، حيث من الممكن أن لا تتماشى مصالح المديرين مع مصالح المساهمين والتي تؤدي إلى مسألة الوكالة، بحيث يصبح الإشكال من وجهة نظرية الوكالة هو التساؤل عما إذا كانت توزيعات الأرباح تمثل الطريقة التي من خلالها تتواءم مصالح المديرين مع مصالح المستثمرين بحيث يتم تدنيه مجموع تكاليف رأس المال مع تكلفة الوكالة (Easterbrook, 1984 ,650).

تعتبر فرضية تكلفة الوكالة أحد التفسيرات المقدمة لحل " لغز" توزيع الأرباح The dividend puzzle، حيث لاحظ كل من Rozeff (1982) and Easterbrook (1984) أن دفع التوزيعات يجبر المؤسسات على زيادة رأس المال الخارجي بشكل متكرر، مما يعرضها إلى المراقبة والانضباط من قبل أسواق رأس المال (Dempsey & Laber, 1992 ,317)، ويشير الأساس المنطقي

المرتبط بالوكالة لتوزيعات الأرباح، كما أوضحه Easterbrook، إلى أن إحدى طرق حل هذه المشكلة تتمثل في زيادة نسبة دفع التوزيعات، فعندما تزيد المؤسسة من توزيعات الأرباح، بافتراض أنها ترغب في المضي قدمًا في الاستثمار المخطط لها، فإنها تضطر إلى الذهاب إلى سوق رأس المال للحصول على تمويل إضافي (Manos, 2003 ,278).

✓ **علاقة الوكالة :**

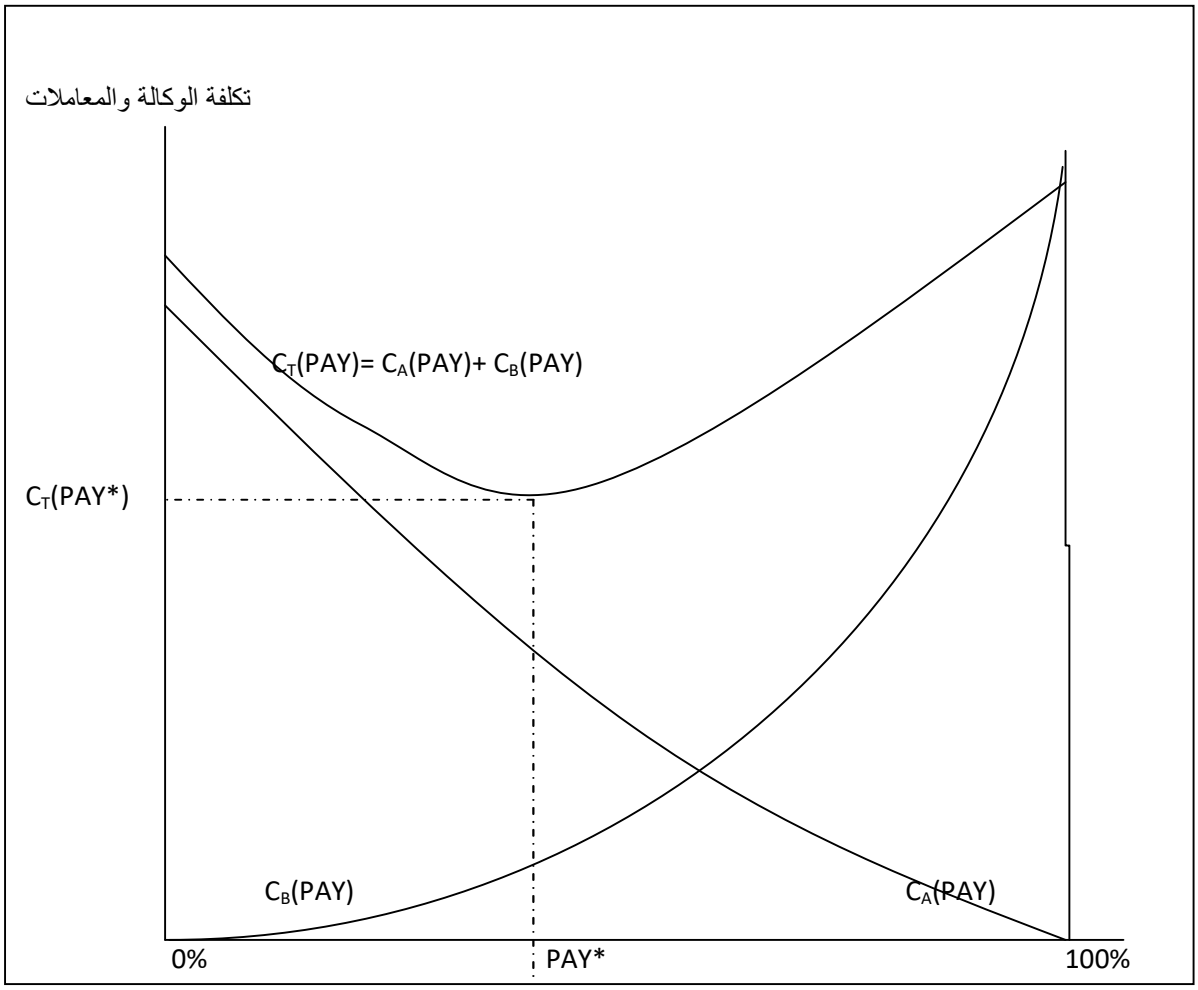
إن حجر الزاوية المهم في نظرية الوكالة، كما هو منصوص عليه في الورقة الأساسية لـ Jensen & Meckling، هو أن فصل الملكية عن الإدارة يؤدي إلى تتضارب في المصالح داخل المؤسسة وينتج عنه تكاليف يدفعها المساهمون في النهاية، على الرغم من أن إحدى الطرق الممكنة للحد من هذه النزاعات تتمثل في أن يقوم المساهمون بمراقبة المؤسسة وإدارتها، إلا أن مشكلة العمل الجماعي تؤدي عادةً إلى قلة المراقبة (Manos, 2003 ,278).

و تتحدد علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر (الأصيل) بالقيام مكان شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، والتي تتضمن تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل، إذا كان كلا طرفي العلاقة يهدفون إلى تعظيم منافعهم، فهناك سبب وجيه للاعتقاد بأن الوكيل لن يعمل دائمًا لتحقيق تعظيم منفعة الموكل، يمكن للأصيل أن يحد من الاختلافات عن مصلحته من خلال وضع حوافز مناسبة للوكيل وتكبد تكاليف المراقبة المصممة للحد من انحرافات أنشطة الوكيل، بالإضافة إلى ذلك في بعض الحالات، ستدفع للوكيل مقابل إنفاق الموارد (تكاليف السندات) لضمان عدم اتخاذ إجراءات معينة من شأنها الإضرار بالأصيل أو لضمان تعويض الأصيل إذا اتخذ مثل هذه الإجراءات، ومع ذلك فمن المستحيل بشكل عام للأصيل أو الوكيل بمقدار صفر تكلفة، التأكد من أن الوكيل سيتخذ القرارات المثلى من وجهة نظر الأصيل، ففي معظم علاقات الوكالة، سيتحمل الأصيل والوكيل تكاليف والتي تتمثل في مجموع: (1) نفقات المراقبة من قبل الموكل، (2) نفقات السندات من قبل الوكيل، (3) الخسارة المتبقية (Jensen & Meckling, 1976 ,5).

ثالثا– نموذج Rozeff

قدم Rozeff نموذج لتوزيعات الأرباح المثلى حيث تؤدي زيادة توزيعات الأرباح إلى خفض تكلفة الوكالة ولكنها في نفس الوقت ترفع من تكلفة المعاملات بسبب لجوء المؤسسات إلى التمويل الخارجي(إصدار أسهم جديدة)، وقد حاول Rozeff الوصول إلى التوزيع الأمثل للأرباح من خلال تدنية مجموع هاتين التكلفتين (Rozeff, 1982 ,249)، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1) : التوزيع الأمثل للأرباح لـ Rozeff



المصدر: (Rozeff, 1982 ,252)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مجموع تكلفتي الوكالة والمعاملات $C_T(PAY)$ هي دالة للأرباح المدفوعة على شكل توزيعات بالنسبة المؤوية PAY، وتمثل $C_A(PAY)$ تكلفة الوكالة والتي ترتبط بالأموال الخاصة الخارجية Outside Equity، وتمثل $C_B(PAY)$ تكلفة المعاملات والمرتبطة مع التمويل الخارجي External Financing، أما $C_T(PAY^*)$ فتمثل أدنى تكلفة كلية عند نسبة التوزيعات المثلى *PAY.

وقد تضمن نموذج Rozeff اختبار توزيعات الأرباح بالنسبة إلى خمسة متغيرات هي كما يلي نسبة امتلاك المطلعون (المدراء الداخليون) Insiders لأسهم المؤسسة، نمو إيرادات المؤسسة في الماضي ونمو الإيرادات المتوقعة في المستقبل، ومعامل بيتا للمؤسسة، وعدد المساهمين العاديين، وكما هو مبين في المعادلة الموالية (Dempsey & Laber, 1992 , 318) :

$$\mathrm{PAY} = b_0 - b_1\mathrm{INS} - b_2\mathrm{GROW1} - b_3\mathrm{GROW2} - b_4\mathrm{BETA} + b_5\mathrm{STOCK}$$

حيث:

PAY = متوسط نسبة التوزيعات المدفوعة على مدى سبع سنوات ؛

INS = النسبة المئوية للأسهم العادية التي يحتفظ بها المطلعون Insiders في نهاية فترة السبع سنوات ؛

GROW1 = متوسط معدل نمو الإيرادات لخمس سنوات السابقة ؛

GROW2 = متوسط معدل نمو الإيرادات المتوقعة لخمس سنوات المقبلة ؛

BETA = معامل بيتا المقدر ؛

STOCK = اللوغاريتم الطبيعي لعدد المساهمين العاديين في نهاية فترة سبع سنوات

تم تطبيق هذا النموذج وذلك باستخدام عينة تكونت من (1000) شركة أمريكية للفترة ما بين 1980 – 1974، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات تقوم بدفع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح عندما تواجه ارتفاع في نمو الإيرادات بحيث أن النمو يستلزم نفقات مرتفعة، كما وأنها تلجأ إلى النسب المنخفضة في توزيعات الأرباح عندما يكون لديها معامل بيتا عال مما يعكس ارتفاع في الرافعة المالية والتشغيلية، وقد أظهرت النتائج أيضا أن الشركات التي لديها نسبة الملكية الداخلية (أي نسبة الأسهم المملوكة من قبل المدراء الداخليين) منخفضة تكون أكثر ميلا لدفع توزيعات الأرباح على المساهمين مقارنة بالشركات التي تكون لديها نسبة مرتفعة من الملكية الداخلية مما يعني أن قرار توزيع الأرباح يعمل على تقليل مشكلة تكاليف الوكالة (الربضي & أبو زيادة,2016، 193).

رابعا– نموذج La Porta

قدم **La Porta et al. (2000)** دعم تجريبي لفرضية تكاليف الوكالة من خلال اختبار أكثر من 4000 شركة من 33 دولة حول العالم بما في ذلك بعض الأسواق الناشئة، حيث تم تقسيم البلدان إلى فئتين: البلدان التي توفر حماية قانونية جيدة لمساهمي الأقلية، والبلدان التي يتمتع فيها المساهمون بحماية قانونية ضعيفة، ومن ثم، قاموا بتحليل تأثير حماية المستثمر على توزيعات الأرباح واقترحوا نموذجين بديلين للوكالة: نموذج النتائج والنموذج البديل(Al–Malkawi et al., 2010 ,176). فوفقًا لنموذج النتائج، يتم دفع أرباح الأسهم لأن مساهمي الأقلية يضغطون على المطلعين في الشركات للتخلص من الأموال النقدية، أما في النموذج البديل، فإن المطلعين المهتمين بإصدار

الأسهم في المستقبل يدفعون توزيعات الأرباح لتأسيس سمعة طيبة في المعاملة اللائقة لمساهمي الأقلية، حيث يتنبأ النموذج الأول بأن حقوق الأقلية الأقوى يجب أن تقترن بتوزيعات أرباح أعلى، في حين النموذج الثاني يتنبأ بالعكس (la porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000 ,1).

المطلب الثالث : عدم تماثل المعلومات

افترض Modigliani & Miller في نظريتهما بعدم وجود علاقة بين قرار التوزيعات وقيمة السهم وتكلفة الأموال، وأن كلا من المديرين والمستثمرين متماثلين من حيث المعلومات الخاصة بسلسلة الأرباح والتوزيعات المستقبلية، ولكن في الواقع نجد أن أراء المستثمرين متباينة فيما يتعلق بمستوى التوزيعات المستقبلية والمخاطر المرتبطة بتلك التوزيعات (من حيث إمكانية الحصول عليها)، ولكن غالبا ما يتوافر لدى المديرين معلومات أفضل عن التوقعات مقارنة بالمساهمين أي يوجد عدم تكافؤ أو تماثل في المعلومات Asymmetric Information بين الطرفين (حنفي, 2002، 228)، وبالتالي ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات Information Content عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة، فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه Financial Signaling، فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى يحتمل أن يترك انطباعا ايجابيا عن المؤسسة لدى المتعاملين، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها (هندي, 2003، 715).

أولا– منظور Modigliani & Miller

اعترف Modigliani & Miller ذاتهما بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات، حيث دللا على أن زيادة التوزيعات أكبر من المتوقع هو عبارة عن إشارة SIGNAL للمستثمرين بأن الإدارة تتوقع أرباحا مرضية في المستقبل وأن رد فعل المستثمرين إزاء التغيير في قرارات التوزيع ليست بالضرورة مؤشر على تفضيل المستثمرين للتوزيعات على احتجاز الأرباح، على الرغم بأن الحقيقة المعروفة بأن التغير في أسعار الأسهم ماهو إلا نتيجة لقرارات توزيع الأرباح، إلا أنها هذا من وجهة نظر Miller & Modigliani ما هو إلا نتيجة لمعلومات هامة يستدل منها على الإعلان عن توزيعات ملائمة، (حنفي, 2002، 229)، حيث أنهما يجادلان بأنه قد يكون تأثير وقتي، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات ايجابية بشأن القوة الإيرادية المستقبلية للمؤسسة، بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغيير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم العادية، فإن هذا لا يرجع في الأساس إلى التغيير في قرار

التوزيعات، بقدر ما يرجع إلى التغييرات الايجابية المتوقعة في ربحية المؤسسة (هندي, 2003، 715).

ثانيا– نظرية الإشارة

تستند نظرية الإشارة على فرضية أن المديرين وحاملي الأسهم والمستثمرين المحتملين ليس لديهم معلومات متماثلة حول أرباح المؤسسة، في هذه الحالة، يتعين على الإدارة دفع جزء كبير من الأرباح كتوزيعات أرباح من اجل إرسال إشارة إلى أصحاب المصلحة على أن المؤسسة تحقق أرباحًا جيدة من استثماراتها، فوفقًا لهذه النظرية يقوم الإعلان عن توزيع الأرباح بنقل إشارة إلى المستثمرين فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية للمؤسسة، شريطة أن يكون لدى الإدارة بعض المعلومات المتعلقة بآفاق المؤسسة، حيث يُسمح للمديرين بنقل هذه المعلومات إلى السوق، بحيث أن تكون الإشارة حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة صحيحة، وكما يجب كذلك ألا تنقل المؤسسات إشارة خاطئة حول أرباح المؤسسة من خلال زيادة توزيعات الأرباح فقط، فمع الزيادة في دفع توزيعات الأرباح، فإنها سترسل إشارة إلى أن المؤسسة ستحقق ربحية عالية في المستقبل، ونتيجة لذلك ستكون قيمة السهم تلك المؤسسة مرتفعًا، من ناحية أخرى، سيتم اعتبار الانخفاض في دفع توزيعات الأرباح بمثابة انخفاض الربحية في المستقبل، ونتيجة لذلك ستنخفض قيمة السهم (Nazir & Nawaz, 2012, 333).

ثالثا– نماذج الإشارة

تسمح نماذج الإشارة عموما للمديرين باستعمال قرارات توزيع الأرباح، قرارات الاستثمار أو قرارات التمويل لغرض إعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة، وفي كل إشارة تتحمل الإدارة تكلفة، لكن هذه التكلفة تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات النوعية الجيدة، والفكرة الرئيسية لنماذج الإشارة هو أن الإدارة تعدل من توزيع الأرباح بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للمؤسسة، فارتفاع توزيعات الأرباح يعني أن المساهم يتوقع تحسن في التدفقات النقدية، وانخفاضها يعني العكس (عبد القادر & عيسى,2013، 18).

1–نموذج Bhattacharyya

طور Bhattacharyya (1979) تفسيرًا لقرارات توزيع الأرباح بناءً على عدم تماثل المعلومات، حيث يتمتع المديرين بمعرفة خاصة حول التدفق النقدي الحقيقي للمشروع، ويقومون بالإشارة إلى هذه المعلومة في السوق من خلال قرارات توزيع الأرباح، فيما تتمثل تكلفة الإشارة في النموذج من الضرائب وتكلفة عدم تماثل المعلومات لجمع الأموال في سوق رأس المال، وبالتالي يمثل نموذج Bhattacharyya خطوة مهمة إلى الأمام، حيث إنه يتفق مع الملاحظة أن المؤسسات تدفع توزيعات

الأرباح حتى عندما يتم فرض ضرائب عليها، في توازن الإشارة للنموذج، يتم الإشارة إلى قيمة أعلى للسهم من خلال توزيعات الأرباح عالية، بمعنى آخر كلما كانت توزيعات الأرباح عالية كانت الأخبار أفضل وقيمة أعلى للسهم.

استخدم Bhattacharya نموذج مكون من فترتين (Allen & Michaely, 2003 ,51-52):

في الزمن 0 يستثمر المدراء في مشروع معين، بحيث يكونوا على دراية بالربحية المتوقعة لهذا الاستثمار، لكن المستثمرين لا يعرفون ذلك، وفي هذا الزمن يلتزم المديرين بسياسة توزيع الأرباح، كما يمكنهم الإشارة إلى أن مشروع جيد من خلال الالتزام بـ عائد كبير في الوقت المحدد في الزمن 1.

في الزمن 1، يولد المشروع عائدًا يتم استخدامه لغرض دفع توزيع الأرباح الملتزم بها في الزمن 0، ويفترض نموذج Bhattacharyya أنه إذا كانت الأرباح غير كافية لتغطية توزيع الأرباح، فإنه يجب على المؤسسة اللجوء إلى التمويل الخارجي وتتكبد تكاليف المعاملات ناتجة عن القيام بالتوزيع.

فإذا كان لدى المؤسسة بالفعل مشروع جيد، فعادة ما تكون قادرة على دفع توزيعات الأرباح دون اللجوء إلى التمويل الخارجي وبالتالي لن تضطر إلى تحمل تكاليف المعاملات، أما إذا كان لدى المؤسسة مشروع سيء فإنه ليس من المجدي القيام بتوزيعات الأرباح، لأنه سيتعين عليها اللجوء في الغالب إلى التمويل الخارجي، وبالتالي سيتعين عليها تحمل ارتفاع تكاليف المعاملات لهذا الإجراء، وفي حالة ما إذا كانت توزيعات عالية بما يكفي، فإن هذه التكاليف الإضافية ستعوض الميزة المكتسبة من السعر العالي الذي يتم تلقيه في الزمن المحدد 1، وبالنظر إلى أن المقايضة الحاسمة في النموذج هي بين تكاليف المعاملة المتكبدة من خلال الالتزام بتوزيعات أرباح كبيرة والسعر المدفوع في الزمن 1، وتبقى النتائج مماثلة حتى عندما يتم فرض ضريبة على توزيعات الأرباح.

وتأتي الفترة الثانية للنموذج بعدما يتم دفع توزيعات الأرباح، حيث سيتم بيع المؤسسة لمجموعة جديدة من المساهمين، إذ سيتلقون المردود الناتج عن المشروع في الزمن 2، والمكافآت في الفترتين هي مستقلة وموزعة بشكل مماثل، حيث أن السعر الذي يكون المساهمون الجدد على استعداد لدفعه في الزمن 1، يعتمد على ما يعتقدونه فيما يتعلق بربحية المشروع.

2- نموذج Kalay (1980) :

يقوم النموذج على عدة فرضيات وهي (بديدة,2019، 44):

- لا يوجد تكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة ولا تكاليف الإفلاس والضرائب.

-تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.

-يتكون النموذج من فترتين، فالقرارات المالية تؤخذ في الفترة 0 وتنفذ في الفترة1 كما يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 0 وأن تدفع لها توزيعات الأرباح دون أن يؤثر ذلك على قرارات الاستثمار.

- يعلم المستثمرون أن للمديرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.

-يتميز المستثمرون بالحيادية اتجاه المخاطر.

يوضح نموذج Kalay بأنه لا تتم زيادة التوزيعات من طرف المديرين إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن بصفة مستمرة، لأنه إذا كان العكس فإن المديرين سيتحملون التكلفة والتي لا تكون في صالحهم، وبذلك فإن المديرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من الأرباح ولا يقومون بالزيادة إلا إذا كان هناك تغيرا فعليا في أرباح المؤسسة وبصفة مستمرة في المستقبل، حيث يسعى المديرين إلى الحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة، فأي انخفاض في هذه النسبة يدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تنعكس في السوق المالي كمعلومة سيئة.

المطلب الرابع : مقاربات أخرى مفسرة لقرارات توزيع الأرباح

بالرغم من افتراض Modigliani & Miller عالما مثاليا وعقلانيا، إلا أن العديد من الدراسات التي نوقشت تعزز في الواقع تفضيلات المستثمرين والفرص المتاحة أمام المؤسسة خلال دورة حياتها، لذلك سوف نتطرق في هذا المطلب إلى كل من نظرية دورة حياة التوزيعات ونظرية التزود.

أولا– التدفقات النقدية المتاحة ودورة حياة المؤسسة

في تحليل Modigliani & Miller يكون التوزيع هو المتبقى، أي هو مجرد حاصل ثانوي للقرارات المالية الأخرى، حيث يجب على المؤسسة أولا اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل، ومن ثم توزيع ما تبقى من الأرباح، وعليه فإن قرارات توزيع الأرباح تتغير على مدار دورة حياة المؤسسة، فبالرغم من افترض Modigliani & Miller عالما مثاليا وعقلانيا، إلا أن العديد من المناقشات تعزز في الواقع دورة حياة التوزيعات (Brealey, Myers, & Allen, 2011, 410).

وكما هو معلوم فلدى المؤسسة مراحل مختلفة خلال دورة حياتها من الانطلاق إلى النمو، النضج والانحدار، حيث تتبع سياسات التوزيع في كل مرحلة، فعندما تكون الشركات في مرحلة الانطلاق وربحية أقل، فهي ليست في وضع يسمح لها بدفع توزيعات الأرباح، وفي مرحلة النمو فعلى الرغم من أن أرباح المؤسسة تكون عالية، إلا أن هناك حاجة إلى أموال للاستثمار في مشاريع النمو، لذلك معظم المؤسسات تدفع توزيعات أرباح أقل، أما في مرحلة النضج فعندما يكون لدى المؤسسات فرص نمو أقل أو معدومة ومستقرة الأرباح، فإن المؤسسات تقوم بدفع معظم أرباحها في شكل توزيعات الأرباح حيث لا يكون لديها أي مشاريع أخرى للاستثمار، وبالتالي نستخلص أنه وفقًا لنظرية دورة الحياة، فإن المؤسسات تتبع سياسة توزيع الأرباح مختلفة في كل مرحلة من مراحل دورة الحياة، حيث تميل المؤسسات التي تدفع توزيعات الأرباح إلى أن تكون ناضجة وتواجه تقلبات منخفضة في أسعار الأسهم (Nazir & Nawaz, 2012 ,334).

ثانيا– نظرية التزود

وضع Baker and Wurgler (2004) أسس نظرية التزود والتي تفترض أن تحدد فيها المؤسسات قرارات توزيع الأرباح من أجل تلبية تفضيلات المستثمرين، حيث يقترح الباحثان أن المديرين يلبون طلبات المستثمرين من خلال دفع توزيعات الأرباح عندما يضع المستثمرون علاوة على دافعي توزيعات الأرباح، في المقابل عندما يضع المستثمرون خصمًا على توزيعات الأرباح، فإنه سيختار المديرون عدم توزيع الأرباح (Wang, Ke, Lin, & Huang, 2016 ,7)، وتستند هذه النظرية على ثلاثة مكونات رئيسية للنظرية، الأولى أنه لدى المستثمرين طلب على أسهم المؤسسات التي تدفع

توزيعات أرباح نقدية، الثانية هي أنه هناك قيود (حدود المراجحة) تسمح لهذا الطلب بالتأثير على الأسعار، الثالث هو أن يلبي المديرون بطريقة عقلانية هذه الاستجابة باختيارهم قرارات توزيع الأرباح من خلال النظر في تأثير توزيع الأرباح على أسعار الأسهم مقابل التكاليف طويلة الأجل(, Baker & Wurgler, 2004 5).

بناءً على الافتراضات التي سبقت، سيختار المديرون دفع توزيعات أرباح نقدية إذا كان توزيع الأرباح ينتج عنه علاوة إيجابية، حيث ستنعكس ذلك على الفروق في أسعار الأسهم بين المؤسسات التي تدفع توزيعات والمؤسسات التي لا تدفع، هذه العلاوة يدفعها المستثمرين بسبب وجود تأثير العميل في أسواق رأس المال، حيث يفضل بعض المستثمرين توزيعات الأرباح النقدية والتي قد تجنبهم المخاطرة لاعتقادهم أن المؤسسات التي تدفع التوزيعات تكون أقل مخاطرة، ومن أجل اختبار هذه النظرية قام الباحثان بقياس علاوة توزيعات الأرباح عن طريق أخذ الفرق بين متوسط نسب القيم السوقية المسجلة إلى القيمة الدفترية الخاصة بدافعي التوزيعات وغير الدافعين، حيث يجب أن ترتبط علاوة توزيعات الأرباح ارتباطًا إيجابيًا بالطلب الزائد السائد للمستثمرين على توزيعات الأرباح (Wang, Ke, Lin, & Huang, 2016, 7).

أظهر العمل التجريبي المتعلق بنظرية التزود أن نسبة توزيعات الأرباح تعتمد على علاوة توزيعات الأرباح السائدة، حيث بينت النتائج وباستخدام البيانات من سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة خلال فترة العينة 1962–2000، أن المؤسسات غير العاملة من المحتمل أن تبدأ في دفع التوزيعات عندما يكون هناك طلب مرتفع على توزيع الأرباح، في حين أن الشركات الأخرى التي تدفع توزيعات تتوقف عن التوزيعات عند انخفاض الطلب عن توزيع الأرباح، وبالرغم من أن هذه النظرية تفترض فقط أن المؤسسات يجب أن تقوم بدفع توزيعات أم لا، فإنه لا يوضح مقدار الأرباح التي يجب دفعها (Nazir & Nawaz, 2012, 334).

ملخص الفصل :

ظهرت العديد من النظريات والنماذج والدراسات التي حاولت تفسير قرارات توزيع الأرباح، إذ اختلفت هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث ويعود الاختلاف إلى الافتراضات التي بنيت عليها كل نظرية.

يمكن القول أن نظرية التوزيعات قد بدأت بشكل علمي مع أعمال Miller & Modigliani، حيث يعود لهما الفضل في التأسيس الحديث للنظرية المالية من خلال طرح مقاربة رئيسية للبرهنة على عدم ملائمة توزيعات الأرباح، أي أن قرارات توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على قيمة المؤسسة، كما ويصران حتى في ظل حالة المخاطرة على وجهة نظرهما، إذ افترضا أن المستثمر يتمكن من تشكيل سياسة توزيع شخصية، وعلى العكس من هذا الطرح فقد ظهرت مدرسة فكرية أخرى تعتبر أن توزيعات الأرباح عبارة عن متغيرات نشطة تؤثر في قيمة المؤسسة، هذا المنظور يدعمه كل من Lintner، Gordon وWalter، فوفقًا لهم فإن قرارات توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، أما في ظل حالة المخاطرة فقد قام Gordon بتفسير آخر للتوزيعات والذي أطلق عليه اسم عصفور في اليد، فبالنظر لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر حيث يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة.

عند إسقاط افتراضات السوق الكامل، يتم محاولة تفسير قرارات توزيع الأرباح من خلال استخدام عيوب السوق، ففي حالة وجود الضرائب تبرز نظرية التمييز الضريبي حيث تقضي هذه النظرية بأن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات، لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، أما في حالة إسقاط فرض مجانية التدفقات النقدية نجد في الواقع وجود تكلفة الإصدار والمعاملات، بالإضافة إلى بروز نظرية الوكالة حيث تعتبر من بين أهم التفسيرات المقدمة لحل لغز توزيع الأرباح، أي أن حل هذه المشكلة تتمثل في زيادة نسبة دفع التوزيعات، أما في حالة وجود عدم تكافؤ أو تماثل في المعلومات فإنه ما يدعمه في الواقع هو أن أراء المستثمرين متباينة فيما يتعلق بمستوى التوزيعات المستقبلية والمخاطر المرتبطة بها، ولكن غالبا ما يتوافر لدى المديرين معلومات أفضل عن التوقعات مقارنة بالمساهمين إذ تعتبر الأساس الذي تعتمد عليه نظرية الإشارة أي أن المديرين يستعملون توزيعات الأرباح، لغرض إعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة، بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للمؤسسة.

فضلا عن أهم النظريات التي نوقشت، فالعديد من التعقيدات تعزز في الواقع تفضيلات المستثمرين والفرص المتاحة أمام المؤسسة خلال دورة حياتها.

الفصل الثالث : تأثير قرارات توزيع أرباح شركة صيدال على القيمة السوقية للمؤسسة خلال الفترة (1999-2019)

تمهيد :

سنتناول في هذا الفصل منهجية الدراسة التطبيقية باستخدام الأدوات الإحصائية والقياسية في وصف البيانات ومعالجتها وتحليلها، وذلك من أجل اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة والإجابة على الإشكالية.

انطلاقا مما سبق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: تقديم عام لشركة صيدال ولمتغيرات الدراسة.

المبحث الثاني : تحليل العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم باستخدام طريقة ARDL.

المبحث الأول : تقديم عام لشركة صيدال ولمتغيرات الدراسة

قبل التطرق لاختبار فرضيات الدراسة باستخدام النمذجة القياسية نستهل في أول مباحث هذا الفصل بتقديم عام لشركة صيدال ولمتغيرات الدراسة –قرارات توزيع أرباح مجمع صيدال والقيمة السوقية للسهم–.

المطلب الأول : الشركة محل الدراسة ومصادر جمع البيانات

تم تحديد المجال المكاني للدراسة في شركة جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر وهي المجمع الصناعي صيدال، وذلك لجوانب موضوعية باعتبار الشركة من أوائل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ورائدة في مجال المنتجات الصيدلانية.

أولا–تعريف شركة صيدال

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال 2.500.000.000 دينار جزائري، تم إدراج رأسمالها في البورصة سنة 1999، 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة والـ 20 % المتبقية ملك للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تأسس المجمع في عام 1982 لتلبية حاجة إقامة صناعة صيدلانية محلية قادرة على توفير الأدوية للمواطنين، حاليا صيدال منظمة على شكل مجمع صناعي متخصص في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري، كما يعتبر الرائد في صناعة الأدوية الجنيسة وأول مخبر صيدلاني ينتجها في الجزائر(صيدال،الجزائر, 2021).

ثانيا– لمحة تاريخية حول الشركة :

نلخص المراحل التي مرت على حياة الشركة كما يلي (بورصة،الجزائر, 2021):

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك" (BIOTIC) و"فارمال" (PHARMAL) .

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982.

وتمثلت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني في ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

تم تغيير اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 ٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.

في سبتمبر 1999 : وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . (وقُدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

ثالثا- بطاقة معلومات حول مجمع صيدال

نلخص في الجدول أدناه أهم المعلومات حول مجمع صيدال.

جدول رقم (3-1) : ملخص لأهم المعلومات حول مجمع صيدال

الاسم	المجمع الصناعي صيدال
المُنشيء	القابضة العامة للكيمياء والصيدلة
رأس المال الاجتماعي	2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
الكمية المعروضة	2000000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.
سعر العرض	800 دينار جزائري
فترة العرض	من 15 فبراير 1999 إلى 15 مارس 1999
الوسيط في عمليات البورصة المرافق	المؤسسة المالية العامة Sogefi
الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء	المؤسسة المالية العامة Sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

المصدر: (بورصة،الجزائر, 2021)

ثالثا-مصادر جمع البيانات

قمنا بجمع البيانات اللازمة لهذه الدراسة من خلال البيانات المالية المتعلقة بالشركة الواقعة تحت الدراسة، بحيث تم الحصول عليها من خلال التقارير المالية الصادرة عن هذه الشركة بشكل سنوي، ومن منشورات السوق المالي الجزائري في الموقع الرسمي للبورصة مع مراعاة الحدود الزمنية للدراسة من سنة 1999 إلى غاية سنة 2019.

المطلب الثاني : الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2019)

يحظى موضوع تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، باهتمام العديد من الباحثين والمديرين حيث يوفر مجموعة من المعلومات والبيانات باستعانة بالأدوات المناسبة لغرض التعرف لمدى فعالية أداء المؤسسة في إدارة مواردها المالية وكفاءة استخداماتها.

أولا – عرض لأهم المؤشرات المالية السنوية للشركة

نعرض في الجدول الموالي أهم المؤشرات المالية للشركة والتي تصدر في القوائم المالية للشركة المتمثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج، حيث يظهر تطور كل من إجمالي الأصول، إجمالي الأموال الخاصة، إجمالي المبيعات وإجمالي الأرباح.

جدول رقم (3-2) : تطور أهم المؤشرات المالية للشركة

وحدة القياس: مليون دينار جزائري

السنوات	رقم الأعمال	نمو رقم الأعمال	الأموال الخاصة	نمو الأموال الخاصة	إجمالي الأصول	نمو إجمالي الأصول	الأرباح	نمو الأرباح
1999	466.68	-	641.77	-	1044.04	-	72.1775	-
2000	420.17	-9.96%	624.82	-2.64%	1086.71	4.09%	27.1109	-62.44%
2001	526.42	25.29%	577.61	-7.56%	1075.37	-1.04%	37.9711	40.06%
2002	582.08	10.57%	539.69	-6.57%	1214.23	12.91%	18.7339	-50.66%
2003	612.95	5.30%	545.55	1.09%	1216.35	0.17%	48.2291	157.44%
2004	657.86	7.33%	566.51	3.84%	1300.38	6.91%	45.6231	-5.40%
2005	672.08	2.16%	577.20	1.89%	1430.55	10.01%	43.0555	-5.63%
2006	722.24	7.46%	590.67	2.33%	1434.30	0.26%	54.7484	27.16%
2007	773.54	7.10%	614.33	4.01%	1501.46	4.68%	87.2150	59.30%
2008	1122.18	45.07%	725.71	18.13%	1867.42	24.37%	132.8601	52.34%
2009	1203.83	7.28%	1126.13	55.18%	2317.67	24.11%	287.1814	116.15%
2010	1251.02	3.92%	1178.55	4.66%	2825.12	21.89%	110.2192	-61.62%
2011	1350.43	7.95%	1379.55	17.05%	2727.80	-3.44%	206.0480	86.94%
2012	1389.51	2.89%	1474.65	6.89%	3002.11	10.06%	196.5161	-4.63%
2013	1146.18	-17.51%	1674.84	13.58%	3009.96	0.26%	265.8147	35.26%
2014	978.90	-14.59%	1759.07	5.03%	3158.77	4.94%	147.7752	-44.41%
2015	998.40	1.99%	2046.59	16.35%	3492.19	10.56%	114.3818	-22.60%
2016	1022.34	2.40%	2746.40	34.19%	4639.05	32.84%	150.9162	31.94%
2017	1026.59	0.42%	2793.15	1.70%	4831.89	4.16%	137.6296	-8.80%
2018	1031.76	0.50%	1979.64	-29.13%	3957.43	-18.10%	117.4214	-14.68%
2019	939.28	-8.96%	2177.63	10.00%	4043.42	2.17%	79.3514	-32.42%

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على تقارير التسيير الصادرة عن الشركة

باستخدام التحليل المالي الأفقي لأهم المؤشرات المالية للشركة، نلاحظ ارتفاع عام في رقم الأعمال إلى غاية سنة 2013، فيما حققت معدلات نمو رقم الأعمال تذبذبا خلال فترة الدراسة، إذ بلغ أعلى ارتفاع له سنة 2008 بـ 45.07% وأقل انخفاض له سنة 2013 بـ 17.51%-.

سجلت معدلات نمو الأرباح تذبذبا خلال فترة الدراسة، حيث بلغ أعلى ارتفاع له سنة 2003 بـ 157.44% وأدنى معدل نمو سنة 2000 بـ 62.44%-.

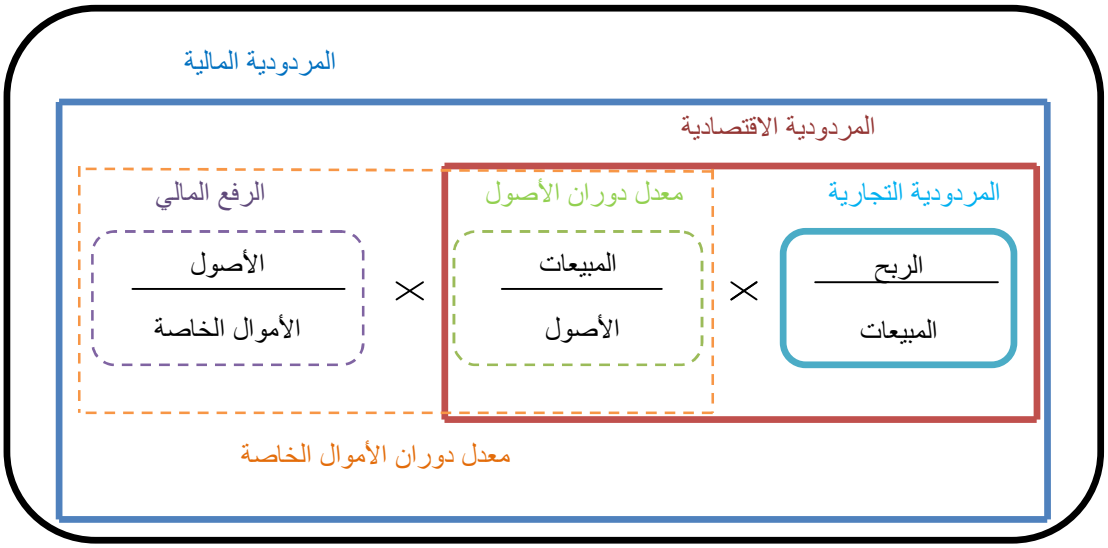
فيما يخص تطور الأموال الخاصة فقد شهد ارتفاع مستمر من سنة 2003 إلى غاية 2017، إذ بلغ أعلى قيمة له بقيمة 279.315 مليون دينار، وقد حقق أدنى انخفاض في سنة 2018 بمعدل -29.13%، فيما شهد أعلى ارتفاع لمعدل نمو الأموال الخاصة سنة 2009 بـ 55.18%.

سجل مؤشر إجمالي الأصول ارتفاعا مستمرا بالمقارنة مع سنة الأساس (1999)، وقد بلغ 483.189 مليون دينار كأعلى قيمة له في سنة 2017، فيما حقق أدنى انخفاض بمعدل 18.10%- سنة 2018، ولكن على العموم فان قيمة إجمالي الأصول قد تضاعفت أربعة مرات خلال فترة الدراسة بسبب انتهاج شركة صيدال سياسة تدعيم استثماراتها.

ثانيا-تشخيص مؤشر المردودية المالية وتحليل مكوناتها باستخدام نموذج Dupont

يعتبر مؤشر المردودية المالية أحد أهم مقاييس تقييم الأداء التي يستخدمها المحللون الماليون، إذ يساهم نموذج **Dupont** في مساعدة المديرين في فهم كيفية تأثير قرارات الاستغلال والتمويل والاستثمار على الأداء المالي للمؤسسة، حيث يقوم هذا النموذج بتفكيك مؤشر المردودية المالية إلى مجموعة من المؤشرات تمثل علاقة مترابطة ومتكاملة للوصول في النهاية إلى قياس العائد على الأموال الخاصة كما هو موضح في الشكل أدناه.

الشكل رقم (3-1): مكونات المردودية المالية وفقا لنموذج Dupont



المصدر من إعداد الطالب بناء عن (ساسي وقريشي،284،2011)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن المردودية المالية تتكون من ثلاثة أقسام:

-المردودية التجارية وتمثل قرارات الاستغلال في المؤسسة.

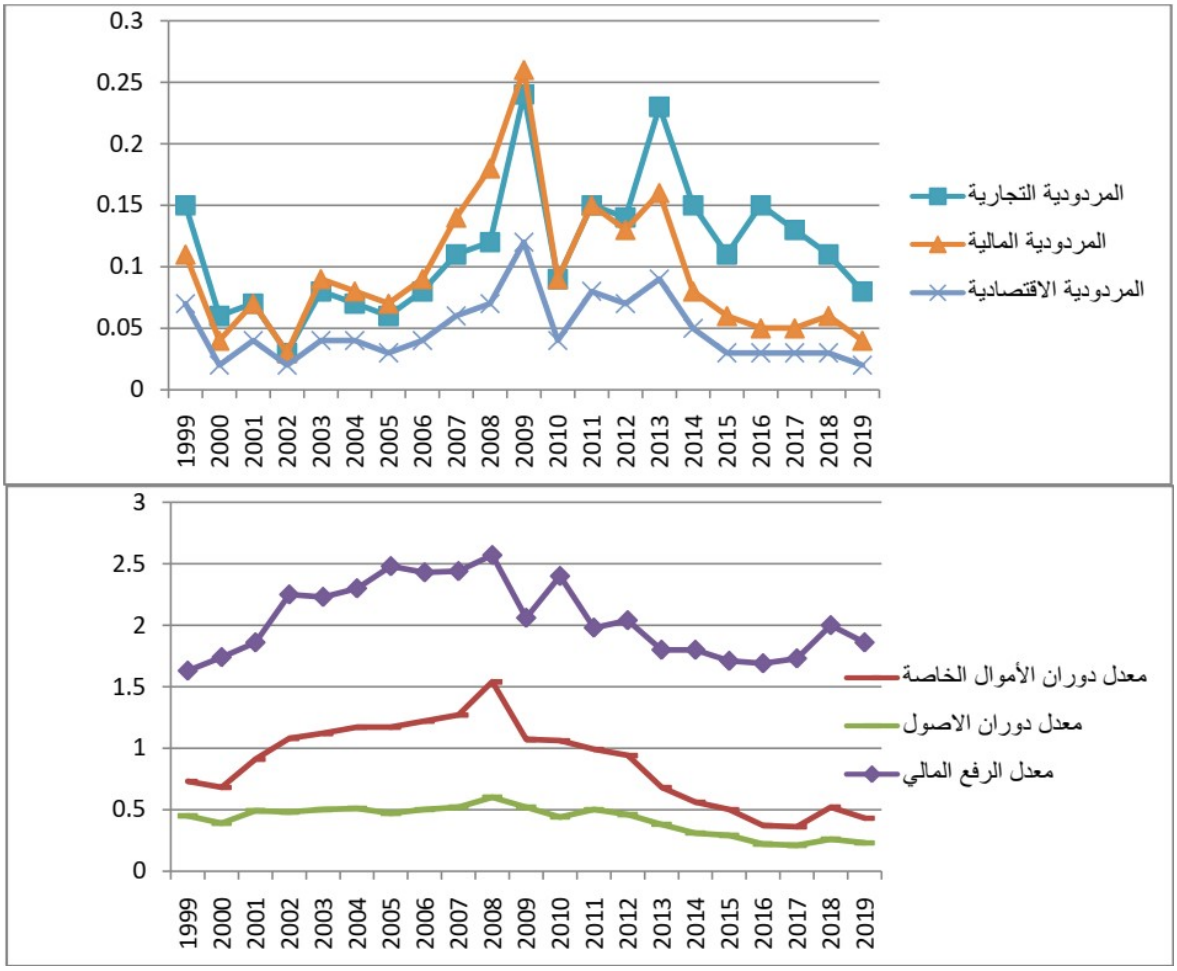
-معدل دوران الأصول وتعبر عن قرارات الاستثمار في المؤسسة.

-الرفع المالي ويعبر عن قرارات التمويل في المؤسسة.

كما يمكن الحصول على المردودية المالية من خلال مركبتين فقط، وهذا عن طريق دمج كل من معدل دوران الأصول والرفع المالي في مركبة واحدة تتمثل في معدل دوران الأموال الخاصة، حيث تعبر عن السياستين الاستثمارية والمالية للمؤسسة.

سنحاول تفكيك مكونات مؤشر المردودية المالية لشركة صيدال وتطورها على طول فترة الدراسة (1999-2019)، وتحليلها باستخدام نموذج Dupont من خلال الشكل الموالي الذي يوضح ذلك.

الشكل رقم (3- 2): تطور مؤشر المردودية المالية لشركة صيدال ومكوناتها وفق نموذج Dupont



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير التسيير الصادرة عن الشركة

نلاحظ على العموم أن المردودية التجارية تؤثر في كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية للشركة، والجدير بالملاحظة كذلك أن المردودية الاقتصادية لم تتجاوز المردودية التجارية طيلة فترة الدراسة، وهذا راجع إلى ضعف معدل دوران الأصول، إذ يستخدم هذا المعدل من أجل قياس نشاط الأصول ومدى توليده للمبيعات لأكثر من مرة، حيث أظهرت النتائج أنه لم يتجاوز معدل الدوران مرة

واحدة طيلة فترة الدراسة، وهذا يعني أن شركة صيدال غير قادرة على استغلال أصولها لتوليد المبيعات، وهذا ما أثر على ضعف المردودية الاقتصادية للشركة.

نلاحظ أيضا أن المردودية المالية ترتفع عن المردودية الاقتصادية طيلة فترة الدراسة، ويعود ذلك إلى ارتفاع معدل الرفع المالي، إذ يعني هذا المعدل درجة استخدام الأموال الخاصة من هيكل الأموال المستثمرة للشركة.

نلاحظ كذلك أن المردودية المالية لا تتجاوز المردودية التجارية في فترة الدراسة إلا من سنة 2002 إلى غاية 2010، وهذا يرجع إلى ارتفاع معدل دوران الأموال الخاصة عن الواحد صحيح، إذ يعبر هذا المعدل عن مدى قدرة الشركة لتحويل الأموال الخاصة إلى مبيعات، فبالرغم من ارتفاع معدل الرفع المالي طيلة فترة الدراسة، إلا أن معدل دوران الأصول أثر بشكل كبير في تخفيض معدل دوران الأموال الخاصة، مما جعله لا يتجاوز الواحد صحيح إلا من سنة 2002 إلى غاية 2010، وهذا ما أثر بشكل سلبي على المردودية المالية للشركة.

ثالثا-المؤشرات السوقية للشركة

الى جانب التحليل المالي المستل من خلال ما تصدره المؤسسات من قوائم مالية، تمثل المؤشرات السوقية للمؤسسات أهمية بالغة خاصة لحملة الأسهم وللمستثمرين المحتملين في هذه الأسهم، والهدف من قياس هذه النسب هو تقييم المستثمرين للمؤسسة وأداءها في الماضي وفرصها المستقبلية في السوق، وقياس تأثير أداء الشركة على أسعار الأسهم استنادا إلى أن هدف الإدارة المالية وهو تعظيم ثروة المساهمين، وسنحاول تلخيص تطور أهم المؤشرات السوقية لشركة صيدال خلال فترة الدراسة في الجدول الموالي.

جدول رقم (3-3) :تطور أهم المؤشرات السوقية لشركة صيدال خلال الفترة (1999-2019)

السنوات	نسبة الأرباح الموزعة	ربحية السهم	مكرر الربحية P/E	سعر سهم على القيمة الدفترية P/B	معدل عائد التوزيعات	معدل عائد السهم
1999	49.88%	72.18	10.81	74.71%	4.62%	6.67%
2000	73.77%	27.11	18.81	46.93%	3.92%	-32.05%
2001	105.34%	37.97	11.32	39.99%	9.30%	-7.84%
2002	48.04%	18.73	20.28	31.30%	2.37%	-9.53%
2003	49.76%	48.23	7.15	28.36%	6.96%	-2.89%
2004	43.84%	45.62	7.89	27.68%	5.56%	10.14%
2005	46.45%	43.06	10.22	30.76%	4.55%	27.78%
2006	42.01%	54.75	7.31	27.89%	5.75%	-3.86%
2007	12.61%	87.21	4.36	25.31%	2.89%	-2.25%
2008	26.34%	132.86	2.9	20.62%	9.09%	10.53%
2009	12.19%	287.18	1.81	22.44%	6.73%	44.16%
2010	31.75%	110.22	6.49	25.31%	4.90%	44.23%
2011	16.99%	206.05	3.01	22.73%	5.65%	-8.39%
2012	20.35%	196.52	2.29	14.99%	8.89%	-20.97%
2013	15.05%	265.81	2.11	18.60%	7.14%	33.33%
2014	27.07%	147.78	4.33	20.26%	6.25%	21.43%
2015	34.97%	114.38	5.25	17.18%	6.67%	0.00%
2016	26.50%	150.92	4.37	14.23%	6.06%	16.67%
2017	32.70%	137.63	4.61	13.14%	7.09%	3.03%
2018	34.49%	117.42	4.94	14.66%	6.98%	-2.28%
2019	31.51%	79.35	6.96	13.65%	4.53%	-0.52%

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على تقارير التسيير الصادرة عن الشركة

نلاحظ من القيم الظاهرة في الجدول أعلاه ما يلي:

- تعتبر ربحية السهم من الأدوات التي تستخدم لقياس أداء المؤسسات، وتمثل ربح المؤسسة المتاح لحاملي الأسهم، حيث نلاحظ أن ربحية سهم صيدال قد انخفض في سنة 2002 إلى أدنى نقطة له بقيمة 18.73 دج، ثم عاود الارتفاع التدريجي إلى غاية سنة 2009، إذ بلغت أقصى نقطة لها بقيمة 287.18 دج.

- تعبر نسبة الأرباح الموزعة على نصيب السهم من الأرباح الصافية المدفوعة كتوزيعات أرباح حيث نلاحظ أن نسبة التوزيعات كانت أقل من نسبة احتجاز الأرباح ماعدا في سنتي 2000 و2001 إذ يدل ذلك على أن الشركة تقوم باحتجاز الأرباح لدعم نموها.

- يساوي مكرر الربحية ناتج قسمة القيمة السوقية للسهم على ربحيته، حيث يقيس درجة مخاطر الاستثمار في السهم، إذ يعبر عن قيمة ما يجب دفعه للاستثمار في السهم مقابل كل وحدة نقدية من أرباح المؤسسة، وقد كان مكرر ربحية سهم صيدال في أقل قيمة له سنة 2009، حيث بلغت 1.81 مرة، إذ يرجع ذلك إلى ارتفاع ربحية سهم صيدال في تلك السنة، ويعبر ذلك على أن الاستثمار في سهم صيدال في سنة 2009 يعتبر مناسبا بالنسبة للمستثمرين في البورصة، حيث يسمح باسترجاع قيمة الاستثمار في الأسهم بما ربحته الشركة بـ 1.81 مرة فقط.

- تمثل نسبة P/B معدل القيمة السوقية للسهم إلي قيمته الدفترية، بحيث أن القيمة الدفترية هي القيمة المحاسبية لصافي الأصول، إذ تستند إلى مبدأ التكلفة التاريخية، في حين تعد القيمة السوقية للسهم القيمة التي تعطيها الأسواق المالية للمؤسسة وإدارتها المالية، حيث يعكس التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة المتوقعة من طرف المستثمرين في السوق، وبالتالي تعكس نسبة P/B القيمة التي يمنحها المتدخلون في السوق المالي إلى أسهم المؤسسة مقارنةً بالقيمة الدفترية لأسهمها، إذ نلاحظ انه بالنسبة لشركة صيدال فإن هذه النسبة لم تتجاوز 100 % أي لم تتجاوز الواحد صحيح وهذا يعني عدم فعالية وكفاءة الإدارة المالية في خلق القيمة للمساهمين، حيث أن قيمة السهم الدفترية اكبر من القيمة السوقية للسهم طيلة فترة الدراسة، ويعني كذلك أنه في حالة إفلاس الشركة فإن المساهمين سيحصلون على قيمة تصفية أكبر من القيمة السوقية للسهم، أي أن تعظيم قيمة السهم تتحقق في حالة إفلاس الشركة أكثر من حالة استمرارها.
- يمثل معدل عائد توزيعات السهم أحد أهم النسب المالية بالنسبة للمستثمرين في السوق المالي، حيث تعبر عن مقدار ما تدفعه المؤسسة من أرباح لكل سهم في السنة بالنسبة إلى قيمة السهم السوقية، إذ يمثل درجة مخاطر الاستثمار في السهم، حيث يقيس مدى الحصول على التدفقات النقدية مقابل وحدة نقدية واحدة من الاستثمار في السهم، وقد شهد هذا المعدل في شركة صيدال تذبذبا على طول فترة الدراسة من 2.37% إلى 9.09% .
- يعبر معدل عائد السهم السنوي عن نسبة ما يتحصل عليه المساهم من توزيعات الأرباح في السنة والفارق من التسعير في البورصة بالمقارنة مع قيمة السهم في بداية السنة، وقد شهد هذا المعدل في شركة صيدال تذبذبا على طول فترة الدراسة، حيث ترجع الإشارة السالبة لبعض معدلات عوائد السهم لبعض السنوات إلى الفارق السلبي من التسعير في البورصة باعتبار أن توزيعات أرباح السهم لم تأخذ قيم سلبية.

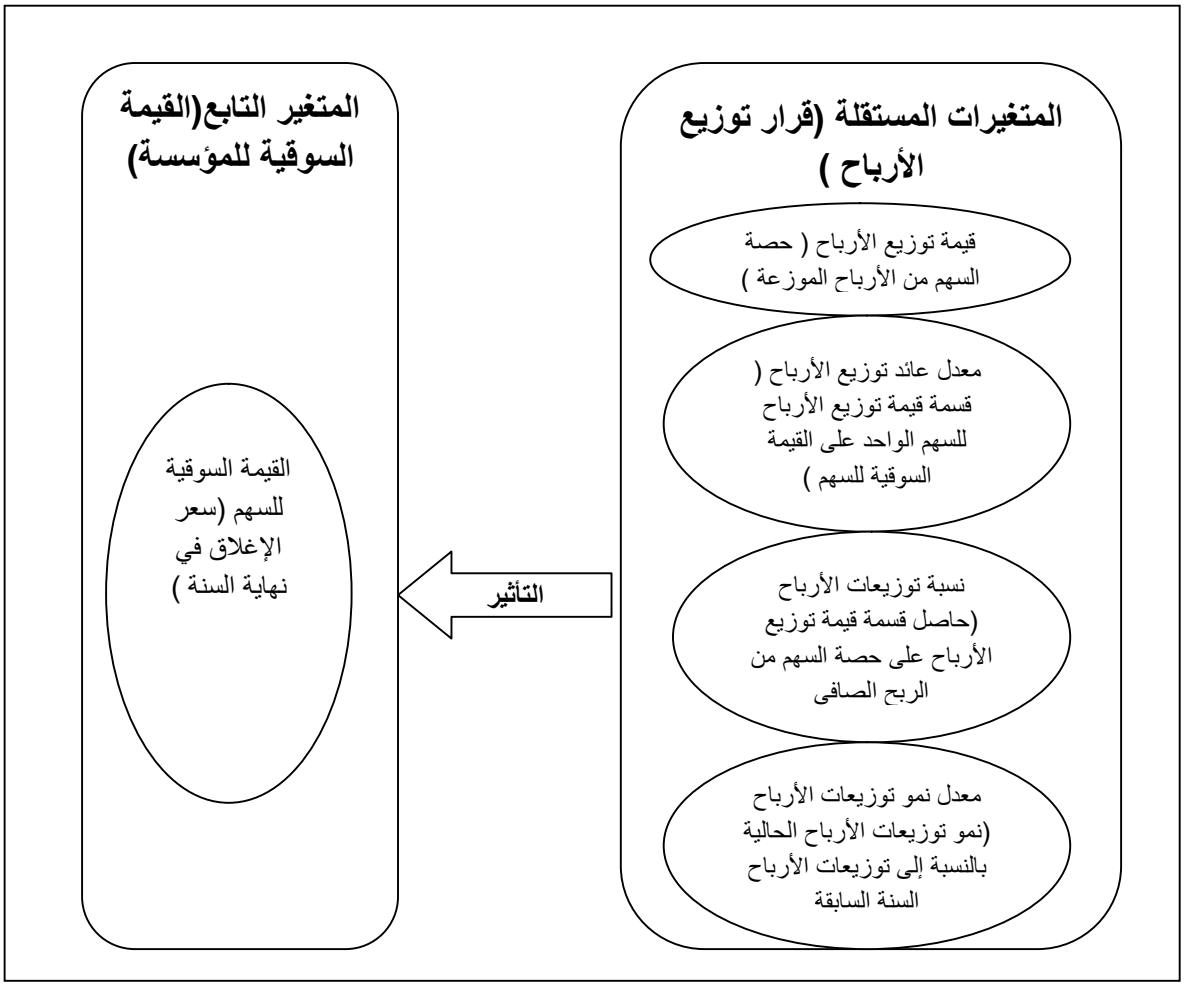
المطلب الثالث: الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

بناء على النظريات والأبحاث الميدانية التي درست موضوع قرارات توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم، سوف يتم التطرق إلى أهم المتغيرات التي تعبر عن قرارات توزيع الأرباح والتي لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، وقد تم اختيار هذه المتغيرات وفقا للنظرية المالية والأدبيات المنشورة حول موضوع الدراسة ووفقا لمدى توفر البيانات.

أولا-متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

على حسب فروض الدراسة سنعتمد على القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع وعلى كل من قيمة توزيع الأرباح، معدل عائد توزيع الأرباح، نسبة توزيع الأرباح ومعدل نمو توزيعات الأرباح كمتغيرات مستقلة ومعبرة عن قرار توزيع الأرباح في الشركة، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3):مخطط توضيحي لنموذج الدراسة



المصدر:من إعداد الطالب

وكما هو مبين في الشكل أعلاه حيث يتكون نموذج الدراسة من المتغيرات التالية:

1-المتغير التابع: وهو القيمة السوقية لسهم شركة صيدال في بورصة الجزائر، وقد تم اختيار سعر الإغلاق في نهاية السنة كمعبر للقيمة السوقية للسهم في نفس السنة، وقد تم اعتماد تقدم زمني للقيمة السوقية للسهم لفترة سنة واحدة لأن توزيعات الأرباح للسنة N توزع خلال السنة التي تليها1+N، وسنرمز له في هذه الدراسة بـ VA

2-قيمة توزيع الأرباح: وهي نصيب السهم من قيمة ما يوزعه مجمع صيدال من أرباح على المساهمين لكل سنة، ويرمز له في هذه الدراسة بـ DVD.

3-معدل عائد توزيع الأرباح: وهو حاصل قسمة قيمة توزيع الأرباح للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم، ويرمز له في هذه الدراسة بـ DYD.

4-نسبة توزيعات الأرباح: وهو حاصل قسمة قيمة توزيع الأرباح للسهم الواحد على نصيب السهم من مجمل الأرباح الصافية، ويرمز له في هذه الدراسة بـ PD.

5-معدل نمو توزيعات الأرباح: يتم حساب معدل نمو التوزيعات بالنسبة للتوزيعات السنة التي تسبقها، أي هو حاصل قسمة الفرق بين قيمة توزيع الأرباح للسنة الحالية وللسنة السابقة على قيمة توزيع الأرباح للسنة السابقة، ويرمز له في هذه الدراسة بـ GD.

ثانيا- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

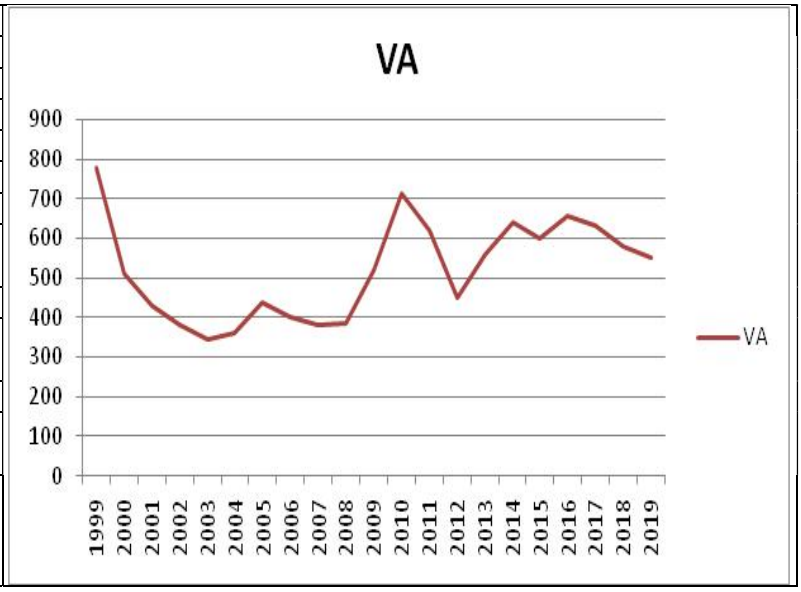
نقوم باستعراض أهم الإحصاءات الوصفية لبيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (1999-2019).

1- الإحصاء الوصفي لبيانات السلسلة (VA)

نستعرض في الشكل الموالي تطور القيمة السوقية لسهم صيدال خلال الفترة (1999-2019)، وأهم الإحصاءات الوصفية بالاعتماد على برنامج (Eviews 9).

الشكل رقم (3-4): التمثيل البياني للقيمة السوقية لسهم صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية

VA	
Mean	521.0476
Median	520.0000
Maximum	780.0000
Minimum	345.0000
Std. Dev.	127.0828
Skewness	0.276510
Kurtosis	1.997300
Jarque-Bera	1.147334
Probability	0.563456
Sum	10942.00
Sum Sq. Dev.	323001.0
Observations	21



المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

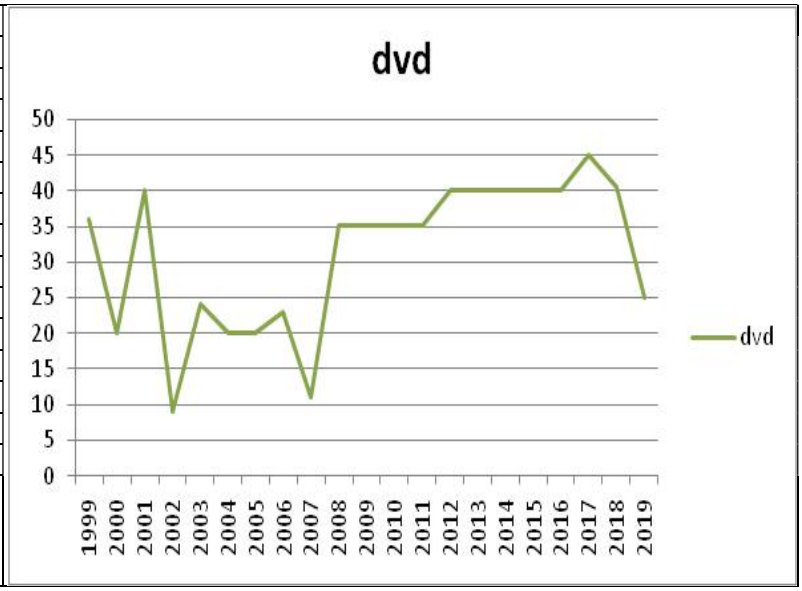
تمثل السلسلة (VA) تطور القيمة السوقية لسهم صيدال، حيث تتكون من 21 مشاهدة ممتدة من سنة 1999 إلى غاية 2019، ولقد شهد تذبذبا على طول فترة الدراسة بمستوى متوسط(521.0476)، وقيمة عظمى (780.0000) سجلت في سنة 1999، وقيمة صغرى (345.0000) سجلت سنة 2003 بحيث تعكس لنا هاتين القيمتين اكبر قيمة عرفتها القيمة السوقية لسهم صيدال وأدناها خلال فترة الدراسة، يمكن تفسير هذا الانخفاض المستمر من سنة 1999 إلى سنة 2003 إلى اعتقاد الفاعلين في السوق أن قيمة السهم عالية أكثر مما ينبغي، خاصة وأن قيمة إصدار السهم أول مرة كانت 800 دج أي بإضافة علاوة إصدار كبيرة على قيمته الاسمية والمقدرة فقط بـ 250 دج، حيث نلاحظ أيضا أن القيمة السوقية للسهم لم تتجاوز قيمة إصدار السهم طيلة الفترة المدروسة، كما وينصف هذه السلسلة قيمة وسطية(520.0000) وتشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قدره(127.0828)، وهو ما يعطينا فكرة حول درجة عدم تجانس مستويات السلسلة.

2- الإحصاء الوصفي لبيانات السلسلة(DVD)

نستعرض في الشكل الموالي تطور قيمة توزيع الأرباح لسهم صيدال خلال الفترة (1999-2019)، وأهم إحصاءاته الوصفية بالاعتماد على برنامج (Eviews 9).

الشكل رقم (3-5): التمثيل البياني لقيمة توزيع الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية

	DVD
Mean	31.11905
Median	35.00000
Maximum	45.00000
Minimum	9.000000
Std. Dev.	10.62298
Skewness	-0.690738
Kurtosis	2.230559
Jarque-Bera	2.187952
Probability	0.334882
Sum	653.5000
Sum Sq. Dev.	2256.952
Observations	21



المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

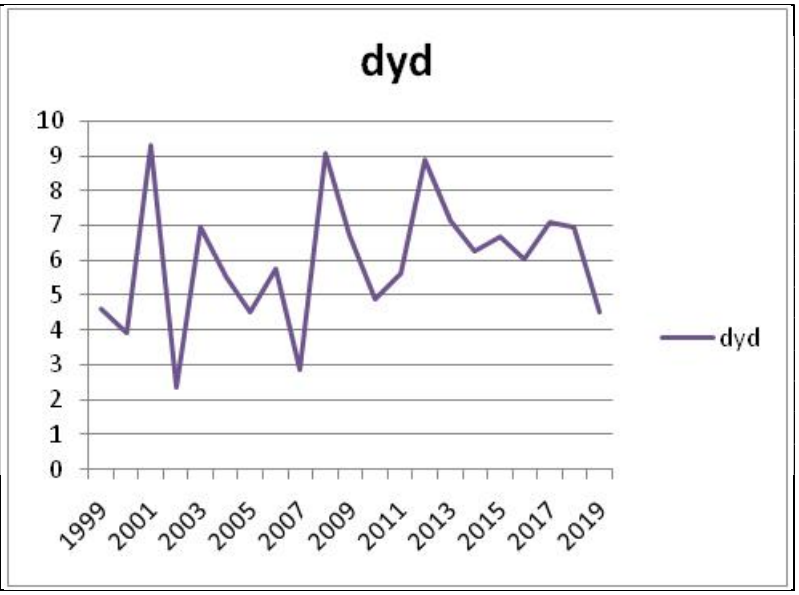
تعبر السلسلة (DVD) عن تطور قيمة توزيعات الأرباح حيث تتشكل من 21 مشاهدة ممتدة من سنة 1999 إلى سنة 2019، وعرف هذا المعدل تذبذبا على طول فترة الدراسة اذ ترتكز هذه السلسلة على قيمة متوسطة بلغت (31.11905)، وقيمة عظمى(45) سجلت في سنة 2017، وقيمة صغرى (9) سجلت سنة 2002، كذلك ينصف هذه السلسة قيمة وسطية (35)، وتشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قدره 10.62298، وهو ما يعطينا فكرة حول درجة عدم تجانس مستويات السلسلة، حيث نلاحظ أنه قبل سنة 2008 كانت التوزيعات متذبذبة في حين أنه ابتداءا من سنة 2008 انتهج مجمع صيدال سياسة توزيع الأرباح مستقرة.

3- الإحصاء الوصفي لبيانات السلسلة(DYD)

نستعرض في الشكل الموالي تطور معدل عائد توزيعات أرباح شركة صيدال خلال الفترة (1999-2019)، وأهم الإحصاءات الوصفية بالاعتماد على برنامج (Eviews 9).

الشكل رقم (3-6): التمثيل البياني لمعدل عائد توزيعات الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية

	DYD
Mean	5.994257
Median	6.060600
Maximum	9.302300
Minimum	2.368400
Std. Dev.	1.859715
Skewness	-0.008628
Kurtosis	2.568187
Jarque-Bera	0.163415
Probability	0.921541
Sum	125.8794
Sum Sq. Dev.	69.17077
Observations	21



المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

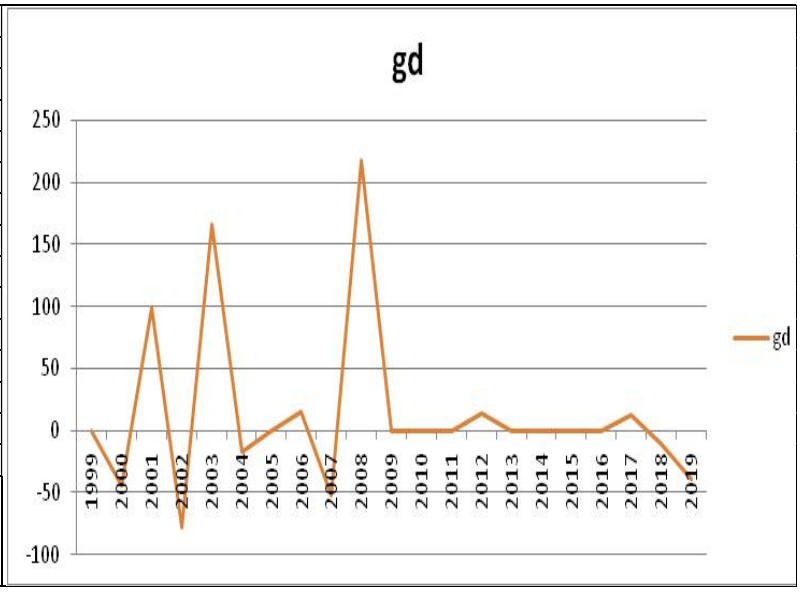
تمثل السلسلة (DYD) تطور معدل عائد توزيعات الأرباح حيث تتكون من 21 مشاهدة ممتدة من سنة 1999 إلى سنة 2019، ولقد شهد هذا المعدل تذبذبا على طول فترة الدراسة بمستوى متوسط بلغ (5.994257)، وقيمة عظمى(9.302300) سجلت في سنة 2001، وقيمة صغرى (2.368400) سجلت سنة2002، كذلك ينصف هذه السلسة قيمة وسطية(6.060600)، وتشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قدره 1.859715، وهو ما يعطينا فكرة حول درجة عدم تجانس مستويات السلسلة.

4- الإحصاء الوصفي لبيانات السلسلة(GD)

نستعرض في الشكل الموالي تطور معدل نمو توزيعات أرباح شركة صيدال خلال الفترة (1999-2019)، وأهم الإحصاءات الوصفية بالاعتماد على برنامج (Eviews 9).

الشكل رقم (3- 7): التمثيل البياني لمعدل نمو توزيعات الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية

	GD
Mean	13.69476
Median	0.000000
Maximum	218.1800
Minimum	-77.50000
Std. Dev.	68.76545
Skewness	1.784827
Kurtosis	5.775149
Jarque-Bera	17.88840
Probability	0.000130
Sum	287.5900
Sum Sq. Dev.	94573.73
Observations	21



المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

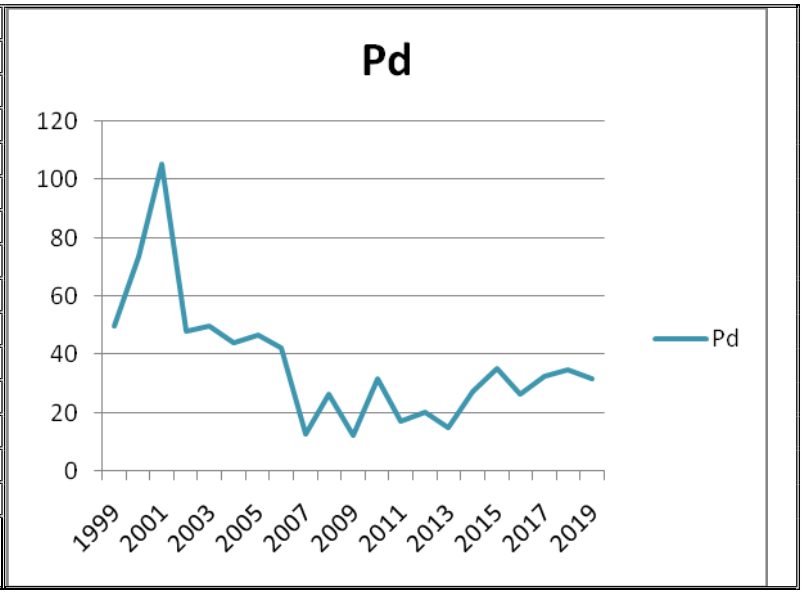
تعبر السلسلة (GD) عن تطور معدل عائد توزيعات الأرباح حيث تتكون من 21 مشاهدة ممتدة من سنة 1999إلى سنة 2019، حيث كان هذا المعدل متذبذبا على طول فترة الدراسة اذ ارتكزت هذه السلسلة على قيمة متوسطة مقدرة بـ (13.69476)، وقيمة عظمى(218.1800) سجلت في سنة 2008، وقيمة صغرى وسالبة (77.50000-) سجلت سنة 2002، كذلك ينصف هذه السلسة قيمة وسطية(0.00)، وتشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قدره 68.76545، وهو ما يعطينا فكرة حول درجة عدم تجانس مستويات السلسلة.

5- الإحصاء الوصفي لبيانات السلسلة(PD)

نستعرض في الشكل الموالي تطور نسبة توزيعات أرباح شركة صيدال خلال الفترة (1999-2019)، وأهم الإحصاءات الوصفية بالاعتماد على برنامج (Eviews 9).

الشكل رقم (3- 8): التمثيل البياني لنسبة توزيعات الأرباح لشركة صيدال وأهم الإحصاءات الوصفية

	PD
Mean	37.22000
Median	32.67000
Maximum	105.3400
Minimum	12.19000
Std. Dev.	21.69435
Skewness	1.569515
Kurtosis	5.849698
Jarque-Bera	15.72750
Probability	0.000384
Sum	781.6200
Sum Sq. Dev.	9412.899
Observations	21



المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

تمثل السلسلة (PD) تطور نسبة توزيعات الأرباح حيث تتكون من 21 مشاهدة ممتدة من سنة 1999إلى سنة 2019، ولقد شهد هذا المعدل تذبذبا على طول فترة الدراسة بمستوى متوسط بلغ (37.22)، وقيمة عظمى(105.34) سجلت في سنة 2001، وقيمة صغرى (12.19) سجلت سنة 2009،كذلك ينصف هذه السلسة قيمة وسطية(32.67)، وتشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قدره 21.69435، وهو ما يعطينا فكرة حول درجة عدم تجانس مستويات السلسلة.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن أغلب نسب التوزيعات تقل عن 50 % عدا سنة 2001، وما يؤكد ذلك أن كل من قيمة المتوسط والقيمة الوسيطية والقيمة الصغرى هي أقل من 40 %، هذا يدل على أن نسب الاحتجاز كبيرة، أي أن شركة صيدال تنتهج سياسة احتجاز الأرباح بدلا من سياسة توزيعها.

ثالثا – دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

تقاس علاقة الارتباط بين متغيرين عن طريق حساب معامل *الارتباط الخطي البسيط لبيرسون*، حيث يهدف هذا المقياس الإحصائي إلى تحليل طبيعة واتجاه العلاقة ما بين المتغيرات محل الدراسة، وبالاستعانة بمصفوفة الارتباط المبينة في الملحق رقم (2) حيث يوضح الجدول التالي درجة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (3-4) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	VA	DVD	DYD	GD	PD
VA	1				
DVD	0.62	1			
DYD	-0.05	0.74	1		
GD	-0.29	0.3	0.71	1	
PD	-0.2	-0.14	0.06	0.18	1

المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1)

ومن خلال الجدول أعلاه يظهر أنه توجد علاقة ارتباط موجبة ومتوسطة بين القيمة السوقية للسهم VA وقيمة توزيعات الأرباح DVD، حيث بلغت شدة الارتباط 0.62 .

إذ أن اتجاه الارتباط الموجب مقبول من الناحية المالية إلا أنه اقل قوة مما توصلت إليه كل من دراسة (قنون ودادن، 2019)، دراسة (حفصي، 2016) ودراسة (دادن وبديدة، 2012).

تظهر النتائج في الجدول أعلاه أيضا إلى أن باقي المتغيرات المستقلة جاءت بارتباط ضعيف وسلبي مع المتغير التابع.

تظهر النتائج أيضا أنه توجد علاقة ارتباط موجبة وقوية بين قيمة توزيع الأرباح DVD وعائد توزيع الأرباحDYD، حيث بلغت شدة الارتباط 0.74 ،

كما تظهر أنه توجد علاقة ارتباط موجبة وقوية بين معدل عائد توزيعات الأرباح DYD ومعدل نمو توزيعات الأرباحGD، حيث بلغت شدة الارتباط 0.71 ،

ومن اجل الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد سوف نعتمد على اختبار كلاين Test Klein الذي يقوم على تحقق الشرط التالي:

$$r^2_{x_i x_j} \geq R^2_{y,x_i x_j}$$

حيث :

$r^2_{x_i x_j}$: مربع معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين

$R^2_{y,x_i x_j}$: معامل التحديد المتعدد لمعادلة الانحدار

يتبين لنا من خلال المصفوفة الارتباط أن جميع مربع معاملات الارتباط اقل من معامل التحديد الذي يقدر بـ 0.97 (تظهر هذه القيمة في الملحق رقم 02)، ومنه نستنتج انه لا يوجد ارتباط الخطي المتعدد في النموذج.

المبحث الثاني : تحليل العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم باستخدام أسلوب ARDL

من أجل تحليل تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال، فإنه سيتم استخدام أساليب التحليل القياسي للبيانات المالية السنوية، حيث يحتوي هذا المبحث على دراسة طبيعة العلاقة وعلى تقدير وتحليل الأثر في الأجلين القصير والطويل باستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

المطلب الأول: تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

قبل البدء في تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، يجب القيام بخطوتين مهمتين والمتمثلتين في دراسة الاستقرارية وتحديد فترات الإبطاء الزمني لكل متغير من المتغيرات.

أولا-دراسة الاستقرارية

تكون السلسلة مستقرة إذا تذبذبت حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، ويوجد العديد من الاختبارات التي تكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية من أهمها اختبار Phillips– Perron (PP)، والذي سوف نعتمد عليه في الكشف عن استقرارية المتغيرات محل الدراسة، وباستخدام البرمجة المعدة خصيصا في برنامج (Eviews 9) والتي تظهر نتائجها في الملحق رقم (3)، نلخص نتائج اختبار جذر الوحدة في الجدول التالي.

جدول رقم (3-5) : نتائج اختبار جذر الوحدة

في المستوى						
المتغيرات		VA	DVD	DYD	GD	PD
مع الحد الثابت	إحصائية-t	-2.7968	-2.9864	-6.2206	-7.1369	-2.0019
	الاحتمال	***0.0765***	***0.0534***	***0.0001***	***0.0000***	***0.2836***
	درجة المعنوية	*	*	***	***	n0
مع الحد الثابت والاتجاه العام	إحصائية-t	-4.9849	-4.3725	-10.0552	-8.2975	-2.6622
	الاحتمال	***0.0038***	***0.0128***	***0.0000***	***0.0000***	***0.2601***
	درجة المعنوية	***	**	***	***	n0
بدون الحد الثابت والاتجاه العام	إحصائية-t	-1.0395	-0.8478	-0.7196	-6.633	-1.0178
	الاحتمال	***0.2586***	***0.3361***	***0.3921***	***0.0000***	***0.2668***
	درجة المعنوية	n0	n0	n0	***	n0
عند الفروق الأولى						
المتغيرات		d(VA)	d(DVD)	d(DYD)	d(GD)	d(PD)
مع الحد الثابت	إحصائية-t	-7.8854	-9.8118	-17.9424	-23.9491	-7.2953
	الاحتمال	***0.0000***	***0.0000***	***0.0000***	***0.0000***	***0.0000***
	درجة المعنوية	***	***	***	***	***
مع الحد الثابت والاتجاه العام	إحصائية-t	-6.625	-9.3597	-20.9335	-35.4736	-15.685
	الاحتمال	***0.0002***	***0.0000***	***0.0001***	***0.0001***	***0.0001***
	درجة المعنوية	***	***	***	***	***
بدون الحد الثابت والاتجاه العام	إحصائية-t	-7.142	-9.954	-17.4066	-24.7219	-7.067
	الاحتمال	***0.0000***	***0.0001***	***0.0001***	***0.0001***	***0.0000***
	درجة المعنوية	***	***	***	***	***
درجة المعنوية: 1% (***)،5% (**)،10% (*)						

المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (1) وباستخدام برنامج (Eviews 9)

H_0: الفرضية العدمية لا يوجد استقرار في السلسلة الزمنية.

يتضح من الجدول أعلاه أن المتغيرة GD معدل نمو التوزيعات مستقرة عند المستوى، أما باقي المتغيرات، القيمة السوقية للسهم (VA)، قيمة توزيع الأرباح (DVD)، معدل عائد التوزيعات (DYD) ونسبة التوزيعات (PD)، فهي مستقرة عند الفروق الأولى، ويلاحظ أن قيم الإحصاءات المحسوبة لاختبار PP اصغر (بالقيمة المطلقة) من الإحصاءات المجدولة على الأقل في نموذج واحد من النماذج الثلاثة عند مستوى معنوية 5%، ومنه نقبل الفرضية بالإضافة إلى عدم معنوية الاتجاه العام في النموذج الثالث بالنسبة لكل السلاسل، وهذا يعني أن هذه السلاسل غير مستقرة من نوع DS، في حين أن القيم المحسوبة لهذا الاختبار للسلاسل المفرقة من الدرجة الأولى اكبر من الجدولية في النماذج الثلاثة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فهي مستقرة من الدرجة الأولى، هذا يعني أن

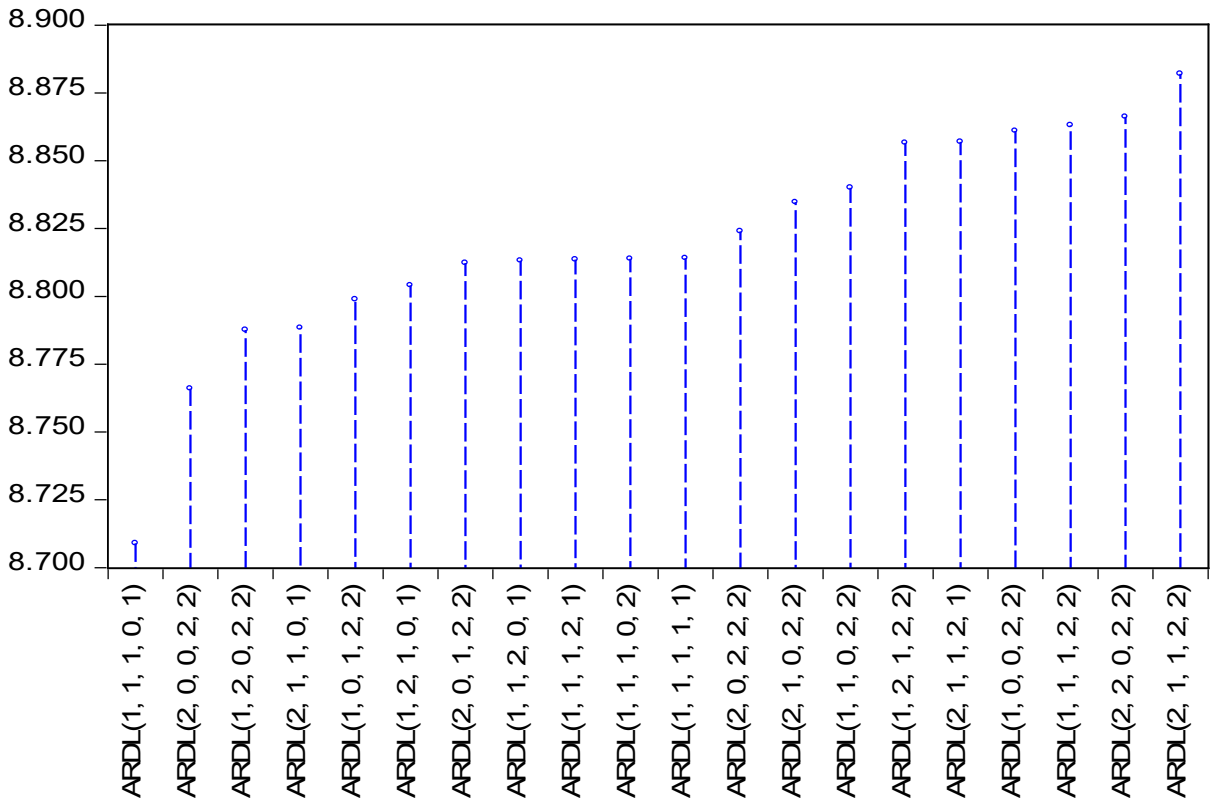
المتغيرات متكاملة من الدرجة I(0) و I(1)، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند الفرق الثاني وهذا شرط أساسي يجب توفره لتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL .

ثانيا- تحديد فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات محل الدراسة

من خلال دراسة استقرارية السلاسل الزمنية والتي تم التوصل إلى أن السلاسل متكاملة من من الدرجة I(0) و I(1)، واعتمادا على ذلك سنستخدم طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، حيث يعتبر نموذج ARDL أكثر النماذج ملائمة مع حجم العينة المستخدمة في هذا البحث البالغة 21 مشاهدة والممتدة من سنة 1999 إلى غاية سنة 2019.

ومن أجل تحديد العدد الأمثل لفترات الإبطاء الزمني المناسبة، تم استخدام معيار المعلومات Akaike، والموضح في الشكل الموالي :

الشكل رقم (3-9): توصيفات النموذج لمعيار المعلومات Akaike



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج (Eviews 9)

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن أفضل نموذج ذو أقل قيمة لمعيار Akaike (AIC) هو ARDL (1،1،1،0،1)، من بين أفضل 20 توصيف للنموذج، أي تحديد فترة تخلف زمني واحدة

للمتغير التابع القيمة السوقية لسهم صيدال VA، ولجميع المتغيرات المستقلة ماعدا متغير معدل نمو التوزيعات حيث لم تأخذ فترة تخلف زمني له في هذا النموذج.

ثالثا- تقدير نموذج (UECM-ARDL)

وهو منهج بديل لطريقة Engle Granger ذي الخطوتين، وينطوي على تقدير معالم النموذج على المدى القصير والطويل في معادلة واحدة، وتتم صياغة نموذج(UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(ARDL) ونتائج التقدير موضحة في الجدول أدناه.

جدول رقم (3-6) : توصيفات النموذج لمعيار المعلومات Akaike

المتغير التابع D(VA)			
المتغيرات	المعاملات	إحصائية-t	الاحتمال
D(DVD)	16.26459	9.992146	0.0000
D(DYD)	-76.8054	-10.0642	0.0000
D(PD)	0.709369	1.739401	0.1098
C	485.9429	3.860614	0.0027
DVD(-1)	15.27627	3.267335	0.0075
DYD(-1)	-75.6308	-3.02111	0.0116
GD(-1)	0.000825	0.005538	0.9957
PD(-1)	-0.28665	-0.88894	0.3931
VA(-1)	-0.95959	-3.90186	0.0025
معامل التحديد	0.9755	معامل التحديد المعدل	0.9576
إحصائية-F	54.66604	إحصائية-DW	1.63082
احتمال(إحصائية-F)	0.00000	Log likelihood	-83.9595

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج (Eviews 9)

نلاحظ من خلال معطيات التقديرية والإحصائية أعلاه أن معامل التحديد بلغ 0.975464 والذي يدل على جودة توفيق النموذج بحيث أن المتغيرات المستقلة للنموذج تفسر حوالي 97.55 % من التغيرات الحاصلة للمتغير التابع d(VA)، مما يعني أن هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له، كما أن احتمال إحصائية فيشر تساوي 0.00000، مما يعني أن النموذج ككل له معنوية إحصائية عند مستوى 5%، فيما جاءت أغلب معالم النموذج لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، ماعدا معلمات متغيرات D(PD)،GD(-1)، PD(-1) إذ لم تكن معنوية، كما أن إحصائية DW لا تشير إلى وجود ارتباط ذاتي ما بين الأخطاء من الدرجة الأولى.

المطلب الثاني : دراسة الأثر في الأجلين القصير والطويل

يسمح نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL بدراسة الأثر في الأجلين القصير والطويل، وذلك بالقيام باختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود، وتقدير العلاقة القصيرة الأجل باستعمال نموذج تصحيح الخطأ المقيد وكذا تقدير معادلة الأجل الطويل.

أولا-اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود Bounds Test

للكشف عن وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة تم استخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL من خلال استخدام أسلوب اختبار الحدود Bounds Test المقترحة من قبل Pesaran et al. (2001) وذلك في إطار نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد **(UECM)**، ويبين الجدول أدناه نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود Bounds Test، من خلال الفروض التالية:

الفرضية العدمية H0: عدم وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين المتغيرات

الفرضية البديلة H1: وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين المتغيرات

جدول رقم (3-7) : اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود

قيمة فيشر المحسوبة F_{cal}		التأخير
5.118304		4
قيم فيشر الحرجة لـ Pesaran et al (2001) .		المعنوية
قيمة الحد الأدنى I0	قيمة الحد الأقصى I1	
2.2	3.09	10%
2.56	3.49	5%
2.88	3.87	2.50%
3.29	4.37	1%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا برنامج (Eviews 9).

و تشير نتائج الجدول أعلاه إلى أن قيمة إحصائية F المحسوبة جاءت أكبر من قيمة الحد الأقصى 4.37 عند مستوى المعنوية 1%، وفقا لذلك يتم قبول الفرضية البديلة H1 ورفض فرضية العدم H0 التي تنفي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ويعني ذلك وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين القيمة السوقية لسهم صيدال وقرارات توزيع الأرباح وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة، وهذا ما يتفق مع فرضية الدراسة الأولى ومع الدراسة السابقة لـ (Olayinka & John, 2021)، حيث تتفق على وجود علاقة معنوية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم على المدى الطويل .

ثانيا- اختبارات السببية

للتأكد من اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات في الأجلين القصير والطويل فإنه سيتم الاستعانة بكل من اختبار سببية Granger واختبار سببية Toda-yamamoto.

1- اختبار السببية في المدى القصير

من أجل التأكد من العلاقة السببية بين المتغيرات في الأجل القصير فإنه سيتم الاعتماد على اختبار سببية Granger، حيث يبين الجدول التالي نتائج اختبار العلاقة السببية قصيرة الأجل بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (3-8) : نتائج اختبار السببية لـGranger

التأخيرات: 2	الفرضية الصفرية H_0	المشاهدات	إحصائية-F	الاحتمال
عند المستوى	DVD لا تسبب في VA	19	6.25669	0.0114
	VAلا تسبب في DVD	19	0.93866	0.4144
	DYD لا تسبب في VA	19	7.20785	0.0070
	VAلا تسبب في DYD	19	2.22612	0.1447
	GD لا تسبب في VA	19	3.82246	0.0474
	VAلا تسبب في GD	19	2.30761	0.1361
	PD لا تسبب في VA	19	3.15286	0.0741
	VAلا تسبب في PD	19	1.00860	0.3898
عند الفروق الأولى	d(DVD) لا تسبب في d(VA)	18	3.38732	0.0655
	d(VA) لا تسبب في d(DVD)	18	0.68665	0.5206
	d(DYD) لا تسبب في d(VA)	18	4.07241	0.0423
	d(VA) لا تسبب في d(DYD)	18	1.53274	0.2525
	d(GD) لا تسبب في d(VA)	18	3.80067	0.0502
	d(VA) لا تسبب في d(GD)	18	1.20035	0.3324
	d(PD) لا تسبب في d(VA)	18	0.58220	0.5726
	d(VA) لا تسبب في d(PD)	18	2.53007	0.1180

المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (7) وباستخدام برنامج (Eviews 9)

على حسب اختبار Granger، مع الأخذ بعين الاعتبار فجوتين زمنيتين فإنه يلاحظ من الجدول أعلاه ما يلي:

- أن المتغير القيمة السوقية للسهم (VA) لا يسبب في كل المتغيرات المستقلة (DVD، DYD، GD، PD)، في حين أن كل من قيمة توزيعات الأرباح(DVD)، معدل عائد التوزيعات(DYD)، معدل نمو التوزيعات

(GD) ونسبة التوزيعات (PD) تسبب في المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (VA) وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار أنه تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة عند مستوى معنوية 10%.

-عند أخذ الفروق الأولى لمتغيرات الدراسة فقد أعطت نفس النتائج لمتغيرات الدراسة في المستوى ماعدا متغير الفروق الأولى لنسبة التوزيعات فإنه لا يسبب في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم عند مستوى معنوية 10%.

وبالتالي نستنتج بأن العلاقة السببية قصيرة الأجل بين متغيرات الدراسة هي أحادية الاتجاه من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع سواء في المستوى أو عند اخذ الفروق الأولى عدا متغير الفروق الأولى لنسبة التوزيعات فإنه لا يسبب في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم.

2- اختبار السببية في المدى الطويل

من أجل التأكد من العلاقة السببية بين المتغيرات في الأجل الطويل فإنه سيتم الاعتماد على اختبار سببية Toda-yamamoto، حيث يبين الجدول التالي نتائج اختبار العلاقة السببية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (3-9) : نتائج اختبار سببية Toda-yamamoto

التعيين		المتغير التابع	المتغيرات الداخلة	إحصائية- $\chi 2$	درجات الحرية	الاحتمال
عند المستوى	كل متغيرين على حدا	VA	DVD	12.51337	2	0.0019
		DVD	VA	1.877321	2	0.3912
		VA	DYD	14.41570	2	0.0007
		DYD	VA	4.452249	2	0.1079
		VA	GD	7.644920	2	0.0219
		GD	VA	4.615227	2	0.0995
		VA	PD	6.305723	2	0.0427
		PD	VA	2.017193	2	0.3647
	المتغيرات المستقلة معا	VA	PD ،GD ،DYD ،DVD	34.29238	8	0.0000
عند الفروق الأولى	كل متغيرين على حدا	D(VA)	D(DVD)	6.774637	2	0.0338
		D(DVD)	D(VA)	1.373294	2	0.5033
		D(VA)	D(DYD)	8.144828	2	0.0170
		D(DYD)	D(VA)	3.065480	2	0.2159
		D(VA)	D(GD)	7.601333	2	0.0224
		D(GD)	D(VA)	2.400695	2	0.3011
		D(VA)	D(PD)	1.164404	2	0.5587
		D(PD)	D(VA)	5.060143	2	0.0797
	المتغيرات المستقلة معا	D(VA)	D(DYD)، D(DVD)، D(PD) ،D(GD)	17.92938	8	0.0218

المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (7) وباستخدام برنامج (Eviews 9)

يلاحظ من الجدول أعلاه ما يلي:

- في حالة اخذ كل متغيرين على حدا فإن المتغير القيمة السوقية للسهم (VA) لا يسبب في كل المتغيرات المستقلة (DVD، DYD، GD، PD) عند مستوى معنوية 5%، في حين أن كل من قيمة توزيعات الأرباح (DVD)، معدل عائد التوزيعات (DVD)، معدل نمو التوزيعات (GD) ونسبة التوزيعات (PD) تسبب في المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (VA) عند مستوى معنوية 5%، أما عند أخذ الفروق الأولى لمتغيرات الدراسة فقد أعطت نفس النتائج ماعدا متغير الفروق الأولى لنسبة التوزيعات D(PD)، فإنه لا يسبب في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم D(VA) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نستنتج بأن العلاقة السببية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة في حالة اخذ كل متغيرين على حدا هي أحادية الاتجاه من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع سواء في المستوى أو عند اخذ الفروق الأولى عدا متغير الفروق الأولى لنسبة التوزيعات فإنه لا يسبب في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم عند مستوى معنوية 5%.

-في حالة اختبار سببية كل المتغيرات الدراسة المستقلة معا (DVD، DYD، GD، PD)، فإنه يلاحظ أنها تسبب مجتمعة في المتغير التابع (VA) عند مستوى معنوية 5%، سواء عند اخذ المتغيرات في المستوى أو عند فروقها الأولى.

ثالثا-تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

يمثل تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) في نموذج ARDL التعبير عن المتغيرات المستعملة بصيغة الفرق الأول مع إضافة حد تصحيح الخطأ المتباطئ زمنيا لفترة واحدة ECT(-1) كمتغير تفسيري، حيث تكمن أهمية تقدير حد تصحيح الخطأ في قياس سرعة تكييف الاختلال في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل ويبين الجدول الموالي مقدرات معلمات الأجل القصير كما يلي:

جدول رقم (3-10) : نموذج تصحيح الخطأ (ECM) والعلاقة الطويلة الأجل

المتغير التابع D(VA)				
المتغيرات المستقلة	المعاملات	الخطأ المعياري	إحصائية-t	الاحتمال
D(DVD)	15.65267	0.849857	18.41802	0.0000
D(DYD)	-80.9138	3.681564	-21.9781	0.0000
D(GD)	0.342619	0.05731	5.978365	0.0001
D(PD)	0.782458	0.264829	2.954575	0.0131
ECT (-1)	-0.80746	0.150193	-5.37614	0.0002

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج (Eviews 9)

يعد معامل حد تصحيح الخطأ ECT(-1) أهم معامل في نتائج معاملات الأجل القصير في نموذج ARDL، حيث نلاحظ من الجدول أعلاه أن حد تصحيح الخطأ المبطئ لفترة زمنية واحدة جاءت معنوية عند مستوى 1 % مع الإشارة السالبة حيث تؤكد وتدعم وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ويدل كذلك على وجود علاقة سببية في الأجل الطويل للمتغيرات المستقلة باتجاه المتغير التابع VA ويعبر هذا المقدر على سرعة تكييف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل.

رابعا-تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل

يمثل الجدول الآتي معاملات العلاقة الطويلة الأجل وقيم إحصائية ستيودنت والاحتمال (Prob) المقابل لها لكل المتغيرات محل الدراسة:

جدول رقم (3-11): أدناه معاملات العلاقة الطويلة الأجل

المتغير التابع VA				
المتغيرات	المعاملات	الخطأ المعياري	إحصائية-t	الاحتمال
DVD	16.52968	1.180682	14.00012	0.0000
DYD	-81.2316	9.20415	-8.82554	0.0000
GD	0.424668	0.27768	1.529342	0.1544
PD	-0.41013	0.370566	-1.10677	0.2920
C	499.2043	42.05084	11.87145	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج (Eviews 9)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن كل من مقدرات الحد الثابت وقيمة توزيع الأرباح وعائد التوزيعات جاءت معنوية عند مستوى 5 %، فيما كانت مقدرات كل من معدل نمو التوزيعات ونسبة التوزيعات غير معنوية.

ومن نتائج تقدير الجدول أعلاه فإن معادلة حد تصحيح الخطأ ECT ستأخذ الشكل الآتي:

ECT = VA - (16.5297*DVD -81.2316*DYD + 0.4247*GD -0.4101*PD +499.2043)

ويستدل من المعادلة أعلاه أن المتغيرات التي تم اختيارها انطلاقاً من النظرية المالية والدراسات السابقة، والمفسرة لعلاقة قرارات توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم كانت متوافقة مع فروض الدراسة ماعدا متغير نسبة التوزيعات إذ جاءت الإشارة سالبة غير أنها لم تكن معنوية.

المطلب الثالث: اختبار وتقييم نموذج ARDL

بعد التأكد من وجود التكامل المشترك بين المتغيرات محل الدراسة وتقدير الأثر في الأجلين القصير والطويل، تأتي المرحلة الموالية بالقيام بالاختبارات الإحصائية والقياسية وتقييم النموذج من الناحية المالية.

أولا-الاختبارات الإحصائية والقياسية

من أجل الحكم على مدى اجتياز النموذج للمشاكل الإحصائية والقياسية يتعين التأكد من جودة أداء النموذج من خلال إجراء الاختبارات التالية:

1-الاختبار الإحصائي للنموذج:

تشير الاختبارات الإحصائية إلى الدلالة على جودة النموذج المقدر من خلال القيم الإحصائية المستخرجة من الملحق رقم **(4)**، حيث نلاحظ القيمة المرتفعة لمعامل التحديد R^2 حيث بلغت 0.984603 والذي يعبر عن جودة توفيق النموذج، ويعني هذا أن المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج تفسر حوالي 98.46 % من تغيرات المتغير التابع VA، والباقي يعزى إلى عوامل أخرى، ونلاحظ كذلك أن قيمة إحصائية F والبالغة 87.93084 والتي تدل على معنوية النموذج المقدر ككل بمستوى معنوية إحصائية عند 1%، حيث قدر احتمال إحصائية F بـ 0.000000.

2-الاختبارات التشخيصية:

تتمثل الاختبارات التشخيصية في اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي، اختبار ARCH واختبار Ramsey Reset، والتي نلخصها من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (3-12) : الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL

الاختبارات التشخيصية	JB	LM	ARCH	RESET
الاحصائية	χ^2=0.403690	F(2,9)= 0.161875	F(1,17)= 0.095788	F(1, 10)= 0.010663
الاحتمال	0.817221	0.8530	0.7607	0.9198

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم (6) وبرنامج (Eviews 9)

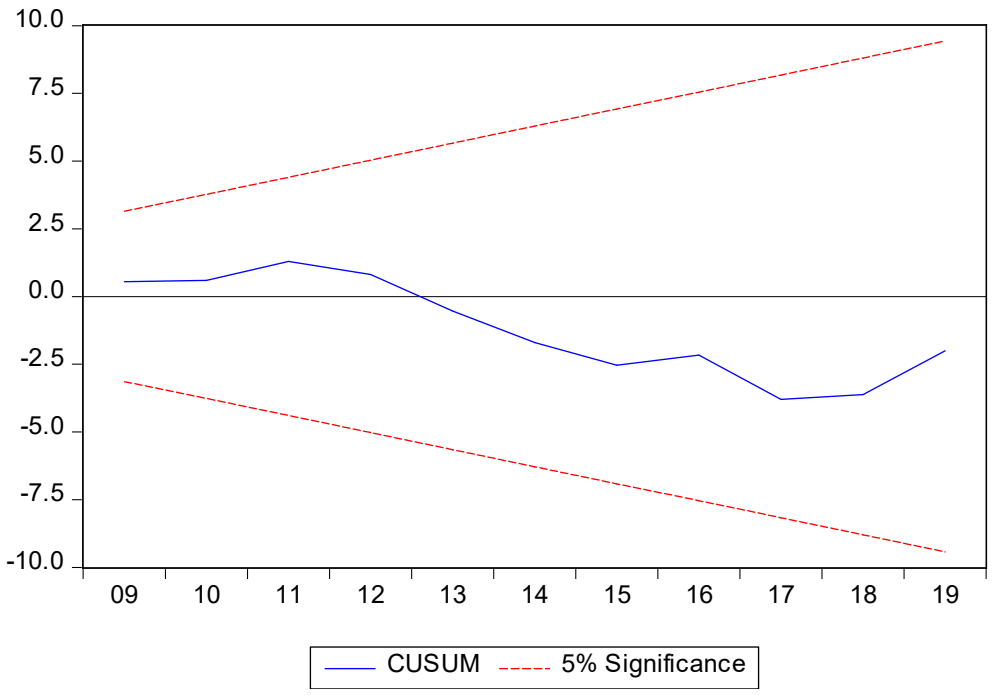
- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي(Jarque-Bera): من أجل دراسة فرضية بواقي الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي نلجأ إلى اختبار(Jarque-Bera)، حيث نلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمال إحصائية JB هو 0.817221 وهو أكبر من 0.05 وعليه نقبل الفرضية القائلة بأن بواقي معادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي في النموذج محل التقدير.

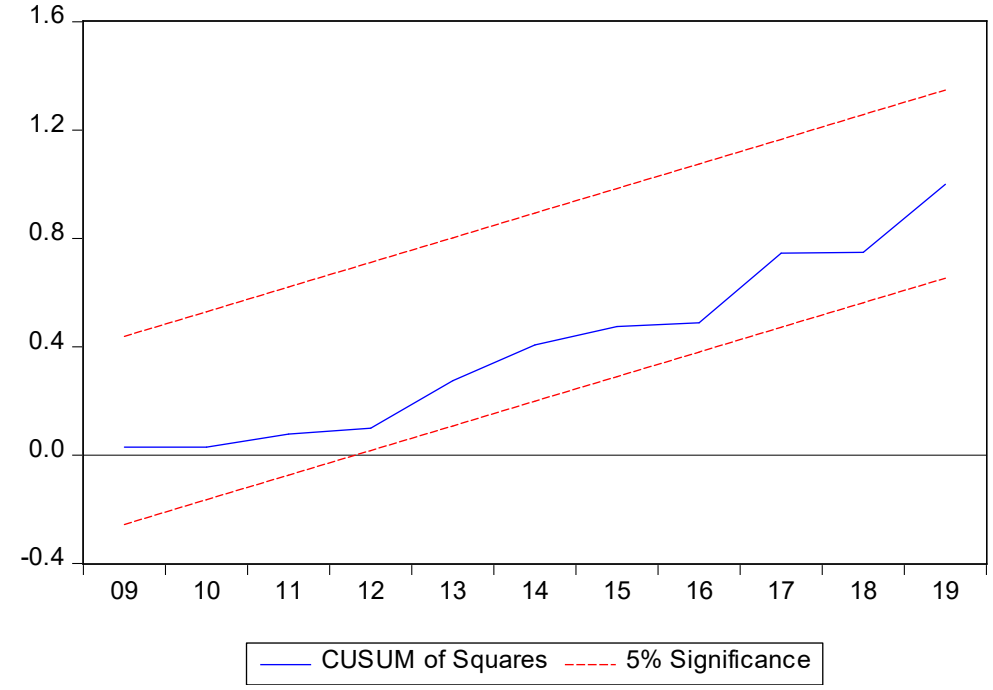
- اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي(Breush-Godfrey): يشير اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية إلى أن احتمال F(2,9) تساوي 0.8530 وهي أكبر من 0.05، مما يجعلنا نقبل فرضية العدم التي مفادها عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار.
- اختبار الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين (ARCH): يشير اختبار (ARCH) إلى أن احتمال إحصائية F(1,17) تقدر بـ0.7607 وهي أكبر من 0.05 وبالتالي عدم رفض فرضية العدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر.
- اختبار Ramsey Reset: الخاص بالتعرف على مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج من حيث نوع الشكل الدالي، نلاحظ أن احتمال إحصائية F(1, 10) تساوي 0.9198 وهي أكبر من 0.05، ومنه النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي، أي قبول الشكل الدالي للمتغير التابع وفق محدداته التفسيرية.

3- اختبار استقرار النموذج (Stability Test).

من أجل التأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أية تغيرات هيكلية فيها، لابد من استخدام الاختبارات المناسبة لذلك وهي اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUMQ، وتكمن أهمية هذين الاختبارين في مدى وجود أي تغير هيكلي في البيانات، ومدى استقرار وانسجام المعلمات الطويلة الأجل مع معلمات القصيرة الأجل وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3- 10): نتائج اختبار (cusum test) ونتائج اختبار (cusum of squares).





المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج (Eviews 9)

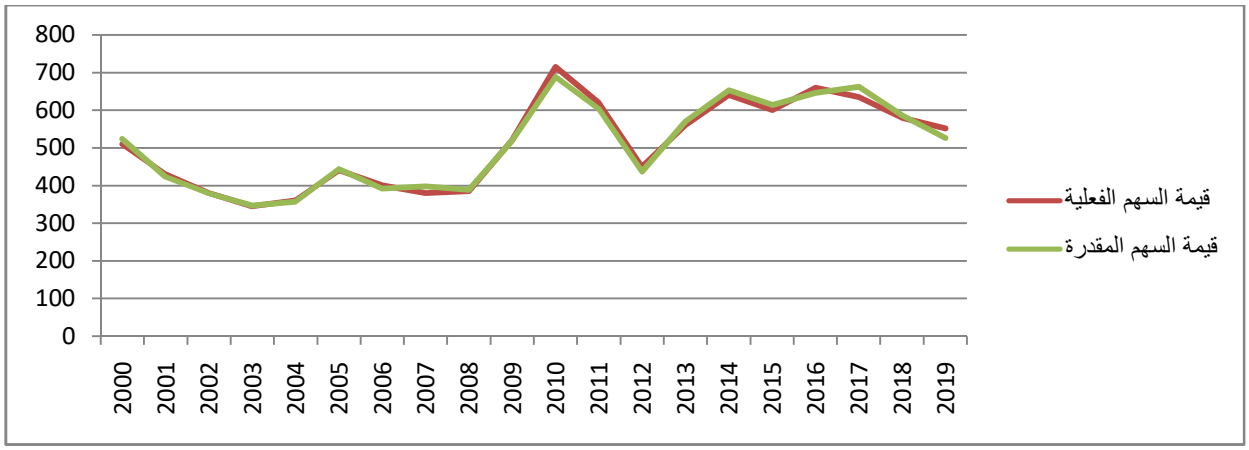
يتضح من خلال الشكلين أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL مستقر هيكليا عبر فترة الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين CUSUM وCUSUMQ لهذا النموذج والذي

يبين أن منحنى الأخطاء يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وعليه فإنه لا يوجد حاجة إلى تقسيم الفترة (1999-2019) إلى فترات جزئية وبالتالي يمكن التعامل مع كامل فترة الدراسة كفترة زمنية واحدة.

4- تقييم الأداء التنبؤي للنموذج المقدر

نظرا لان جودة النتائج المقدرة تعتمد على جودة الأداء التنبؤي للنموذج، فإنه من اللازم التأكد من أن هذا النموذج يتمتع بقدرة جيدة على التنبؤ خلال الفترة الزمنية للتقدير، هذا الأداء يمكن ملاحظته من خلال الشكل التالي الذي يوضح سلوك القيم الفعلية والمقدرة للقيمة السوقية لسهم.

الشكل رقم (3- 11): القيم الفعلية والمقدرة للقيمة السوقية للسهم



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج (EXCEL)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن سلوك القيم الفعلية والمقدرة للقيمة السوقية لسهم صيدال يكاد يتطابقان بشكل تقريبي، ومن ثم يمكن الاعتماد على نتائج هذا النموذج لأغراض تقييم سهم صيدال من طرف المساهمين والمستثمرين في البورصة فضلا عن تزويد الإدارة المالية للشركة بالتنبؤ من أجل إعداد السياسات المالية للمؤسسة لاسيما القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح.

ثانيا- تقييم النموذج من الناحية المالية

من خلال النتائج المتوصل إليها من تقدير النموذج ودراسة الأثر في الأجلين القصير والطويل واجتياز نموذج الدراسة لأهم الاختبارات الإحصائية والقياسية سيتم تقييم النموذج من الناحية المالية.

1- علاقة الأجل القصير

تشير قيمة معامل حد تصحيح الخطأ البالغة 80.746 % إلى أن القيمة السوقية لسهم صيدال يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية، بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة (t-1) والتي تعادل 81 %، أي أنه عندما تنحرف القيمة السوقية للسهم المبطئة بسنة واحدة (t-1) عن القيمة التوازنية في المدى البعيد، فإنه سيتم تصحيح ما يعادل 81 % من هذا الانحراف في الفترة (t)، كذلك يمكن القول أن القيمة السوقية للسهم تستغرق ما يقارب $\frac{1}{0.81}$ سنة، وهو ما يعادل استغراق القيمة السوقية للسهم سنة وثلاثة أشهر من أجل التعديل باتجاه قيمته التوازنية، أي بعد صدمة في النموذج نتيجة تغير المتغيرات المفسرة.

كما نلاحظ كذلك أن جميع متغيرات علاقة القصيرة الأجل كانت ذات معنوية إحصائية بين المستوى 1%و 5%، وقد كان تأثيرها بين الايجابي والسلبي حيث يمكن تفسيرها كالآتي:

تؤثر قيمة توزيع الأرباح السنوية في القيمة السوقية للسهم على المدي القصير بشكل طردي حيث أن كل زيادة في الفروق الأولى لقيمة توزيع الأرباح بوحدة نقدية واحدة 1 دج ستؤدي إلى الزيادة في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم بـ 15.65 دج.

يؤثر معدل عائد توزيع الأرباح في القيمة السوقية للسهم على المدي القصير بشكل عكسي حيث أن كل زيادة في الفروق الأولى لمعدل عائد توزيع الأرباح بـ 1 % سوف تؤدي إلى انخفاض في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم بـ 80.91 دج.

يؤثر معدل نمو التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على المدي القصير بشكل ايجابي حيث أن كل زيادة في الفروق الأولى لمعدل نمو التوزيعات بـ 1 % سوف تؤدي إلى ارتفاع في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم بـ 0.34 دج.

تؤثر نسبة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على المدي القصير بشكل ايجابي حيث أن كل زيادة في الفروق الأولى لنسبة التوزيعات بـ 1 % سوف تؤدي إلى ارتفاع في الفروق الأولى للقيمة السوقية للسهم بـ 0.78 دج.

تتوافق النتائج المتوصل عليها في الأجل القصير مع نظرية ملائمة التوزيعات، حيث أن الزيادة في قيمة توزيعات الأرباح تؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للسهم، اذ تعكس المعلومات المتعلقة باتخاذ قرار توزيع الارباح في السوق المالي من خلال المستثمرون في السوق

2- علاقة الأجل الطويل

تشير نتائج العلاقة الطويلة الأجل إلى أن المقدرات كانت ذات معنوية إحصائية عند المستوى 1% ماعدا مقدرتا المتغيرين GD، PD حيث يمكن تفسير النتائج كالآتي:

تدل مقدرة الحد الثابت إلى قيمة السهم السوقية بدون تأثيرات المتغيرات المستقلة، أي أن القيمة السوقية للسهم سوف تساوي حوالي 500 دج لما تكون قيمة توزيع الأرباح ومعدل نمو التوزيعات مساوية للصفر.

يمكن تفسير معامل المتغير قيمة توزيع الأرباح على أنه كل زيادة في قيمة توزيع الأرباح DVD بوحدة نقدية واحدة (1 دج) سوف يتغير المتغير التابع القيمة السوقية لسهم صيدال VA بـ 16.53 دج في المدى الطويل.

يؤثر معدل عائد توزيع الأرباح في القيمة السوقية للسهم على المدي الطويل بشكل عكسي حيث أن كل زيادة في معدل عائد توزيع الأرباح بـ 1 % سوف تؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم بـ 81.23 دج

يؤثر معدل نمو التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على المدي الطويل بشكل إيجابي حيث أن كل زيادة في معدل نمو التوزيعات بـ 1% سوف تؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للسهم بـ 0.42 دج، غير أنه لم يكن معنويا من الناحية الإحصائية.

تؤثر نسبة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على المدي الطويل بشكل ايجابي حيث أن كل زيادة في نسبة التوزيعات بـ 1 % سوف تؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للسهم بـ 0.41 دج، غير أنه لم يكن معنويا من الناحية الإحصائية.

ومن خلال المعادلة الطويلة الأجل يمكننا تفسير انخفاض القيم السوقية للسهم عن قيمة السهم الدفترية، حيث يعود السبب إلى تدني توزيعات الأرباح عن توزيعات الأرباح التي تكافئ قيمة السهم الدفترية والبالغة 2177.63 دج للسهم الواحد في سنة 2019.

بافتراض أن حد تصحيح الخطأ مساوي للصفر، وباعتبار أن مقدرتا المتغيرين GD، PD غير معنويتين فإنهما مساويتان للصفر وبالتالي يمكن حساب قيمة توزيع الأرباح المكافئة لقيمة السهم الدفترية كما يلي :

VA= 16.5297*DVD-81.2316*DYD+499.2043

VA= 16.5297*DVD-81.2316*DVD/ VA+499.2043

16.5297*DVD-81.2316*DVD/ VA = VA -499.2043

16.5297*DVD-81.2316*DVD/ 2177.63 = 2177.63 -499.2043

DVD*(16.5297-81.2316/2177.63) = 2177.63 -499.2043

DVD=1678.4257/16.4923972

DVD= 101.769662

ومعنى ذلك أنه يتوجب أن تتمركز توزيعات الأرباح في المدى الطويل على قيمة **102 دج**، لكي تستعيد القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية.

3- مناقشة النتائج

من خلال النتائج المتوصل إليها يتبين لنا أن قيمة توزيعات الأرباح له علاقة ايجابية قوية ومعنوية مع القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين الطويل والقصير، إذ يعتبر أكثر المتغيرات المستقلة تأثيرا على القيمة السوقية للسهم، وهذا ما يؤكد نظرية ملائمة التوزيعات وكذلك تطابقها مع أغلب نتائج الدراسات التطبيقية، كدراسة دراسة (قنون ودادن، 2019)، دراسة (قدام وترفاس، 2019)، دراسة (Narinder & Aakarsh, 2019)، دراسة (حفصي، 2016) ودراسة (دادن وبديدة، 2012)، حيث توصلت هذه الدراسات الى أن قيمة توزيع الأرباح تؤثر بشكل أساسي على القيمة السوقية للسهم.

ويرجع هذا التأثير القوي الى أن توزيعات الأرباح ينظر إليها بالنسبة الى مساهمي الشركة على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة ومؤشر للفعالية التي تحققها، فزيادة

قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى يحتمل أن يترك انطباعا ايجابيا عن الشركة لدى المتعاملين في البورصة، الأمر الذي يؤدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها.

ويمكن إرجاع هذا التأثير أيضا إلى أن المتعاملين في بورصة الجزائر يولون اهتماما كبيرا للأرباح الموزعة لأن لها مخاطر أقل من الأرباح الرأسمالية، وبالتالي يفضلون التوزيعات بسبب افتقاد المستثمرين لمعلومات عن السياسة الاستثمارية للشركة وأرباحها المتوقعة في المستقبل، وبناءً على ذلك ينتج عن توزيع الأرباح علاوة إيجابية، هذه العلاوة يدفعها المستثمرون على السهم بسبب وجود تأثير العميل في البورصة، حيث يفضل المستثمرون توزيعات الأرباح والتي قد تجنبهم المخاطرة لاعتقادهم أن الشركة تكون أقل مخاطرة عندما تدفع توزيعات، كذلك يمكن أن يرجع الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم إلى التدني في قيمة توزيعات الأرباح الشركة بسبب العلاقة القوية بينهما، ويتم تفسيير الانخفاض في القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الدفترية إلى إتباع الشركة لسياسة احتجاز الأرباح، وهذا ما جعل إدارة الشركة ترسل إشارات خاطئة إلى البورصة حول الأرباح المستقبلية، إذ أن دفع توزيعات الأرباح المنخفضة هو بمثابة انخفاض الربحية في المستقبل، ونتيجة لذلك تنخفض القيمة السوقية للسهم.

أيضا يمكن اعتبار أن مساهمي الشركة في البورصة يمثلون الأقلية بـ 20 % فقط والباقي من مساهمة الدولة، وبالتالي يعود الانخفاض في القيمة السوقية للسهم أيضا إلى أن قيمة التوزيعات لا تغطي تكاليف الوكالة لمساهمي الأقلية، باعتبار أن مصالح الدولة يمكن أن تتعارض مع مصالح الأقلية مما ينتج عنه تكاليف يتكبدها مساهمو الأقلية في النهاية.

من بين النتائج الهامة التي تم التوصل إليها أن معدل عائد توزيع الأرباح له علاقة سلبية قوية ومعنوية مع القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين الطويل والقصير، هذه النتيجة الهامة تتطابق مع ما توصل إليه كل من دراسة (Akif Shah & Noreen, 2016)، دراسة (Narinder & Aakarsh, 2019) ودراسة (Arslan & Zaman, 2014)، حيث توصلت إلى أن معدل عائد توزيع الأرباح له تأثير سلبي على القيمة السوقية للسهم، إذ يعبر معدل عائد توزيع الأرباح من الناحية المالية عن معدل خصم القيمة السوقية للسهم باعتباره مقياس للمخاطر، حيث يمثل هذا المعدل نسبة قيمة توزيعات الأرباح بالنسبة الى القيمة السوقية للسهم، وبالتالي فإن ارتفاع هذه النسبة تؤدي إلى نقصان القيمة السوقية للسهم وإنخفاضها يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

توصلت النتائج أيضا إلى أن نسبة توزيعات الأرباح لها علاقة موجبة ومعنوية مع القيمة السوقية للسهم في الأجل القصير أما في الأجل الطويل فقد جائت العلاقة سلبية وغير معنوية، وبالتالي نسبة

توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على المدى الطويل، وتجدر الإشارة هنا إلى أن الدراسات الميدانية جاءت نتائجها متباينة حول طبيعة العلاقة بين نسبة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم.

بالنسبة لمعدل نمو التوزيعات فقد توصلت النتائج إلى أن معدل نمو التوزيعات لها علاقة موجبة ومعنوية مع القيمة السوقية للسهم في الأجل القصير أما في الأجل الطويل فقد جاءت العلاقة غير معنوية، وبالتالي معدل نمو التوزيعات ليس له أي تأثير على المدى الطويل، حيث يمكن تفسير الإشارة الموجبة في هذه العلاقة إلى نظرية التوزيعات التي طرحها Gordon من خلال نموذجه، إذ اعتبر أن معدل نمو التوزيعات يؤثر بشكل ايجابي على القيمة السوقية للسهم.

ملخص الفصل :

من خلال التحليل المالي للشركة تم تسجيل أن المردودية الاقتصادية لم تتجاوز المردودية التجارية طيلة فترة الدراسة، إذ أثرت بشكل سلبي على المردودية المالية للشركة، ويعود السبب إلى ضعف معدل دوران الأصول الذي أدى إلى تخفيض معدل دوران الأموال الخاصة بالرغم من ارتفاع الرفع المالي.

تم تسجيل أن قيمة السهم الدفترية اكبر من القيمة السوقية للسهم طيلة فترة الدراسة، وهذا يعني عدم فعالية وكفاءة الإدارة المالية في خلق القيمة للمساهمين.

من خلال الدراسة الوصفية لاحظنا عدم تجانس مستويات السلاسل الزمنية للمتغيرات.

تم التوصل إلى أن السلاسل متكاملة من من الدرجة I(0) وI(1)، واعتمادا على ذلك تم استخدام طريقة ARDL، زيادة على أنها تتلائم مع حجم العينة المستخدمة في هذا البحث البالغة 21 مشاهدة.

أشارت نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود إلى وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين القيمة السوقية لسهم صيدال وقرارات توزيع الأرباح وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة، وما يؤكد ذلك هو معامل حد تصحيح الخطأ ECT(-1) حيث جاء معنوي مع الإشارة السالبة، إذ يعبر عن استغراق القيمة السوقية للسهم ما مقداره سنة وثلاثة أشهر من أجل التعديل باتجاه قيمته التوازنية.

تم التوصل إلى أن قيمة توزيع الأرباح تؤثر بشكل الايجابي ومعنوي على القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين القصير والطويل، في حين أن عائد توزيع الأرباح يؤثر بشكل سلبي ومعنوي على القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين القصير والطويل، أما معدل نمو التوزيعات ونسبة التوزيعات فقد أثرت بشكل ايجابي ومعنوي في الأجل القصير أما في المدى الطويل فلم تكن معنوية.

من أجل أن تستعيد القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية لسنة 2019، يتوجب أن تتمركز توزيعات الأرباح في المدى الطويل على قيمة **102 دج**.

يمكن الاعتماد على نتائج نموذج ARDL لأغراض تقييم سهم صيدال من طرف المساهمين والمستثمرين في البورصة فضلا عن تزويد الإدارة المالية للشركة بالتنبؤ من أجل إعداد السياسات المالية للمؤسسة لاسيما القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح.

خاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة موضوع تأثير قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك باختيار شركة صيدال كدراسة حالة من أجل الإجابة عن إشكالية الدراسة المطروحة والمتعلقة بكيفية تأثير قرارات توزيع الأرباح لشركة صيدال على القيمة السوقية لأسهمها خلال الفترة (1999-2019).

من أجل معالجة هذه الإشكالية قمنا بخطة مكونة من ثلاثة فصول، تم إتباع المنهج الاستنباطي وذلك من أجل الإحاطة بمختلف المفاهيم المتعلقة بكل من قيمة المؤسسة وقرارات توزيع الأرباح، بالإضافة إلى التعرف على أهم النظريات والدراسات الأساسية التي عالجت العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، فيما تم استخدام المنهج الاستقرائي في الدراسة التطبيقية من أجل اختبار فرضيات الدراسة والإجابة على الإشكالية، وذلك باستخدام أداتي الإحصاء والقياس لوصف البيانات ونمذجتها ومعالجتها وتحليلها، ولغرض تسهيل استخدام أدوات هذا المنهج فقد تم استعمال البرامج المساعدة (Eviews، EXCEL) حيث سمحت لنا بالتوصل إلى الأهداف المرجوة من الدراسة، إذ تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL من أجل دراسة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة وكذلك دراسة الأثر في كل من الأجلين القصير والطويل.

تم التعبير عن المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة بمجموعة من المؤشرات وهي قيمة توزيع الأرباح، معدل عائد التوزيعات، معدل نمو التوزيعات ونسبة التوزيعات، والتي تعبر عن قرارات توزيع الأرباح، كما تم التعبير كذلك عن المتغير التابع بالقيمة السوقية لسهم صيدال في آخر كل سنة، وقد حددت فترة الدراسة من سنة 1999 إلى غاية 2019 مع الأخذ بعين الاعتبار بأن التوزيعات توزع خلال السنة التي تليها وبالتالي تم افتراض بأن القيم السوقية للسهم تؤثر في سنة التوزيع.

أولا – نتائج الدراسة النظرية

- تتعدد المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة فقد تم التوصل إلى أن مقاربة الذمة المالية لا تعطي صورة أقرب للقيمة الحقيقية للمؤسسة مقارنة بكل من طريقة التدفقات وطريقة فائض القيمة والطرق المعتمدة على خلق القيمة .

- من خلال تعدد أهداف الإدارة المالية فإن أبرز هدف مالي يجب على الإدارة المالية أن تحققه هو إيجاد قيمة أعلى للمؤسسة والذي يتم التعبير عليه أيضا بتعظيم القيمة السوقية للسهم.

- يتم تحديد وتقدير القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تقدير قيمة العائد المتوقع ومن ثم يحدد الفاعلين في البورصة معامل الخصم لهذه التدفقات، والتي تمثل درجة المخاطرة حيث تتضمن متغيرات توقيت الحصول على العائد، السيولة والمقدرة على أداء المديونية.

- يحمل قرار توزيع الأرباح في مضمونه مشكلة مزدوجة ومعقدة نتيجة ارتباطه لكل من القرارات المالية الأخرى (التمويلية والاستثمارية)، حيث يهتم هذا القرار بتحديد نسبة الأرباح التي توزع على المساهمين وتوقيت توزيعها.

- تكون توزيعات الأرباح في الغالب على شكل نقدي وقد تكون أيضا على شكل صيغ أخرى مثل تجزئة الأسهم، منح أسهم مجانية وإعادة شراء الأسهم.

- تتحكم في قرارات توزيع الأرباح مجموعة من الاعتبارات والعوامل والتي تتمثل في العوامل المالية والاقتصادية والتي تتعلق بالفرص الاستثمارية والضرائب، وكذلك القواعد القانونية والاعتبارات التعاقدية باعتبارها تعطي إطاراً يتم بموجبه صياغة سياسات توزيع الأرباح.

- ثمة جدال في النظرية المالية فيما إذا كان هناك تأثير لقرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أم لا، حيث اختلفت النظريات المفسرة لقرارات توزيع الأرباح بين مؤيدة وحيادية تجاه تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث يعود الاختلاف إلى الافتراضات التي بنيت عليها كل نظرية.

- طرح Miller & Modigliani مقاربة رئيسية للبرهنة على عدم ملائمة توزيعات الأرباح، كما ويصران حتى في ظل حالة المخاطرة على وجهة نظرهما، إذ افترضا أن المستثمر يتمكن من تشكيل سياسة توزيع شخصية.

- يدعم كل من Lintner، Gordon وWalter، منظور تأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة حيث تعتبر أن توزيعات الأرباح عبارة عن متغيرات نشطة تؤثر في قيمة المؤسسة.

- قام Gordon بتفسير آخر للتوزيعات والذي أطلق عليه اسم عصفور في اليد، فبالنظر لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر بحيث يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة.

- عند إسقاط افتراضات السوق الكامل، يتم محاولة تفسير قرارات توزيع الأرباح من خلال استخدام عيوب السوق، ففي حالة وجود الضرائب تبرز نظرية التمييز الضريبي حيث تقضي هذه النظرية بأن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات، لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات,

- في حالة إسقاط فرض مجانية التدفقات النقدية نجد في الواقع وجود تكلفة الإصدار والمعاملات، بالإضافة إلى بروز نظرية الوكالة حيث تعتبر من بين أهم التفسيرات المقدمة لحل لغز توزيع الأرباح، أي أن حل هذه المشكلة تتمثل في زيادة نسبة دفع التوزيعات,

- أما في حالة وجود عدم تكافؤ أو تماثل في المعلومات فإنه ما يدعمه في الواقع هو أن أراء المستثمرين متباينة فيما يتعلق بمستوى التوزيعات المستقبلية والمخاطر المرتبطة بها، ولكن غالبا ما يتوافر لدى المديرين معلومات أفضل عن التوقعات مقارنة بالمساهمين إذ تعتبر الأساس الذي تعتمد عليه نظرية الإشارة أي أن المديرين يستعملون توزيعات الأرباح، لغرض إعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة، بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للمؤسسة.

- فضلا عن أهم النظريات التي نوقشت، فالعديد من التعقيدات تعزز في الواقع تفضيلات المستثمرين والفرص المتاحة أمام المؤسسة خلال دورة حياتها.

ثالثا-نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال الدراسة التطبيقية التي تقوم بتفسير تأثير قرارات توزيع الأرباح لشركة صيدال على القيمة السوقية للسهم خلال الفترة (1999-2019)، عن طريق استخدام الأدوات الإحصائية والقياسية وذلك من أجل اختبار فرضيات الدراسة حيث تم التوصل إلى النتائج التالية :

- من خلال التحليل المالي للشركة تم تسجيل أن المردودية الاقتصادية لم تتجاوز المردودية التجارية طيلة فترة الدراسة، إذ أثرت بشكل سلبي على المردودية المالية للشركة، ويعود السبب إلى ضعف معدل دوران الأصول الذي أدى بدوره إلى تخفيض معدل دوران الأموال الخاصة بالرغم من أن قيمة الرفع المالي مرتفعة.
- تم تسجيل أن قيمة السهم الدفترية اكبر من القيمة السوقية للسهم طيلة فترة الدراسة، وهذا يعني عدم فعالية وكفاءة الإدارة المالية في خلق القيمة للمساهمين، أي أن المساهمين في السوق

سوف يتحصلون على قيمة تصفية فيما لو تم افتراض إفلاس الشركة تكون أكبر من قيمة استمرارها (القيمة السوقية للسهم).

- أشارت نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود إلى وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين القيمة السوقية لسهم صيدال وقرارات توزيع الأرباح وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة.

- قدر معامل حد تصحيح الخطأ ECT(-1) بـ - 80.746 % حيث جاء معنوي مع الإشارة السالبة، إذ يعبر عن استغراق القيمة السوقية للسهم ما مقداره سنة وثلاثة أشهر من أجل التعديل باتجاه قيمته التوازنية، وهذا ما يؤكد كذلك الى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة.

- تتوافق النتائج المتوصل إليها مع نظرية ملائمة التوزيعات، حيث تؤثر قيمة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للسهم بشكل طردي إذ أن كل زيادة في قيمة توزيعات الأرباح بـ 1 دج ستؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بـ 15.65 دج في المدى القصير، و بـ 16.53 دج في المدى الطويل.
- ترجع العلاقة القوية بين قيمة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم الى أن المتعاملين في بورصة الجزائر يولون اهتماما كبيرا للأرباح الموزعة لأن لها مخاطر أقل من الأرباح الرأسمالية وبناءً على ذلك ينتج عن توزيع الأرباح علاوة يدفعها المستثمرون على السهم بسبب وجود تأثير العميل في البورصة.
- وترجع العلاقة القوية بين قيمة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم كذلك الى أن توزيعات الأرباح ينظر إليها بالنسبة الى مساهمي الشركة على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة وإشارات ايجابية للفعالية التي تحققها، بالإضافة الى أن قيمة توزيعات الأرباح لابد لها أن تغطي تكاليف الوكالة لمساهمي الأقلية باعتبار أن مساهمي الشركة في البورصة يمثلون الأقلية بـ 20 % فقط والباقي من مساهمة الدولة.
- تم التوصل إلى أن معدل عائد توزيع الأرباح له علاقة سلبية قوية ومعنوية مع القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين الطويل والقصير، إذ تم تسجيل في هذه الدراسة على أن كل زيادة في معدل عائد توزيع الأرباح بـ 1 % تؤدي إلى الانخفاض في القيمة السوقية للسهم بـ 80.91 دج في المدى القصير، وبـ 81.23 دج في المدى الطويل وهذا ما يعبر من الناحية

المالية على أن معدل عائد توزيع الأرباح هو عبارة عن معدل خصم القيمة السوقية للسهم باعتباره مقياس للمخاطر.

- يؤثر معدل نمو التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على المدي القصير بشكل ايجابي حيث أن كل زيادة في معدل نمو التوزيعات بـ 1 % تؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للسهم بـ 0.34 دج، كما وتؤثر نسبة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم على المدي القصير بشكل ايجابي كذلك حيث أن كل زيادة في نسبة التوزيعات بـ 1 % تؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للسهم بـ 0.78 دج، أما في المدى الطويل فلم يكن لكل من معدل نمو التوزيعات ونسبة التوزيعات أي تأثير معنوي على القيمة السوقية للسهم.

خامسا- التوصيات والاقتراحات

بعد اختبار فرضيات الدراسة والتوصل إلى النتائج ومناقشتها نختم دراستنا بجملة من الاقتراحات والتوصيات التالية:

- نقترح على إدارة شركة صيدال إعادة النظر في سياسة توزيع الأرباح وضرورة رفع التوزيعات إلى أكثر من **102 دج**، من أجل أن تستعيد القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية.

- نوصي باعتماد نموذج ARDL لأغراض تقييم سهم صيدال من طرف المساهمين والمستثمرين في البورصة وكما نقترح على الإدارة المالية للشركة باستخدام النموذج من أجل إعداد السياسات المالية للمؤسسة لاسيما القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح.

- نقترح على شركة صيدال بمراجعة سياستها الاستثمارية من أجل تحسين معدل دوران أصولها وتحسين مردوديتها الاقتصادية والمالية.

- نوصي شركة صيدال بالتخلي عن سياسة احتجاز الأرباح إذ لا ينعكس الرفع في الأموال الخاصة على الرفع في تقييم السهم في السوق المالي.

- نقترح على الشركة بضرورة الرفع من فعالية وكفاءة إدارتها المالية وتوجيه أهدافها من أجل خلق قيمة حقيقية للمساهمين، والابتعاد عن الأهداف العمومية غير الاقتصادية حتى لا يكون قيمة التصفية فيما لو تم إفلاس الشركة أفضل من قيمة استمرارها من وجهة نظر المساهمين.

ساسا– أفاق الدراسة

بناء على دراستنا الحالية فإننا نقترح بعض المواضيع التي يمكن البحث فيها مستقبلا بدراسة ما يلي :

- دراسة قرارات توزيع الأرباح لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام منهجية ARDL للبيانات المقطعية (Panel ARDL).
- دراسة محددات قرارات توزيع الأرباح لشركة صيدال.
- دراسة نموذج للوكالة مابين حقوق المساهمين الأقلية ومساهمة الدولة وتأثير ذلك على القرارات المالية في الشركات العمومية.
- دراسة دور درجة كفاءة السوق المالي في التأثير على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

قائمة المراجع

أولا- المراجع العربية

I. الكتب

1. أحمد، فتحي إبراهيم محمد. (2007). مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية: دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط.
2. الحناوي, محمد صالح, & العبد, جلال ابراهيم. (2002). الإدارة المالية : مدخل القيمة واتخاذ القرارات. الإسكندرية: الدار الجامعية.
3. الزبيدي، حمزة محمود. (2006). أساسيات الإدارة المالية. عمان: مؤسسة الوراق.
4. الصباح، عبد الستار، & العامري، سعود. (2008). إدارة مالية :أطر نظرية وحالات عملية (الطبعة الثالثة). عمان: دار وائل للنشر
5. العامري, محمد علي ابراهيم. (2010). الادارة المالية المتقدمة. (الطبعة الأولى)، عمان: دار اثراء للنشر والتوزيع.
6. النعيمي، عدنان تايه، & ياسين، كاسب الخرشة. (2007). أساسيات الإدارة المالية (الطبعة الأولى). عمان: دار المسيرة.
7. النعيمي، عدنان تايه، الساقي، سعدون مهدي، سلام، أسامة عزمي، & موسى، شقيري نوري. (2008). الإدارة المالية (الطبعة الثانية). عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع
8. بريجهام، أوجين، & ايرهاردت، ميشيل. (2009). الإدارة المالية (ترجمة،علي إبراهيم سرور سرور .الكتاب الثاني). الرياض: دار المريخ.
9. حنفي, عبد الغفار. (2002). أساسيات التمويل والإدارة المالية الإسكندرية: الدار الجامعية الجديدة للنشر.
10. حنفي, عبد الغفار. (2002). الإدارة المالية : مدخل اتخاذ القرار. القاهرة: مكتبة ومطبعة الإشعاع.

11. ساسي، الياس، & قريشي، يوسف .(2011). التسيير المالي (الادارة المالية). الأردن: دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع.

12. شاكر، نبيل عبد السلام، صبح، محمود عبد الهادي، & حسن، محروس أحمد. (2009). الإدارة المالية : مدخل صناعة قرارات الاستثمار والتمويل فى اتجاه تعظيم قيمة المنشأة. عين الشمس،مصر: ماس للطباعة

13. عباس، علي. (2002). الإدارة المالية في منظمات الأعمال (الطبعة الأولى). عمان: مكتبة الرائد العلمية.

14. عبد الرحيم، عاطف جابر طه. (2010). أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية.

15. عبد الهادي، محمد سعيد. (2008). الإدارة المالية (الطبعة الأولى). عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

16. قندح، عدلي شحادة. (2009). الأزمة المالية العالمية. عمان: جمعية البنوك في الأردن.

17. مخلافي، عبد العزيز محمد. (2011). أساسيات الإدارة المالية . صنعاء: جامعة صنعاء

18. مرسي، جمال الدين، & الحلح، أحمد عبد الله. (2006). الإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.

19. هندي, منير ابراهيم. (2003). الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر. (الطبعة الخامسة). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

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

II. المقالات والدوريات

1. الأسرج، حسين. (2010). المسؤولية الاجتماعية للشركات. جسر التنمية–المعهد العربي للتخطيط،(90)، 1–14.

2. الحمداني، رافعة إبراهيم، & حمدون، رغد فائز. (2019). سياسات توزيع الأرباح وأثرها في العائد الرأسمالي للسهم دراسة تحليلية لعينة من شركات الأعمال الصناعية المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، 9(2)، 137–165.

3. الربضي, ديما وليد حنا, & أبو زيادة, ليلى عمر مصطفى. (2016). تحليل المكونات الرئيسة وسياسة توزيع الأرباح حالة بورصة عمان للأوراق المالية. المجلة العربية للإدارة, 36(1), 189–212.

4. الطائي، بشرى فاضل، & علي، حافظ طه. (2018). تأثير سياسة التوزيعات على جودة الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 24 (104)، 473–473.

5. إياد طاهر محمد، الجبوري، & خانم نوري كاكه حمه، العطار. (2012). الأزمة المالية وانعكاساتها في سياسة توزيعات الأرباح (دراسة تطبيقية). المجلة العراقية للعلوم الادارية، 8(31)، 122–141.

6. عبد القادر, بريش, & عيسى, بدروني. (2013). محددات سياسة توزيع الارباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية, 5(2), 12–22.

7. عبد القادر، بابا ، & وهيبة، مقدم. (2008). المسؤولية الاجتماعية ميزة استراتيجية خالقة للقيمة : دراسة حالة شركة سونا طراك. مجلة الاقتصاد والمناجمنت، 7، 418–444.

8. مداح، عرايبي الحاج. (2008). أهمية التحليل الاستراتيجي في تقييم الرأسمال غير المادي للمؤسسات الاقتصادية. مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، 4(5)، 199–220.

9. عبد المالك، بلعشي ، & سعيد، مزيان. (2021). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015 –2018. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية 08(02)، 238–257.

10. الهواري، سويسي، & حميدة، رمضاني. (2017). قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010–2015. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، 10(2)، 795–820.

11. عبد الوهاب، دادن. (2009). الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. مجلة الباحث، 7(7)، 315–330.

12. بلخير، بكاري. (2012). أهمية مقاربة التدفقات في تقييم المؤسسة – دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات. مجلة الباحث، 10(10)، 239–247.

13. بلخير، بكاري، & هواري، سويسي. (2006). مراحل عملية تقييم المؤسسات. مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، 7(15)، 93–110.

14. بن بلقاسم سفيان. (2008). الطرق المحاسبية للتقييم المالي للمؤسسات. مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة. 12(3). 127–148.

15. بوخدوني وهيبة. (2011). أساليب وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية العمومية وحدود تطبيقها في ظل سياسة الخوصصة. مجلة الأبحاث الاقتصادية. 6(5). 21–34.

16. بن ثابت، علال. (2014). أساليب التقييم وتطبيقاتها في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. دراسات العدد الاقتصادي، 5(1)، 25–42.

17. حسام كفايفي، علي مكيد. (2020). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2012–2017. مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، 14(3)، 220–234.

18. حسين، هاشم حسن. (2008). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (17)، 209-230 .

19. حفصي، رشيد. (2016). دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي: حالة سوق دبي المالي في الضرة ما بين 2011-2014. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية،2 (1)، 39-52.

20. حمدان، & موسى، علاَّم محمد. (2014). العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 10(1)، 63-81.

21. خيري، عبد الكريم. (2021). مدى مساهمة مؤشّر القيمة الاقتصادية المضافة «EVA «في تحديد القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة «دراسة حالة مجمّع صيدال». مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، 07(01)، 322 -303.

22. دادن، عبد الوهاب وبديدة، حورية. (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة : حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009. مجلة الباحث، (10)، 225-238.

23. زرقون، محمد. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة – دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر. مجلة الباحث، 8(8)، 81-96.

24. سايب عبد الله، سلالي بوبكر. (2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر . مجلة البشائر الاقتصادية، 8(1)، 234-249.

25. سويسي، هواري. (2007). أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي. مجلة الباحث، 5، 107-119.

26. سويسي، هواري. (2009). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث، 7(7)، 55-70.

27. شومان, حسنين فيصل حسن, & الموسوي, كوثر حميد هاني. (2012). أثر ربيحية ومقسوم أربـــاح السهم العادي في قيمة الشركة دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصـــــة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية الدراسات الانسانية الجامعة، (2)، 35-88

28. صادق،, زهور عبد السلام, & مشكور, سعود جايد. (2018). العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة : بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة مركز دراسات الكوفة(50), 221-247.

29. عبدالله، الخولى، هالة. (2000). دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كاحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشات الأعمال. مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين جامعة القاهرة – كلية التجارة، 39 (56)، 97-164

30. علي باكرية، مليكة حفيظ. (2018). مساهمة الحوكمة في ترشيد سياسة توزيع الأرباح – حالة مؤسسة مطاحن الجلفة. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 5(1)، 101-133.

31. غني، جهاد، اسعد. (2015). الإفصاح عن الأرباح المحتجزة وأثر سياسة توزيع الأرباح في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية،17(4)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 178-200.

32. قاسم، عدنان سالم. (2015). تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح وأثره على سعر السهم : دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من 2009-2013. مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية(15)، 77-96.

33. قدام، جمال & ترفاس، جمال الدين. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز Djia. مجلة البشائر الاقتصادية، 5(2)، 46-62.

34. قنون، عبد الحق & دادن، عبد الغني. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016 ". مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية (04)، الصفحات 27-28.

35. كفيافي، حسام. بوشريط، أسامة. (2021).محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة (2013-2018). مجلة التنويع الاقتصادي. 2(2). 72-87

36. مرعي، عبد الرحمن، & زكريا، نائلة. (2013). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 35(05)، 279-299.

37. مشكور، أ. د. سعود چايد، & صادق، زهور عبد السلام. (2019). العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول" دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية". مجلة الدراسات الاقتصادية والإدارية (مجلة الدنانير سابقا الجامعة العراقية)، 2019، 1(15)، 372-401.

III. الرسائل الجامعية

1. بديدة, حورية. (2019). أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي –دراسة حالة عينة من الشركات الفرنسية للفترة الممتدة من 2010 إلى 2015. أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة

2. بلخير، بكاري. (2010). أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر- دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار- أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3. كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير.

3. بن ضب, علي. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة –دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006–2008)،مذكرة ماجستير, جامعة قاصدي مرباح – ورقلة.

4. خيري، عبد الكريم. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. أطروحة دكتوراه، جامعة المسيلة.

5. دادن، & الغني، عبد. (2013). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية.أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة.

6. سويسي، & هواري. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3. كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير.

7. عبد الكريم، بوحادرة. (2012). أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة : دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم –مع دراسة حالة. (مذكرة ماجستير، تخصص ادارة مالية)، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة 1.

8. عبد المالك، بلعشي. (2015). أثر فتح راس المال على على سياسة توزيع الارباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر03: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.

9. محمد بوشوشة. (2016).تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر – بسكرة – الجزائر.

IV. المؤتمرات والندوات

1. بكاري بلخير. (2005). اشكالية تقييم المؤسسات البترولية. مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات مارس 2005، جامعة ورقلة– الجزائر.

2. بن ساسي، إلياس. (2005). النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود .ENAFOR، ورقة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات جامعة ورقلة.

3. رطروط، فواز. (2009). مفهوم المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات وتطبيقاته العملية من واقع وزارة التنمية الاجتماعية في الأردن. ورقة مقدمة في مؤتمر المسؤولية المجتمعية للمؤسسات: ثقافة ونهج، عمان– الأردن.
http://www.mosd.gov.jo/UI/Arabic/ShowContent.aspx?ContentId=484

4. زغيب، شهرزاد. (2009). قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق ثروة للمساهمين. ورقة مقدمة بملتقى دولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.

5. سامي، ربابعة عبد الرؤوف، حطاب. (2006). التحليل المالي وتقييم الاسهم.

6. سعيد، بريكة، & سمير، مسعي. (2009). تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة. ورقة مقدمة في الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.

V. الانترنت

1. عيران، رقية. قائم بأعمال مسؤول العلاقات العامة بسوق فلسطين للأوراق المالية (2010). المسؤولية الاجتماعية للشركات بين الواجب الوطني الاجتماعي والمبادرات الطوعية، تاريخ الاطلاع 06-04-2021

2021، from http://www.asrorg.org/ar/main.php?view=get_news&idn=211

VI. المواقع الالكترونية

1. الجزائر للتسوية، المؤتمن المركزي للأوراق المالية في الجزائر www.algerieclearing.dz

2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سلطة ضبط السوق المالي www.cosob.org

3. بورصة الجزائر، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة www.sgbv.dz

4. صيدال، مجمع صيدال www.saidalgroup.dz

ثانيا–المراجع الأجنبية

I. القواميس والمعاجم

1. Press، @Cambridge University. (Ed.) (2021) Cambridge Business English Dictionary

II. الكتب

1. Bhat, S. (2008). *Financial Management: Principles and Practice*: Excel Books.
2. Brealey, RA, Myers, SC, & Allen, F. (2011). Principles of corporate finance 10 th edition McGraw-Hill: New York NY USA.
3. Pandey, IM. (2015). *Financial Management, 11th Edition*: Vikas Publishing House Pvt Limited.
4. Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2009). *Financial Management*: New Age International (P) Limited, Publishers.
5. Peter، Atrill. (2010). *Financial Management for Decision Makers* (6th edition ed.): Pearson Education.

III. المقالات والدوريات

1. Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar, Rafferty, Michael, & Pillai, Rekha. (2010). Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration, 9*(1), 171-200.
2. Akif Shah,Syed & Noreen, Umara.(2016). Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 6(2), 461-472.
3. Allen, Franklin, & Michaely, Roni. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance, 1*, 337-429.
4. Arslan, Muhammad & Zaman, Rashid. (2014). Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial listed Firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting.* 5(19). 68-74.
5. Baker, Malcolm, & Wurgler, Jeffrey. (2004). A catering theory of dividends. *The journal of finance, 59*(3), 1125-1165.
6. Bello, A. A. , & Olarinde, Muftau O. . (2020). RELEVANCE OF DIVIDENDS (THE BIRD IN HAND THEORY) ANALYSIS OF NIGERIA BANKING SECTOR (2000 -2014). *International Journal of Economics, Commerce and Management, VIII*(1), 143-160.

7. Bezawada, Brahmaiah, & Tati, Ravi Kumar. (2017). Dividend policy and firm valuation—A study of Indian electrical equipment manufacturing industry. *Theoretical Economics Letters, 7*(05), 1233.
8. Black, Fischer, & Scholes, Myron. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics, 1*(1), 1-22.
9. Brennan, Michael. (1971). A note on dividend irrelevance and the Gordon valuation model. *The journal of finance, 26*(5), 1115-1121.
10. Brennan, Michael J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal, 23*(4), 417-427.
11. Brooks, LeRoy D, & Edwards, Charles E. (1980). Marginal stockholders and implied tax rates. *The Review of Economics and Statistics*, 616-619.
12. Buchanan, James M. (1991). Constitutional economics *The World of Economics* (pp. 134-142): Springer.
13. Dahlquist, Magnus, Robertsson, Gˆran, & Rydqvist, Kristian. (2014). Direct evidence of dividend tax clienteles. *Journal of Empirical Finance, Elsevier, 28*(C), 1-12.
14. De Wet, Johannes, & Mpinda, Mvita. (2013). The impact of dividend payments on shareholders' wealth: evidence from the Vector Error Correction Model. *De Wet, JH vH. & Mpinda, M*, 1451-1465.
15. Dempsey, Stephen J, & Laber, Gene. (1992). Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: further evidence of the agency-transaction cost hypothesis. *Journal of Financial research, 15*(4), 317-321.
16. Easterbrook, Frank H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review, 74*(4), 650-659.
17. Elton, Edwin J., & Gruber, Martin J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics, 52*(1), 68-74. doi: 10.2307/1927599
18. Fannoush, Dr. Ilyas. (2007). The Volatile Effect on Stock Prices Movements A Study of Iraqi Stock Market. *TANMIYAT AL-RAFIDAIN, 29*(86), 213-235. doi: 10.33899/tanra.2007.161707
19. Farrar, Donald E, & Selwyn, Lee L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal, 20*(4), 444-454.
20. Farre-Mensa, Joan, Michaely, Roni, & Schmalz, Martin. (2014). Payout policy. *Annu. Rev. Financ. Econ., 6*(1), 75-134.
21. Fernández، Pablo. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *IESE Business School، 449*، 1-27 .
22. Fernández، Pablo. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*: Elsevier Science.
23. Gordon, Myron J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The journal of finance, 18*(2), 264-272.

24. Haesner, Christian, & Schanz, Deborah. (2013). Payout policy tax clienteles, ex-dividend day stock prices and trading behavior in Germany: The case of the 2001 tax reform. *Journal of Business Finance & Accounting, 40*(3-4), 527-563.
25. Hanaan Yaseen & Ruxandra Trifan, (2019). The Impact of Dividend Events on Stock Returns: Findings on Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange, The Review of Finance and Banking, Academia de Studii Economice din Bucuresti, Romania. 11(2), 59-78.
26. Hooi, Sew Eng, Mohamed Albaity, Ahmad Ibn Ibrahimy. (2015). Dividend policy and share price volatility . Investment Management and Financial Innovations , 12(1) ,88-96 .
27. Jensen, Michael C, & Meckling, William H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.
28. Khaled, Hussainey, Chijoke, Mgbame & Aruoriwo, Chijoke-Mgbame (2011) Dividend policy and share price volatility: UK evidence. Journal of Risk Finance, 12 (1), 57-68.
29. la porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, & Vishny, Robert. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance, 55*, 1-33. doi: 10.2139/ssrn.52871
30. Lambert, Richard A, Lanen, William N, & Larcker, David F. (1989). Executive stock option plans and corporate dividend policy. *Journal of financial and quantitative analysis, 24*(4), 409-425.
31. Lambrecht, Bart M, & Myers, Stewart C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The journal of finance, 67*(5), 1761-1810.
32. Lewellen, Wilbur G., Stanley, Kenneth L., Lease, Ronald C., & Schlarbaum, Gary G. (1978). Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon. *The journal of finance, 33*(5), 1385-1399. doi: 10.2307/2327273
33. Lintner, John. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review, 46*(2), 97-113.
34. Litzenberger, Robert H, & Ramaswamy, Krishna. (1982). The effects of dividends on common stock prices tax effects or information effects? *The journal of finance, 37*(2), 429-443.
35. Manos, Ronny. (2003). Dividend policy and agency theory: Evidence from Indian firms. *South Asia Economic Journal, 4*(2), 275-300.
36. Michaely, Roni, & Allen, Franklin. (2002). Payout policy. *Available at SSRN 309589*.
37. Miller, Merton H, & Modigliani, Franco. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business, 34*(4), 411-433.
38. Narinder Pal Singh & Aakarsh Tandon. (2019). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 2(1), 15(1-2), 7-15.

39. Nazir, Mian Sajid, & Nawaz, Muhammad Musarrat. (2012). Corporate payout policy and market capitalization: Evidence from Pakistan. *Journal of Economics and Behavioral Studies, 4*(6), 331-343.
40. Olayinka Olufisayo Akinlo & John Ayobamibo Olayiwola.(2021) Dividend policy-performance nexus: PMG-ARDL approach. *Future Business Journal,*7(1), 1-9
41. Ozuomba, CN, Anichebe, AS, & Okoye, PVC. (2016). The effect of dividend policies on wealth maximization–a study of some selected plcs. *Cogent Business & Management, 3*(1), 1226457.
42. Priya, P Vidhya, & Mohanasundari, M. (2016). Dividend policy and its impact on firm value: A review of theories and empirical evidence. *Journal of Management Sciences and Technology, 3*(3), 59-69.
43. Rantapuska, Elias. (2008). Ex-dividend day trading: Who, how, and why?: Evidence from the Finnish market. *Journal of Financial Economics, 88*(2), 355-374.
44. Rozeff, Michael S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial research, 5*(3), 249-259.
45. Shireen Rosario & Kavita Chavali. (2016). Market Reaction on Dividend Announcement in Oman: An Event Study Methodology. *International Journal of Economics and Financial Issues*,6(1),103-108.
46. Tee, Kienpin, & Tessema, Abiot. (2017). Dividend Yields and Stock Returns under a Tax-Free Environment. *Available at SSRN 3046407*.
47. Wang, Ming-Hui, Ke, Mei-Chu, Lin, Feng-Yu, & Huang, Yen-Sheng. (2016). Dividend policy and the catering theory: evidence from the Taiwan Stock Exchange. Managerial Finance, 42(10), 999-1016. doi: 10.1108/mf-05-2015-013

الملاحق

الملحق (1): متغيرات الدراسة

Years	VA	DVD	DYD	PD	GD
1999	780	36	4.6154	49.88	0
2000	510	20	3.9216	73.77	-44.44
2001	430	40	9.3023	105.34	100
2002	380	9	2.3684	48.04	-77.5
2003	345	24	6.9565	49.76	166.67
2004	360	20	5.5556	43.88	-16.67
2005	440	20	4.5455	46.45	0
2006	400	23	5.75	42.01	15
2007	380	11	2.8947	12.61	-52.17
2008	385	35	9.0909	26.34	218.18
2009	520	35	6.7308	12.19	0
2010	715	35	4.8951	31.75	0
2011	620	35	5.6451	16.99	0
2012	450	40	8.8889	20.35	14.29
2013	560	40	7.1429	15.05	0
2014	640	40	6.25	27.07	0
2015	600	40	6.6667	34.97	0
2016	660	40	6.0606	26.5	0
2017	635	45	7.0866	32.67	12.5
2018	580	40.5	6.9828	34.49	-10
2019	552	25	4.529	31.51	-38.27

الملحق (2): العلاقة الخطية – مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار المتعدد –

	VA	DVD	DYD	GD	PD
VA	1	0.6192743164088595	-0.05058419534292329	-0.285189375071318	-0.19845483579181 43
DVD	0.6192743164088595	1	0.7384514469396134	0.2950493041420743	-0.13747697538505 29
DYD	-0.05058419534292329	0.7384514469396134	1	0.7062960645855008	0.0573941864555 7881
GD	-0.285189375071318	0.2950493041420743	0.7062960645855008	1	0.1762280538355241
PD	-0.1984548357918143	-0.1374769753850529	0.0573941864555 7881	0.1762280538355241	1

Dependent Variable: VA
Method: Least Squares
Date: 11/19/21 Time: 23:56
Sample: 1999 2019
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	471.9187	27.44474	17.19524	0.0000
DVD	18.70842	0.896980	20.85712	0.0000
DYD	-91.91591	6.805312	-13.50649	0.0000
GD	0.356485	0.129601	2.750634	0.0142
PD	0.349982	0.266081	1.315321	0.2069

R-squared	0.969626	Mean dependent var	521.0476
Adjusted R-squared	0.962033	S.D. dependent var	127.0828
S.E. of regression	24.76227	Akaike info criterion	9.460776
Sum squared resid	9810.720	Schwarz criterion	9.709472
Log likelihood	-94.33815	Hannan-Quinn criter.	9.514749
F-statistic	127.6931	Durbin-Watson stat	1.241010
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق (3): استقرارية متغيرات الدراسة

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)

	At Level					
		VA	DVD	DYD	GD	PD
With Constant	t-Statistic	-2.7968	-2.9864	-6.2206	-7.1369	-2.0019
	Prob.	***0.0765***	***0.0534***	***0.0001***	***0.0000***	***0.2836***
		*	*	***	***	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.9849	-4.3725	-10.0552	-8.2975	-2.6622
	Prob.	***0.0038***	***0.0128***	***0.0000***	***0.0000***	***0.2601***
		***	**	***	***	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.0395	-0.8478	-0.7196	-6.6330	-1.0178
	Prob.	***0.2586***	***0.3361***	***0.3921***	***0.0000***	***0.2668***
		n0	n0	n0	***	n0
	At First Difference					
		d(VA)	d(DVD)	d(DYD)	d(GD)	d(PD)
With Constant	t-Statistic	-7.8854	-9.8118	-17.9424	-23.9491	-7.2953
	Prob.	***0.0000***	***0.0000***	***0.0000***	***0.0000***	***0.0000***
		***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-6.6250	-9.3597	-20.9335	-35.4736	-15.6850
	Prob.	***0.0002***	***0.0000***	***0.0001***	***0.0001***	***0.0001***
		***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-7.1420	-9.9540	-17.4066	-24.7219	-7.0670
	Prob.	***0.0000***	***0.0001***	***0.0001***	***0.0001***	***0.0000***
		***	***	***	***	***

الملحق (4): توصيفات النموذج لمعيار المعلومات Akaike

Model Selection Criteria Table
Dependent Variable: VA
Date: 11/19/21 Time: 00:20
Sample: 1999 2019
Included observations: 20

Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
125	-73.734743	8.708920	9.156286	8.784632	0.981382	ARDL(1, 1, 1, 0, 1)
73	-72.276872	8.765987	9.312767	8.858524	0.980038	ARDL(2, 0, 0, 2, 2)
100	-71.482469	8.787628	9.384116	8.888578	0.979017	ARDL(1, 2, 0, 2, 2)
44	-73.489296	8.788347	9.285420	8.872471	0.979841	ARDL(2, 1, 1, 0, 1)
145	-72.589694	8.798915	9.345696	8.891452	0.979370	ARDL(1, 0, 1, 2, 2)
98	-73.638235	8.804025	9.301098	8.888149	0.979522	ARDL(1, 2, 1, 0, 1)
64	-71.717035	8.812319	9.408807	8.913269	0.978492	ARDL(2, 0, 1, 2, 2)
116	-73.725288	8.813188	9.310261	8.897313	0.979334	ARDL(1, 1, 2, 0, 1)
119	-72.729162	8.813596	9.360376	8.906133	0.979065	ARDL(1, 1, 1, 2, 1)
124	-73.731459	8.813838	9.310911	8.897962	0.979320	ARDL(1, 1, 1, 0, 2)
122	-73.733799	8.814084	9.311157	8.898209	0.979315	ARDL(1, 1, 1, 1, 1)
55	-70.827214	8.823917	9.470112	8.933279	0.977151	ARDL(2, 0, 2, 2, 2)
46	-71.929587	8.834693	9.431181	8.935643	0.978005	ARDL(2, 1, 0, 2, 2)
127	-72.979707	8.839969	9.386750	8.932506	0.978505	ARDL(1, 1, 0, 2, 2)
91	-71.136934	8.856519	9.502714	8.965881	0.976394	ARDL(1, 2, 1, 2, 2)
38	-72.141401	8.856990	9.453477	8.957939	0.977509	ARDL(2, 1, 1, 2, 1)
154	-74.179575	8.861008	9.358081	8.945132	0.978321	ARDL(1, 0, 0, 2, 2)
118	-72.199190	8.863073	9.459560	8.964022	0.977372	ARDL(1, 1, 1, 2, 2)
19	-71.228837	8.866193	9.512388	8.975555	0.976164	ARDL(2, 2, 0, 2, 2)
37	-71.379382	8.882040	9.528235	8.991402	0.975784	ARDL(2, 1, 1, 2, 2)
41	-73.389213	8.883075	9.429855	8.975612	0.977558	ARDL(2, 1, 1, 1, 1)
146	-74.429470	8.887313	9.384386	8.971437	0.977744	ARDL(1, 0, 1, 2, 1)
35	-73.470903	8.891674	9.438454	8.984211	0.977365	ARDL(2, 1, 2, 0, 1)
74	-74.475793	8.892189	9.389262	8.976313	0.977635	ARDL(2, 0, 0, 2, 1)
43	-73.484908	8.893148	9.439929	8.985685	0.977331	ARDL(2, 1, 1, 0, 2)
17	-73.489056	8.893585	9.440365	8.986122	0.977321	ARDL(2, 2, 1, 0, 1)
136	-72.578822	8.903034	9.499522	9.003983	0.976450	ARDL(1, 0, 2, 2, 2)
95	-73.580972	8.903260	9.450041	8.995797	0.977101	ARDL(1, 2, 1, 1, 1)
97	-73.596767	8.904923	9.451703	8.997460	0.977063	ARDL(1, 2, 1, 0, 2)
110	-72.597075	8.904955	9.501443	9.005905	0.976404	ARDL(1, 1, 2, 2, 1)
89	-73.616974	8.907050	9.453830	8.999587	0.977014	ARDL(1, 2, 2, 0, 1)
92	-72.635364	8.908986	9.505473	9.009935	0.976309	ARDL(1, 2, 1, 2, 1)
28	-70.670676	8.912703	9.608605	9.030477	0.973029	ARDL(2, 1, 2, 2, 2)
155	-75.700885	8.915883	9.363248	8.991595	0.977101	ARDL(1, 0, 0, 2, 1)
115	-73.708122	8.916644	9.463425	9.009181	0.976792	ARDL(1, 1, 2, 0, 2)
113	-73.725005	8.918422	9.465202	9.010959	0.976751	ARDL(1, 1, 2, 1, 1)
121	-73.730636	8.919014	9.465795	9.011551	0.976737	ARDL(1, 1, 1, 1, 2)
152	-76.813462	8.927733	9.325391	8.995032	0.976596	ARDL(1, 0, 1, 0, 1)
10	-70.898635	8.936698	9.632601	9.054473	0.972374	ARDL(2, 2, 1, 2, 2)
151	-75.934997	8.940526	9.387892	9.016238	0.976529	ARDL(1, 0, 1, 0, 2)
65	-73.963402	8.943516	9.490296	9.036053	0.976160	ARDL(2, 0, 1, 2, 1)
137	-73.975316	8.944770	9.491551	9.037307	0.976130	ARDL(1, 0, 2, 2, 1)
82	-71.033904	8.950937	9.646840	9.068712	0.971978	ARDL(1, 2, 2, 2, 2)
149	-76.041594	8.951747	9.399113	9.027459	0.976265	ARDL(1, 0, 1, 1, 1)
128	-75.138080	8.961903	9.458976	9.046028	0.976020	ARDL(1, 1, 0, 2, 1)
11	-72.139164	8.962017	9.608212	9.071379	0.973767	ARDL(2, 2, 1, 2, 1)
29	-72.141330	8.962245	9.608440	9.071607	0.973761	ARDL(2, 1, 2, 2, 1)
109	-72.198501	8.968263	9.614458	9.077625	0.973603	ARDL(1, 1, 2, 2, 2)
32	-73.201164	8.968544	9.565031	9.069493	0.974855	ARDL(2, 1, 2, 1, 1)
83	-72.228457	8.971417	9.617612	9.080778	0.973519	ARDL(1, 2, 2, 2, 1)

158	-77.283905	8.977253	9.374912	9.044553	0.975408	ARDL(1, 0, 0, 1, 1)
8	-73.285345	8.977405	9.573892	9.078354	0.974631	ARDL(2, 2, 2, 0, 1)
14	-73.366062	8.985901	9.582389	9.086851	0.974415	ARDL(2, 2, 1, 1, 1)
40	-73.382104	8.987590	9.584078	9.088539	0.974372	ARDL(2, 1, 1, 1, 2)
47	-74.387532	8.988161	9.534942	9.080698	0.975072	ARDL(2, 1, 0, 2, 1)
143	-76.426554	8.992269	9.439635	9.067981	0.975283	ARDL(1, 0, 2, 0, 1)
34	-73.442900	8.993989	9.590477	9.094939	0.974207	ARDL(2, 1, 2, 0, 2)
94	-73.455458	8.995311	9.591799	9.096261	0.974173	ARDL(1, 2, 1, 1, 2)
161	-78.458571	8.995639	9.343590	9.054526	0.974490	ARDL(1, 0, 0, 0, 1)
148	-75.477015	8.997581	9.494654	9.081705	0.975149	ARDL(1, 0, 1, 1, 2)
16	-73.484380	8.998356	9.594844	9.099305	0.974094	ARDL(2, 2, 1, 0, 2)
77	-76.496869	8.999670	9.447036	9.075383	0.975099	ARDL(2, 0, 0, 1, 1)
86	-73.562528	9.006582	9.603070	9.107531	0.973880	ARDL(1, 2, 2, 1, 1)
1	-70.586343	9.009089	9.754698	9.135276	0.966584	ARDL(2, 2, 2, 2, 2)
88	-73.591683	9.009651	9.606139	9.110600	0.973800	ARDL(1, 2, 2, 0, 2)
5	-72.598372	9.010355	9.656550	9.119717	0.972468	ARDL(2, 2, 2, 1, 1)
4	-71.654725	9.016287	9.712189	9.134061	0.970086	ARDL(2, 2, 2, 1, 2)
160	-77.673711	9.018285	9.415944	9.085585	0.974378	ARDL(1, 0, 0, 0, 2)
112	-73.702669	9.021334	9.617821	9.122283	0.973492	ARDL(1, 1, 2, 1, 2)
71	-76.752024	9.026529	9.473895	9.102241	0.974422	ARDL(2, 0, 1, 0, 1)
56	-73.787861	9.030301	9.626789	9.131251	0.973253	ARDL(2, 0, 2, 2, 1)
31	-72.813105	9.032958	9.679154	9.142320	0.971839	ARDL(2, 1, 2, 1, 2)
131	-76.831533	9.034898	9.482264	9.110610	0.974207	ARDL(1, 1, 0, 1, 1)
68	-75.842853	9.036090	9.533163	9.120214	0.974173	ARDL(2, 0, 1, 1, 1)
157	-76.853502	9.037211	9.484577	9.112923	0.974147	ARDL(1, 0, 0, 1, 2)
76	-75.922321	9.044455	9.541528	9.128579	0.973956	ARDL(2, 0, 0, 1, 2)
133	-76.924451	9.044679	9.492045	9.120391	0.973953	ARDL(1, 1, 0, 0, 2)
70	-75.932871	9.045565	9.542638	9.129690	0.973927	ARDL(2, 0, 1, 0, 2)
142	-75.933632	9.045645	9.542719	9.129770	0.973925	ARDL(1, 0, 2, 0, 2)
134	-78.001002	9.052737	9.450396	9.120037	0.973480	ARDL(1, 1, 0, 0, 1)
140	-76.021581	9.054903	9.551976	9.139028	0.973683	ARDL(1, 0, 2, 1, 1)
2	-72.118315	9.065086	9.760988	9.182860	0.968590	ARDL(2, 2, 2, 2, 1)
101	-75.137930	9.067151	9.613931	9.159688	0.973023	ARDL(1, 2, 0, 2, 1)
130	-76.177189	9.071283	9.568356	9.155408	0.973248	ARDL(1, 1, 0, 1, 2)
58	-74.181050	9.071689	9.668177	9.172639	0.972123	ARDL(2, 0, 2, 1, 2)
67	-75.216858	9.075459	9.622239	9.167996	0.972798	ARDL(2, 0, 1, 1, 2)
20	-74.225215	9.076338	9.672826	9.177288	0.971993	ARDL(2, 2, 0, 2, 1)
7	-73.263881	9.080408	9.726604	9.189770	0.970470	ARDL(2, 2, 2, 0, 2)
139	-75.299004	9.084106	9.630886	9.176643	0.972562	ARDL(1, 0, 2, 1, 2)
13	-73.312093	9.085483	9.731679	9.194845	0.970320	ARDL(2, 2, 1, 1, 2)
62	-76.391260	9.093817	9.590890	9.177941	0.972639	ARDL(2, 0, 2, 0, 1)
50	-76.398859	9.094617	9.591690	9.178741	0.972617	ARDL(2, 1, 0, 1, 1)
107	-77.412741	9.096078	9.543444	9.171790	0.972579	ARDL(1, 2, 0, 0, 1)
80	-78.452616	9.100275	9.497934	9.167575	0.972189	ARDL(2, 0, 0, 0, 1)
85	-73.454334	9.100456	9.746651	9.209818	0.969872	ARDL(1, 2, 2, 1, 2)
156	-78.545503	9.110053	9.507711	9.177353	0.971915	ARDL(1, 0, 0, 2, 0)
79	-77.596339	9.115404	9.562770	9.191116	0.972044	ARDL(2, 0, 0, 0, 2)
103	-75.682559	9.124480	9.671260	9.217017	0.971431	ARDL(1, 2, 0, 1, 2)
49	-75.718720	9.128286	9.675067	9.220823	0.971322	ARDL(2, 1, 0, 1, 2)
104	-76.824793	9.139452	9.636525	9.223576	0.971361	ARDL(1, 2, 0, 1, 1)
59	-75.837435	9.140783	9.687563	9.233320	0.970962	ARDL(2, 0, 2, 1, 1)
106	-76.871114	9.144328	9.641401	9.228452	0.971221	ARDL(1, 2, 0, 0, 2)
52	-76.924430	9.149940	9.647013	9.234064	0.971059	ARDL(2, 1, 0, 0, 2)
61	-75.931318	9.150665	9.697446	9.243202	0.970673	ARDL(2, 0, 2, 0, 2)
53	-77.970589	9.154799	9.602165	9.230511	0.970921	ARDL(2, 1, 0, 0, 1)
26	-77.170754	9.175869	9.672942	9.259993	0.970299	ARDL(2, 2, 0, 0, 1)
23	-76.353480	9.195103	9.741884	9.287640	0.969341	ARDL(2, 2, 0, 1, 1)
129	-78.533403	9.214042	9.661408	9.289754	0.969146	ARDL(1, 1, 0, 2, 0)
147	-78.541217	9.214865	9.662231	9.290577	0.969121	ARDL(1, 0, 1, 2, 0)
22	-75.543062	9.215059	9.811547	9.316009	0.967826	ARDL(2, 2, 0, 1, 2)
75	-78.545493	9.215315	9.662681	9.291027	0.969107	ARDL(2, 0, 0, 2, 0)
25	-76.813198	9.243495	9.790275	9.336032	0.967820	ARDL(2, 2, 0, 0, 2)

102	-78.389629	9.304171	9.801245	9.388296	0.966233	ARDL(1, 2, 0, 2, 0)
162	-82.491623	9.314908	9.613152	9.365382	0.963999	ARDL(1, 0, 0, 0, 0)
120	-78.509523	9.316792	9.813865	9.400916	0.965804	ARDL(1, 1, 1, 2, 0)
138	-78.524129	9.318329	9.815403	9.402454	0.965751	ARDL(1, 0, 2, 2, 0)
48	-78.527923	9.318729	9.815802	9.402853	0.965738	ARDL(2, 1, 0, 2, 0)
66	-78.538949	9.319889	9.816963	9.404014	0.965698	ARDL(2, 0, 1, 2, 0)
81	-82.108218	9.379812	9.727764	9.438700	0.962541	ARDL(2, 0, 0, 0, 0)
135	-82.204571	9.389955	9.737906	9.448842	0.962159	ARDL(1, 1, 0, 0, 0)
153	-82.288096	9.398747	9.746698	9.457634	0.961825	ARDL(1, 0, 1, 0, 0)
93	-78.320341	9.402141	9.948922	9.494678	0.962288	ARDL(1, 2, 1, 2, 0)
21	-78.387443	9.409205	9.955985	9.501742	0.962021	ARDL(2, 2, 0, 2, 0)
111	-78.463356	9.417195	9.963976	9.509732	0.961716	ARDL(1, 1, 2, 2, 0)
159	-82.491297	9.420137	9.768088	9.479024	0.961000	ARDL(1, 0, 0, 1, 0)
57	-78.507313	9.421822	9.968603	9.514359	0.961538	ARDL(2, 0, 2, 2, 0)
39	-78.508562	9.421954	9.968734	9.514491	0.961533	ARDL(2, 1, 1, 2, 0)
144	-81.857482	9.458682	9.856341	9.525982	0.960200	ARDL(1, 0, 2, 0, 0)
54	-82.030642	9.476910	9.874568	9.544209	0.959468	ARDL(2, 1, 0, 0, 0)
78	-82.056688	9.479651	9.877310	9.546951	0.959357	ARDL(2, 0, 0, 1, 0)
72	-82.060107	9.480011	9.877670	9.547311	0.959342	ARDL(2, 0, 1, 0, 0)
117	-81.123531	9.486687	9.934053	9.562400	0.959475	ARDL(1, 1, 2, 0, 0)
108	-82.139476	9.488366	9.886024	9.555666	0.959001	ARDL(1, 2, 0, 0, 0)
126	-82.165240	9.491078	9.888736	9.558377	0.958890	ARDL(1, 1, 1, 0, 0)
132	-82.187510	9.493422	9.891081	9.560722	0.958794	ARDL(1, 1, 0, 1, 0)
150	-82.246901	9.499674	9.897332	9.566973	0.958535	ARDL(1, 0, 1, 1, 0)
141	-81.264158	9.501490	9.948856	9.577202	0.958871	ARDL(1, 0, 2, 1, 0)
12	-78.292524	9.504476	10.100964	9.605426	0.957027	ARDL(2, 2, 1, 2, 0)
84	-78.319601	9.507326	10.103814	9.608276	0.956904	ARDL(1, 2, 2, 2, 0)
30	-78.437735	9.519762	10.116249	9.620711	0.956365	ARDL(2, 1, 2, 2, 0)
63	-81.608003	9.537684	9.985050	9.613397	0.957355	ARDL(2, 0, 2, 0, 0)
27	-81.687825	9.546087	9.993453	9.621799	0.956995	ARDL(2, 2, 0, 0, 0)
105	-81.821003	9.560106	10.007471	9.635818	0.956388	ARDL(1, 2, 0, 1, 0)
3	-77.846924	9.562834	10.209029	9.672196	0.952162	ARDL(2, 2, 2, 2, 0)
114	-80.871440	9.565415	10.062488	9.649539	0.956152	ARDL(1, 1, 2, 1, 0)
99	-81.920622	9.570592	10.017958	9.646304	0.955929	ARDL(1, 2, 1, 0, 0)
45	-82.012347	9.580247	10.027613	9.655959	0.955501	ARDL(2, 1, 1, 0, 0)
51	-82.020283	9.581082	10.028448	9.656794	0.955464	ARDL(2, 1, 0, 1, 0)
69	-82.048123	9.584013	10.031379	9.659725	0.955333	ARDL(2, 0, 1, 1, 0)
36	-81.072428	9.586571	10.083644	9.670696	0.955214	ARDL(2, 1, 2, 0, 0)
90	-81.074605	9.586801	10.083874	9.670925	0.955204	ARDL(1, 2, 2, 0, 0)
123	-82.165228	9.596340	10.043706	9.672052	0.954779	ARDL(1, 1, 1, 1, 0)
18	-81.181929	9.598098	10.095171	9.682222	0.954695	ARDL(2, 2, 1, 0, 0)
60	-81.251728	9.605445	10.102518	9.689570	0.954361	ARDL(2, 0, 2, 1, 0)
24	-81.468678	9.628282	10.125355	9.712406	0.953307	ARDL(2, 2, 0, 1, 0)
96	-81.720253	9.654764	10.151837	9.738888	0.952054	ARDL(1, 2, 1, 1, 0)
33	-80.836685	9.667019	10.213800	9.759556	0.950851	ARDL(2, 1, 2, 1, 0)
87	-80.866240	9.670131	10.216911	9.762668	0.950698	ARDL(1, 2, 2, 1, 0)
42	-81.945313	9.678454	10.175527	9.762579	0.950904	ARDL(2, 1, 1, 1, 0)
9	-81.071831	9.691772	10.238552	9.784309	0.949619	ARDL(2, 2, 2, 0, 0)
15	-81.129959	9.697890	10.244671	9.790427	0.949310	ARDL(2, 2, 1, 1, 0)
6	-80.754770	9.763660	10.360148	9.864609	0.944312	ARDL(2, 2, 2, 1, 0)

الملحق (4): نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

Dependent Variable: VA
Method: ARDL
Date: 11/19/21 Time: 00:18
Sample (adjusted): 2000 2019
Included observations: 20 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): DVD DYD GD PD
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 162
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 0, 1)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
VA(-1)	0.192911	0.185184	1.041731	0.3199
DVD	15.65386	1.427459	10.96624	0.0000
DVD(-1)	-2.312939	3.254715	-0.710643	0.4921
DYD	-80.92120	6.772847	-11.94789	0.0000
DYD(-1)	15.36013	15.25803	1.006692	0.3357
GD	0.342744	0.178918	1.915654	0.0818
PD	0.782282	0.350052	2.234757	0.0471
PD(-1)	-1.113295	0.407121	-2.734557	0.0194
C	402.9021	89.22525	4.515562	0.0009

R-squared	0.984603	Mean dependent var	508.1000
Adjusted R-squared	0.973406	S.D. dependent var	115.3009
S.E. of regression	18.80289	Akaike info criterion	9.008062
Sum squared resid	3889.037	Schwarz criterion	9.456141
Log likelihood	-81.08062	Hannan-Quinn criter.	9.095531
F-statistic	87.93084	Durbin-Watson stat	1.756014
Prob(F-statistic)	0.000000		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

Estimation Command:
==========
ARDL(DEPLAGS=2, REGLAGS=2) VA DVD DYD GD PD @

Estimation Equation:
==========
VA = C(1)*VA(-1) + C(2)*DVD + C(3)*DVD(-1) + C(4)*DYD + C(5)*DYD(-1) + C(6)*GD + C(7)*PD + C(8)*PD(-1) + C(9)

Substituted Coefficients:
==========
VA = 0.19291138875*VA(-1) + 15.6538575672*DVD - 2.31293927019*DVD(-1) - 80.921196316*DYD + 15.3601304837*DYD(-1) + 0.342744374129*GD + 0.782282368897*PD - 1.11329510837*PD(-1) + 402.902128241

الملحق (6): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود Bounds Test لنموذج (UECM-ARDL)

ARDL Bounds Test
Date: 11/19/21 Time: 00:26
Sample: 2000 2019
Included observations: 20
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	5.118304	4

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.2	3.09
5%	2.56	3.49
2.5%	2.88	3.87
1%	3.29	4.37

Test Equation:
Dependent Variable: D(VA)
Method: Least Squares
Date: 11/19/21 Time: 00:26
Sample: 2000 2019
Included observations: 20

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DVD)	16.26459	1.627738	9.992146	0.0000
D(DYD)	-76.80535	7.631554	-10.06418	0.0000
D(PD)	0.709369	0.407824	1.739401	0.1098
C	485.9429	125.8719	3.860614	0.0027
DVD(-1)	15.27627	4.675453	3.267335	0.0075
DYD(-1)	-75.63082	25.03413	-3.021109	0.0116
GD(-1)	0.000825	0.149007	0.005538	0.9957
PD(-1)	-0.286653	0.322465	-0.888942	0.3931
VA(-1)	-0.959587	0.245930	-3.901862	0.0025

R-squared	0.975464	Mean dependent var	-11.40000
Adjusted R-squared	0.957620	S.D. dependent var	105.4776
S.E. of regression	21.71395	Akaike info criterion	9.295950
Sum squared resid	5186.451	Schwarz criterion	9.744029
	-83.95950	Hannan-Quinn criter.	9.383420
F-statistic	54.66604	Durbin-Watson stat	1.630820
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق (7): نموذج تصحيح الخطأ (ECM) والعلاقة الطويلة الأجل

ARDL Cointegrating And Long Run Form
Original dep. variable: VA
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 0, 1)
Date: 11/19/21 Time: 00:27
Sample: 1999 2019
Included observations: 20

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DVD)	15.652674	0.849857	18.418019	0.0000
D(DYD)	-80.913762	3.681564	-21.978093	0.0000
D(GD)	0.342619	0.057310	5.978365	0.0001
D(PD)	0.782458	0.264829	2.954575	0.0131
CointEq(-1)	-0.807459	0.150193	-5.376144	0.0002

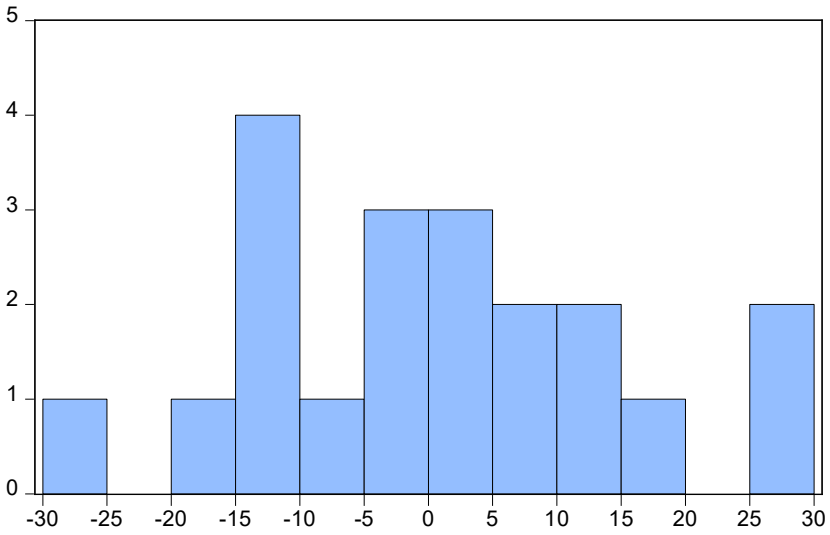
Cointeq = VA - (16.5297*DVD -81.2316*DYD + 0.4247*GD -0.4101*PD + 499.2043)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DVD	16.529682	1.180682	14.000118	0.0000
DYD	-81.231559	9.204150	-8.825536	0.0000
GD	0.424668	0.277680	1.529342	0.1544
PD	-0.410132	0.370566	-1.106773	0.2920
C	499.204329	42.050841	11.871447	0.0000

Cointegrating Equation:
D(VA) = 15.652673520141*D(DVD) -80.913761804754*D(DYD) + 0.342619217886*D(GD) + 0.782458496184*(VA - (16.52968226*DVD(-1) -81.23155862*DYD(-1) + 0.42466759*GD(-1) - 0.41013184*PD(-1) + 499.20432853) -0.807458929613*CointEq(-1))

الملحق (6): الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL



Series: Residuals	
Sample 2000 2019	
Observations 20	
Mean	9.70e-14
Median	-0.697049
Maximum	26.31679
Minimum	-27.10427
Std. Dev.	14.30686
Skewness	0.177695
Kurtosis	2.401563
Jarque-Bera	0.403690
Probability	0.817221

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.161875	Prob. F(2,9)	0.8530
Obs*R-squared	0.694461	Prob. Chi-Square(2)	0.7066

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: ARDL
Date: 11/19/21 Time: 00:29
Sample: 2000 2019
Included observations: 20
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VA(-1)	-0.035062	0.242027	-0.144867	0.8880
DVD	-0.340551	1.679825	-0.202730	0.8439
DVD(-1)	0.705384	4.357152	0.161891	0.8750
DYD	2.443275	8.520575	0.286750	0.7808
DYD(-1)	-2.919356	18.97950	-0.153816	0.8811
GD	-0.016629	0.199558	-0.083328	0.9354
PD	0.048516	0.459432	0.105601	0.9182
PD(-1)	-0.081304	0.485148	-0.167587	0.8706
C	10.85172	107.2288	0.101202	0.9216
RESID(-1)	0.103161	0.524515	0.196679	0.8484
RESID(-2)	-0.263974	0.466874	-0.565408	0.5856

R-squared	0.034723	Mean dependent var	9.70E-14
Adjusted R-squared	-1.037807	S.D. dependent var	14.30686
S.E. of regression	20.42329	Akaike info criterion	9.172721
Sum squared resid	3753.998	Schwarz criterion	9.720374
Log likelihood	-80.72721	Hannan-Quinn criter.	9.279629
F-statistic	0.032375	Durbin-Watson stat	1.914445
Prob(F-statistic)	0.999996		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.095788	Prob. F(1,17)	0.7607
Obs*R-squared	0.106457	Prob. Chi-Square(1)	0.7442

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 11/19/21 Time: 00:30
Sample (adjusted): 2001 2019
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	209.1810	73.56877	2.843339	0.0112
RESID^2(-1)	-0.084359	0.272570	-0.309496	0.7607

R-squared	0.005603	Mean dependent var	194.8320
Adjusted R-squared	-0.052891	S.D. dependent var	242.6532
S.E. of regression	248.9876	Akaike info criterion	13.97198
Sum squared resid	1053912.	Schwarz criterion	14.07140
Log likelihood	-130.7338	Hannan-Quinn criter.	13.98881
F-statistic	0.095788	Durbin-Watson stat	1.751333
Prob(F-statistic)	0.760706		

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: VA VA(-1) DVD DVD(-1) DYD DYD(-1) GD PD PD(-1) C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.103264	10	0.9198
F-statistic	0.010663	(1, 10)	0.9198

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	4.142621	1	4.142621
Restricted SSR	3889.037	11	353.5488
Unrestricted SSR	3884.894	10	388.4894

Unrestricted Test Equation:
Dependent Variable: VA
Method: ARDL
Date: 11/19/21 Time: 00:30
Sample: 2000 2019
Included observations: 20
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic):
Fixed regressors: C

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
VA(-1)	0.186740	0.203110	0.919402	0.3795
DVD	14.55878	10.70973	1.359397	0.2039
DVD(-1)	-2.225614	3.514996	-0.633177	0.5408
DYD	-75.22807	55.58716	-1.353335	0.2057
DYD(-1)	14.80938	16.86003	0.878372	0.4004
GD	0.318431	0.301019	1.057841	0.3150
PD	0.733170	0.600700	1.220526	0.2503
PD(-1)	-1.049568	0.750317	-1.398832	0.1921
C	388.4693	168.1742	2.309922	0.0435
FITTED^2	6.39E-05	0.000619	0.103264	0.9198

R-squared	0.984620	Mean dependent var	508.1000
Adjusted R-squared	0.970778	S.D. dependent var	115.3009
S.E. of regression	19.71014	Akaike info criterion	9.106996
Sum squared resid	3884.894	Schwarz criterion	9.604862
Log likelihood	-81.06996	Hannan-Quinn criter.	9.204185
F-statistic	71.13218	Durbin-Watson stat	1.743767
Prob(F-statistic)	0.000000		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق (7): اختبارات السببية

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/19/21 Time: 10:36
Sample: 1999 2019
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DVD does not Granger Cause VA	19	6.25669	0.0114
VA does not Granger Cause DVD		0.93866	0.4144
DYD does not Granger Cause VA	19	7.20785	0.0070
VA does not Granger Cause DYD		2.22612	0.1447
GD does not Granger Cause VA	19	3.82246	0.0474
VA does not Granger Cause GD		2.30761	0.1361
PD does not Granger Cause VA	19	3.15286	0.0741
VA does not Granger Cause PD		1.00860	0.3898
DYD does not Granger Cause DVD	19	0.86378	0.4429
DVD does not Granger Cause DYD		2.12503	0.1563
GD does not Granger Cause DVD	19	0.33351	0.7219
DVD does not Granger Cause GD		9.46752	0.0025
PD does not Granger Cause DVD	19	5.82581	0.0144
DVD does not Granger Cause PD		6.09743	0.0125
GD does not Granger Cause DYD	19	0.49734	0.6185
DYD does not Granger Cause GD		6.12070	0.0123
PD does not Granger Cause DYD	19	2.62268	0.1078
DYD does not Granger Cause PD		3.14283	0.0746
PD does not Granger Cause GD	19	3.51198	0.0581
GD does not Granger Cause PD		1.89094	0.1875

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/19/21 Time: 10:41
Sample: 1999 2019
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(DVD) does not Granger Cause D(VA)	18	3.38732	0.0655
D(VA) does not Granger Cause D(DVD)		0.68665	0.5206
D(DYD) does not Granger Cause D(VA)	18	4.07241	0.0423
D(VA) does not Granger Cause D(DYD)		1.53274	0.2525
D(GD) does not Granger Cause D(VA)	18	3.80067	0.0502
D(VA) does not Granger Cause D(GD)		1.20035	0.3324
D(PD) does not Granger Cause D(VA)	18	0.58220	0.5726
D(VA) does not Granger Cause D(PD)		2.53007	0.1180
D(DYD) does not Granger Cause D(DVD)	18	0.49464	0.6208

D(DVD) does not Granger Cause D(DYD)		1.03399	0.3831
D(GD) does not Granger Cause D(DVD)	18	0.29147	0.7519
D(DVD) does not Granger Cause D(GD)		9.95078	0.0024
D(PD) does not Granger Cause D(DVD)	18	4.75861	0.0281
D(DVD) does not Granger Cause D(PD)		3.74529	0.0519
D(GD) does not Granger Cause D(DYD)	18	0.45638	0.6433
D(DYD) does not Granger Cause D(GD)		3.63413	0.0558
D(PD) does not Granger Cause D(DYD)	18	4.70176	0.0291
D(DYD) does not Granger Cause D(PD)		2.99999	0.0849
D(PD) does not Granger Cause D(GD)	18	8.93407	0.0036
D(GD) does not Granger Cause D(PD)		3.23574	0.0724

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:20
Sample: 1999 2019
Included observations: 19

Dependent variable: VA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DVD	12.51337	2	0.0019
All	12.51337	2	0.0019

Dependent variable: DVD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	1.877321	2	0.3912
All	1.877321	2	0.3912

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:21
Sample: 1999 2019
Included observations: 19

Dependent variable: VA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DYD	14.41570	2	0.0007
All	14.41570	2	0.0007

Dependent variable: DYD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.

VA	4.452249	2	0.1079
All	4.452249	2	0.1079

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:21
Sample: 1999 2019
Included observations: 19

Dependent variable: VA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GD	7.644920	2	0.0219
All	7.644920	2	0.0219

Dependent variable: GD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	4.615227	2	0.0995
All	4.615227	2	0.0995

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:22
Sample: 1999 2019
Included observations: 19

Dependent variable: VA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
PD	6.305723	2	0.0427
All	6.305723	2	0.0427

Dependent variable: PD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	2.017193	2	0.3647
All	2.017193	2	0.3647

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 10:44
Sample: 1999 2019

Included observations: 19

Dependent variable: VA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DVD	0.368866	2	0.8316
DYD	0.128068	2	0.9380
GD	2.966195	2	0.2269
PD	9.094138	2	0.0106
All	34.29238	8	0.0000

Dependent variable: DVD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	4.488721	2	0.1060
DYD	3.400444	2	0.1826
GD	4.899187	2	0.0863
PD	16.66841	2	0.0002
All	22.94564	8	0.0034

Dependent variable: DYD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	7.977233	2	0.0185
DVD	3.587392	2	0.1663
GD	7.290364	2	0.0261
PD	15.92904	2	0.0003
All	29.75847	8	0.0002

Dependent variable: GD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	2.571038	2	0.2765
DVD	1.023944	2	0.5993
DYD	2.347438	2	0.3092
PD	3.443835	2	0.1787
All	23.49905	8	0.0028

Dependent variable: PD

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VA	5.028848	2	0.0809
DVD	1.960942	2	0.3751
DYD	4.437625	2	0.1087
GD	7.056577	2	0.0294
All	24.23217	8	0.0021

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:11
Sample: 1999 2019
Included observations: 18

Dependent variable: D(VA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(DVD)	6.774637	2	0.0338
All	6.774637	2	0.0338

Dependent variable: D(DVD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	1.373294	2	0.5033
All	1.373294	2	0.5033

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:15
Sample: 1999 2019
Included observations: 18

Dependent variable: D(VA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(DYD)	8.144828	2	0.0170
All	8.144828	2	0.0170

Dependent variable: D(DYD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	3.065480	2	0.2159
All	3.065480	2	0.2159

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:16
Sample: 1999 2019
Included observations: 18

Dependent variable: D(VA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.

D(GD)	7.601333	2	0.0224
All	7.601333	2	0.0224

Dependent variable: D(GD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	2.400695	2	0.3011
All	2.400695	2	0.3011

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21 Time: 12:17
Sample: 1999 2019
Included observations: 18

Dependent variable: D(VA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(PD)	1.164404	2	0.5587
All	1.164404	2	0.5587

Dependent variable: D(PD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	5.060143	2	0.0797
All	5.060143	2	0.0797

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 11/19/21

Time: 10:51
Sample: 1999 2019
Included observations: 18

Dependent variable: D(VA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(DVD)	0.081119	2	0.9603
D(DYD)	0.064433	2	0.9683
D(GD)	0.302933	2	0.8594
D(PD)	5.166243	2	0.0755
All	17.92938	8	0.0218

Dependent variable: D(DVD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	1.130232	2	0.5683
D(DYD)	1.108957	2	0.5744
D(GD)	1.406403	2	0.4950
D(PD)	4.905585	2	0.0861
All	10.84302	8	0.2108

Dependent variable: D(DYD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	2.337675	2	0.3107
D(DVD)	1.741453	2	0.4186
D(GD)	2.011824	2	0.3657
D(PD)	2.578993	2	0.2754
All	10.83162	8	0.2114

Dependent variable: D(GD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	1.583277	2	0.4531
D(DVD)	0.721794	2	0.6971
D(DYD)	1.479543	2	0.4772
D(PD)	0.889082	2	0.6411
All	17.39791	8	0.0262

Dependent variable: D(PD)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(VA)	1.613898	2	0.4462
D(DVD)	1.581589	2	0.4535
D(DYD)	1.927139	2	0.3815
D(GD)	0.571434	2	0.7515
All	9.237610	8	0.3226