

# جامعة قاصدي مرياح - ورقلة

كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية

قسم علوم التسيير



رقم الترتيب : .....

رقم التسلسل : .....

مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير

في علوم التسيير

تخصص : مالية المؤسسة

إعداد الطالب: علي بن الضب

بعنوان:

دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة

المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة

دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008

نوقشت و أجيّزت علنا بتاريخ : 21- أبريل - 2009م

أمام لجنة المناقشة:

|       |             |             |                |
|-------|-------------|-------------|----------------|
| رئيس  | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | عمر عزاوي      |
| مقرر  | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | عبد الغني دادن |
| مناقش | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | يوسف قريشي     |
| مناقش | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | محمد شيخي      |
| مناقش | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | هواري سويسي    |

السنة الجامعية: 2009/2008



# جامعة قاصدي مرياح - ورقلة

كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية

قسم علوم التسيير



رقم الترتيب : .....

رقم التسلسل : .....

مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير

في علوم التسيير

تخصص : مالية المؤسسة

إعداد الطالب: علي بن الضب

بعنوان:

دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة

المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة

دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008

نوقشت و أجيّزت علنا بتاريخ : 21- أبريل - 2009م

أمام لجنة المناقشة:

|       |             |             |                |
|-------|-------------|-------------|----------------|
| رئيس  | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | عمر عزاوي      |
| مقرر  | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | عبد الغني دادن |
| مناقش | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | يوسف قريشي     |
| مناقش | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | محمد شيخي      |
| مناقش | جامعة ورقلة | أستاذ محاضر | هواري سويسي    |

السنة الجامعية: 2009/2008

(( و قل اعملوا فسيرى الله  
عملكم ورسوله  
والمؤمنون وستردون إلى  
عالم الغيب و الشهادة  
فإنبئكم بما كنتم تعملون<sup>1</sup> ))

---

<sup>1</sup> التوبة : (104-105)

## الإهداء

إلى من قال فيهما الله عز وجل "...وقل رب ارحمهما كما  
ربباني صغيراً..."

...إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله و رعاهما ورزقنا رضاهما

أمي الحنون

أبي العزيز

...إلى أرواح شهداء ثورة التحرير المباركة

...إلى أفراد عائلتي من ياسين إلى العلمي وعائلة بن الضب

...إلى حاملي راية العلم و المعرفة الباحثين عن الحقيقة العلمية

...إلى أصحاب الأيدي المضرحة ...أبناء غزّة...أبناء بغداد

...إلى الأصدقاء الذين يسعهم القلب و لا تسعهم هذه

الصفحة

...إلى مجي هذا الوطن و الساهرين على رقيه و ازدهاره

أهدي ثمرة جهدي هذا

علي

## الشكر

"...رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي  
و علي والدي..."<sup>2</sup>

بعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام هذا  
العمل، أتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير لأستاذي  
الفاضل الدكتور : داود عبد الغني علي إشرافه علي هذا  
العمل و ما تقدم به من نصح و توجيه و إرشاد طيلة فترة  
البحث دون كل أو ملل.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة علي ما  
سوف يقدمونه من توجيهات و تصويبات.

كما أتقدم بشكري لزملائي الذين ساهموا في إنجاز هذا  
العمل من قريب أو من بعيد علي رأسهم عبد العزيز خمري،  
مصام بن الشيخ (+13م)، عمر قوادري، أخي عبد الله، إلى  
الساعد الأيمن : طزع.

علي

## مستخلص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي و قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، حيث شملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين -2008/06/01 2006/01/01، موزعة على أربعة قطاعات العقاري، الصناعي، الخدمي، و الغذائي، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط. قبل الشروع في بناء النموذج و اختبار فرضياته تم اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف بالاعتماد على اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية و المعبر عنها بمؤشر السوق (سعر إقفال) خلال الفترة 18/06/2001-29/05/2008 و المتمثلة في KPSS(1992), PP(1988), ADF(1981), DF(1979), AC.

خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقا كفتا عند المستوى الضعيف، و إلى أن متغير الهيكل المالي و متغير سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، و لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، و هما ليس لوحيدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية و هي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية و المعبر عنها بـ  $\beta$ .

الكلمات المفتاح : قيمة المؤسسة ، طرق التقييم، تكلفة الأموال، سياسة توزيع الأرباح، الانحدار الخطي، كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف، سوق الكويت للأوراق، ، استقرارية السلاسل الزمنية.

## **Abstract**

L'objet de cette étude est la mesure de l'influence de la structure financière et de la politique des dividendes sur la valeur de l'entreprise cotée en bourse. Afin de tester notre hypothèse, nous avons choisi 60 entreprises cotées à la bourse du Kuwait, entre la période 1/1/2006 et 1/6/2008, sur quatre secteurs; secteur foncière, d'industriel, des services et alimentaire. Dans cette étude, nous utilisons les modèles de régression simple et multiple. Premièrement, nous testons l'efficience du marché boursier au sens faible en utilisant les tests de stationnarité des séries temporelles (DF(1979), ADF(1981), PP(1988) KPSS(1996) sur l'indice boursier (prix de clôture) entre la période 18/06/2001 et 29/05/2008.

Nos résultats montrent que la bourse de Kuwait est un marché efficient au sens faible, et la structure financière et la politique des dividendes ont une influence importante sur la valeur de l'entreprise (R-square plus 51%). La décision financière (le choix de la structure financière et de la politique des dividendes) n'est pas unique mais il y a d'autres facteurs qui ont un impact direct sur la valeur de l'entreprise comme la taille de l'entreprise, les rentabilités, le volume de la liquidité, et les risques systématiques ( $\beta$ ).

**Les mots clés** : la valeur de l'entreprise, les méthodes d'évaluation, la structure financière, le coût du capital, la politique des dividendes, les modèles de régression, l'efficience du marché boursier en sens faible, stationnarité des séries temporelles

|     |   |
|-----|---|
| VII | الإهداء .....   |
| VII | الشكر .....   |
| VII | مستخلص البحث .....  |
| VII | قائمة المحتويات .....   |
| VII | قائمة الجداول .....   |
| VII | قائمة الأشكال البيانية .....  |
| VII | قائمة الرموز و الاختصارات .....   |
| VII | قائمة الملاحق .....   |
| أ   | المقدمة .....   |
| 001 | <b>الفصل الأول ماهية القيمة و التقييم في النظرية المالية المعاصرة .....</b>                             |
| 002 | تمهيد .....   |
| 003 | المبحث الأول : ماهية القيمة في النظرية المالية المعاصرة .....   |
| 003 | المطلب الأول: مفاهيم أساسية للقيمة .....  |
| 006 | المطلب الثاني : مؤشرات إنشاء القيمة .....   |
| 013 | المطلب الثالث : منهجي التحليل الأساسي و التحليل الفني .....   |
| 020 | المبحث الثاني : ماهية تقييم المؤسسات و الأوراق المالية في النظرية المالية المعاصرة .....                |
| 020 | المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول تقييم المؤسسات و الأوراق المالية (المفهوم، الدوافع، خطوات العمل) ..... |
| 022 | المطلب الثاني : الطرق الكلاسيكية لتقييم المؤسسات الاقتصادية و الأوراق المالية .....                     |
| 030 | المطلب الثالث : تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات .....  |
| 041 | المبحث الثالث : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيطين الداخلي و الخارجي .....                         |
| 042 | المطلب الأول : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيط الخارجي .....                                      |
| 054 | المطلب الثاني : : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيط الداخلي .....                                   |
| 061 | خلاصة الفصل .....   |



|     |   |
|-----|---|
| 062 | <b>الفصل الثاني : الهيكل المالي و النظريات المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة.....</b>                            |
| 063 | تمهيد .....   |
| 064 | المبحث الأول : سبل تمويل الاحتياجات المالية .....   |
| 064 | المطلب الأول : التمويل بالأموال الخاصة.....   |
| 068 | المطلب الثاني : التمويل بالاستدانة.....   |
| 074 | المطلب الثالث : الهيكل المالي المفهوم و المحددات.....   |
| 079 | المبحث الثاني : تكلفة التمويل كمؤشر لاختيار الهيكل المالي.....  |
| 079 | المطلب الأول : مؤشرات اختيار الهيكل المالي.....   |
| 085 | المطلب الثاني : تكلفة سبل تمويل الاحتياجات المالية.....   |
| 097 | المطلب الثالث : تكلفة رأس المال (التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال CMPC).....                             |
| 100 | المبحث الثالث النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.....                                       |
| 100 | المطلب الأول : النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة .....     |
| 105 | المطلب الثاني : النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة الاقتصادية..... |
| 113 | المطلب الثالث : الهيكل المالي و نظرية الخيارات .....  |
| 119 | خلاصة الفصل.....  |

## **الفصل الثالث : تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة(المقاربات النظرية و النماذج**

|     |  |
|-----|--|
| 120 | <b>الرياضية).....</b>  |
| 121 | تمهيد.....   |
| 122 | المبحث الأول : ماهية سياسة توزيع الأرباح.....  |
| 122 | المطلب الأول : مفهوم الأرباح الموزعة (مقسوم الأرباح).....  |
| 123 | المطلب الثاني : علاقة التأثير و التأثير بين سياسة توزيع الأرباح و متغيرات المحيط الداخلي و الخارجي....                     |
| 130 | المطلب الثالث : بدائل و أشكال الأرباح الموزعة.....   |
| 139 | المبحث الثاني : المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة..... |
| 139 | المطلب الأول : المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق.....   |
| 146 | المطلب الثاني : المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد .....  |

|     |   |
|-----|---|
| 149 | المبحث الثالث : المقاربات النظرية المفسرة لأثر التوزيعات في ظل اختلال افتراضات السوق الكفاء ... |
| 149 | المطلب الأول : سياسة التوزيعات و نظرية المعلومة.....  |
| 154 | المطلب الثاني : التوزيعات و نظرية التمييز الضريبي.....  |
|     | المطلب الثالث : تفسير سياسة التوزيعات و فق نظريات المنظمة (الوكالة، الصفقات) و نظرية أثر        |
| 157 | الزبون.....   |
| 159 | المطلب الرابع : بعض النماذج الرياضية المستخدمة لدراسة سياسة توزيع الأرباح و أثرها على القيمة... |
| 166 | .....خلاصة الفصل  |
| 167 | <b>الفصل الرابع : الدراسة التطبيقية .....</b>   |
| 168 | تمهيد .....   |
| 169 | <b>المبحث الأول : التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية .....</b>                                 |
| 169 | المطلب الأول : الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية.....                                 |
| 177 | المطلب الثاني : الواقع العملي لسوق الكويت للأوراق المالية.....                                  |
| 183 | المطلب الثالث : تطور و أداء سوق الكويت للأوراق المالية.....                                     |
| 191 | <b>المبحث الثاني دراسة كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف.....</b>                   |
| 191 | المطلب الأول : عرض لبعض أهم الاختبارات المعتمدة لدراسة الإستقرارية السير العشوائي.....          |
| 194 | المطلب الثاني : اختبار استقرارية مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2001/06/18-2008/05/29 .          |
| 203 | <b>المبحث الثالث : دراسة حالة.....</b>  |
| 201 | المطلب الأول : الإطار العام لدراسة الحالة.....  |
| 204 | المطلب الثاني : النماذج و معلماتها المقدرة .....  |
| 221 | المطلب الثالث : تحليل النتائج .....   |
| 224 | ..... خلاصة الفصل   |
| 226 | ..... الخاتمة   |
| 228 | ..... قائمة المصادر و المراجع   |
| 237 | ..... الملاحق   |
| 261 | ..... فهرس المحتويات  |

## قائمة الجداول

| <u>الصفحة</u> | <u>عنوان الجدول</u>   | <u>رقم الجدول</u> |
|---------------|---|-------------------|
| 011           | نقاط القوة و الضعف لكل مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة.....   | الجدول(1-1)       |
| 030           | مزايا و حدود طرق التقييم.....   | الجدول (2-1)      |
| 044           | اختبار السببية لقرايجر بين أسعار الأسهم و الناتج المحلي الخام الحقيقي و الاستثمار لدول OCED خلال الفترة 1970-1992.....            | الجدول (3-1)      |
| 047           | معاملات التحديد بين أسعار أسهم الدول العربية و أسعار البترول و سعر صرف الدولار لمشاهدات يومية خلال المنتصف الأول لسنة 2005.....   | الجدول (4-1)      |
| 094           | جدول اهتلاك القرض.....  | الجدول (1-2)      |
| 115           | محاكاة تكلفة الإفلاس باستخدام نموذج BS1976 بتغيير قيمة AE و تثبيت بقية المتغيرات.....   | الجدول (2-2)      |
| 116           | محاكاة تكلفة الإفلاس في ظل وجود تكاليف للمعلومة باستخدام نموذج B1995 بتغيير قيم AE و تكاليف المعلومة، و تثبيت بقية المتغيرات..... | الجدول (3-2)      |
| 132           | معدل توزيع الأرباح لسنة 2004 لبعض المجمعات الأوروبية المسعرة بالبورصة.....  | الجدول (1-3)      |
| 138           | 20 مجمع أوروبي الأولى ذات أكبر عمليات إعادة الشراء.....   | الجدول (2-3)      |
| 190           | معلومات حول أداء بورصة الكويت خلال الربع الأول و الثاني لسنة 2008 مقارنة بالربع الأول لسنة 2007.....                              | الجدول (1-4)      |
| 198           | دالة الارتباط الذاتي البسيط و الجزئي لسلسلة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2001/06/18.....2008/05/29                               | الجدول (2-4)      |
| 199           | نتائج اختبار ARCH-LM.....   | الجدول (3-4)      |
| 200           | نتائج اختبار ADF.....   | الجدول (4-4)      |
| 200           | نتائج اختبار PP.....  | الجدول (5-4)      |
| 200           | نتائج اختبار KPSS.....  | الجدول (6-4)      |
| 201           | نتائج اختبار ADF(1981) لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة الكويت DIK.....   | الجدول (7-4)      |
| 203           | توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات.....  | الجدول (8-4)      |
| 207           | مصنوفة معاملات الارتباط للمتغيرات الرئيسية.....   | الجدول (9-4)      |
| 208           | مقدرات نموذج الانحدار المتعدد للمتغيرات الرئيسية.....   | الجدول (10-4)     |

|     |   |               |
|-----|---|---------------|
| 211 | نتائج اختبار White Heteroskedasticity Test .....  | الجدول (4-11) |
| 213 | نتائج انحدار الديون القصيرة كدالة في الديون الطويلة.....  | الجدول (4-12) |
| 213 | نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في التوزيعات المجانية و الأرباح المحتجزة و إعادة الشراء.....           | الجدول (4-13) |
| 214 | نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في الهيكل المالي .....   | الجدول (4-14) |
| 214 | نتائج انحدار التوزيعات المجانية كدالة في الهيكل المالي .....  | الجدول (4-15) |
| 215 | نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في الهيكل المالي (DATCP, DLTCP) و سياسة توزيع الأرباح (DM, DND, RACH).....  | الجدول (4-16) |
| 215 | نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في الهيكل المالي (DATCP, DLTCP).....  | الجدول (4-17) |
| 216 | نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح (DM, DND, RACH).....                                 | الجدول (4-18) |
| 216 | مصنوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات الثانوية(حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية)..... | الجدول (4-19) |
| 217 | نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في المتغيرات الثانوية (RE, RCP, DIS, Beta).....                             | الجدول (4-20) |
| 218 | نتائج انحدار المردودية الاقتصادية كدالة في المتغيرات الثانوية (LNAE, RCP, Beta, DIS).....                   | الجدول (4-21) |
| 218 | نتائج انحدار المخاطر النظامية كدالة في المتغيرات الثانوية (LNAE, RE, RCP, DIS).....                         | الجدول (4-22) |
| 221 | نتائج انحدار كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة على حجم المؤسسة.....                               | الجدول (4-23) |
| 221 | نتائج انحدار كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة على المردودية الاقتصادية....                       | الجدول (4-24) |
| 222 | نتائج انحدار سياسة توزيع الأرباح بمختلف أشكالها على المردودية المالية.....                                  | الجدول (4-25) |
| 222 | نتائج انحدار سياسة توزيع الأرباح بمختلف أشكالها على حجم السيولة.....  | الجدول (4-26) |

قائمة الأشكال البيانية

| الصفحة | عنوان الشكل   | رقم الشكل    |
|--------|---|--------------|
| 005    | العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة و التدفقات المستقبلية لها.....   | الشكل (1-1)  |
| 006    | تطور مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء المالي.....   | الشكل (2-1)  |
| 009    | التمويل بواسطة الأسواق المالية و التمويل البنكي في المنطقة الأوروبية ما بعد 1980.....                       | الشكل (3-1)  |
| 014    | التمثيل البياني بالأعمدة مع اتجاهي للسوق الصعودي و الترولي.....   | الشكل (4-1)  |
| 015    | التمثيل البياني لحركات أسعار الأسهم بالاعتماد على خريطة الشمعدان.....                                       | الشكل (5-1)  |
| 016    | التمثيل البياني لكل من نقاط الدعم و المقاومة.....   | الشكل (6-1)  |
| 022    | المنظور المباشر و غير المباشر لطرق التقييم.....   | الشكل (7-1)  |
| 032    | أثر تغير سعر الممارسة على قيمة خيار الشراء.....   | الشكل (8-1)  |
| 033    | أثر تذبذبات أسعار الأصل محل التعاقد على قيمة الخيار.....  | الشكل (9-1)  |
| 033    | أثر مدة حياة الخيار على قيمة خيار الشراء.....   | الشكل (10-1) |
| 036    | قيمة الأموال الخاصة من منظور نظرية الخيارات.....  | الشكل (11-1) |
| 040    | تقسيم قيمة الأصل الاقتصادي من منظور المساهمين(خيار الشراء).....   | الشكل (12-1) |
| 044    | العلاقة بين الناتج المحلي الخام الحقيقي و أسعار الأسهم لـ 7 دول عظمى في العالم خلال الفترة : 1970-1992..... | الشكل (13-1) |
| 050    | مستويات الكفاءة تبعاً للمعلومات المستخدمة و إمكانية تحقيق الأرباح العادية.....                              | الشكل (14-1) |
| 056    | تطور مبلغ الاندماج-الحيازة على المستوى العالمي خلال الفترة 1997-2006 (بالمليار دولار).....                  | الشكل (15-1) |
| 059    | نسبة التسعير بالأسواق المحلية و الأجنبية لبعض المجمعات الأوروبية.....                                       | الشكل (16-1) |
| 071    | سير عملية قرض الإيجار التمويلي.....   | الشكل (1-2)  |
| 077    | دورة حياة المؤسسة و هيكلها المالي.....  | الشكل (2-2)  |
| 078    | تأثير نمو الأنشطة على المخاطر النظامية Bouygues Bêta لمجمع.....   | الشكل (3-2)  |
| 080    | دورة التمويل و توزيع ثروة المؤسسة كتنغذية رجعية.....  | الشكل (4-2)  |
| 081    | التقديم الهندسي للأثر الإيجابي الرافعة المالية.....   | الشكل (5-2)  |

|     |  |              |
|-----|--|--------------|
| 082 | التقديم الهندسي للأثر السليبي للرافعة المالية.....   | الشكل (2-6)  |
| 088 | منحنى تكلفة السهم العادي حسب نموذج MEDAF (خط السوق).....   | الشكل (2-7)  |
| 089 | علاوة المخاطرة في الدول النامية خلال الفترة 2001-2004.....   | الشكل (2-8)  |
| 090 | علاوة المخاطرة في أوروبا خلال الفترة 1986-2004.....  | الشكل (2-9)  |
| 098 | التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال.....   | الشكل (2-10) |
| 101 | العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة الأموال المالي وقيمة المؤسسة حسب المدخل الحدي.....  | الشكل (2-11) |
| 102 | العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات.....                                       | الشكل (2-12) |
| 103 | أثر الهيكل المالي على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي.....   | الشكل (2-13) |
| 106 | العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة المؤسسة حسب نظرية الاقتصاد في الضريبة.....   | الشكل (2-14) |
| 108 | العلاقة بين نسبة الرفع المالي و معدل المردودية المفروض في ظل وجود تكلفة للإفلاس.....   | الشكل (2-15) |
| 109 | تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأس المال و على قيمة المؤسسة في حالة وجود ضرائب.....   | الشكل (2-16) |
| 112 | تأثير تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب.....   | الشكل (2-17) |
| 113 | تقسيم قيمة الأصل الاقتصادي من منظور الدائنين (خيار البيع).....   | الشكل (2-18) |
| 128 | معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية و المنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973-2005                                     | الشكل (3-1)  |
| 130 | تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مصفوفة BCG.....   | الشكل (3-2)  |
| 134 | ربحية السهم الواحد BPA المعدلة لمجمع L'Oreal خارج النشاط الصيدلاني خلال الفترة 1980-2005.....                                  | الشكل (3-3)  |
| 135 | توزيعات السهم الواحد DPA المعدلة لمجمع L'Oreal خلال الفترة 1980-2005.....  | الشكل (3-4)  |
| 135 | ربحية السهم الواحد BPA المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980-2005.....  | الشكل (3-5)  |
| 136 | توزيعات السهم الواحد DPA المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980-2005.....  | الشكل (3-6)  |
| 138 | تطور عمليات LBO في المنطقة الأوروبية خلال الفترة 1982-2001.....  | الشكل (3-7)  |
| 139 | تطور الانخفاض في الاستدانة و إرجاع رأس المال للمساهمين و النمو لبعض المؤسسات في أوروبا خلال الفترة جويلية 2002 - أوت 2004..... | الشكل (3-8)  |
| 142 | أثر دفع توزيعات استثنائية على سعر سهم مجمع BOUYGUES في شهر جانفي 2005.....   | الشكل (3-9)  |
| 145 | سياسة توزيع مجمل الأرباح و أثرها على المساهمون الجدد و القدامى.....  | الشكل (3-10) |
| 146 | حالة التوزيعات أكبر من النتائج.....  | الشكل (3-11) |

|     |   |              |
|-----|---|--------------|
| 146 | التدفقات العائدة لصالح المساهمين الجدد .....  | الشكل (3-12) |
| 152 | أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم من منظور نظرية الإشارة .....                                | الشكل (3-13) |
| 156 | تطور معدل الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على فوائض القيم في USA .....                         | الشكل (3-14) |
| 161 | النموذج البياني لاختبار مصداقية النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة .....        | الشكل (4-1)  |
| 172 | الهيكلة التنظيمية لبورصة الكويت .....   | الشكل (4-2)  |
| 186 | تطور مؤشر سوق الكويت المحسوب من قبل AMF خلال الفترة جويلية 2007 - جوان 2008                         | الشكل (4-3)  |
| 186 | يدين تركيبة مؤشر صندوق النقد العربي في الربع الأول و الربع الثاني من سنة 2008 .....                 | الشكل (4-4)  |
| 188 | تطور الرسملة البورصية لسوق الكويت خلال السداسي الأول لسنة 2008 .....                                | الشكل (4-5)  |
| 188 | توزيع القيمة السوقية للأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الكويت خلال الربع الأول لسنة 2008           | الشكل (4-6)  |
| 189 | تطور مؤشر التداول اليومي لبورصة الكويت خلال السداسي الأول لسنة 2008 .....                           | الشكل (4-7)  |
| 190 | توزيع كمية الأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الكويت خلال الربع الأول لسنة 2008 .....               | الشكل (4-8)  |
| 192 | تطور سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي خلال السداسي الأول لسنة 2008 .....              | الشكل (4-9)  |
| 195 | إستراتيجية مبسطة لاختبارات الجذر الواحدوي .....   | الشكل (4-10) |
| 197 | تطور مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة (يومية) 2001/06/18-2008/05/29 .....                              | الشكل (4-11) |
| 201 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DIK لسلسلة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2001/06/18-2008/05/29 ..... | الشكل (4-12) |
| 202 | التوزيع الاحتمالي لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة الكويت DIK .....                     | الشكل (4-13) |
| 206 | إستراتيجية مبسطة لبناء نماذج الانحدار .....   | الشكل (4-14) |
| 209 | التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة القيمة السوقية للمؤسسة VB .....            | الشكل (4-15) |
| 210 | التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر .....   | الشكل (4-16) |
| 212 | التوزيع الاحتمالي للبواقي مع القيم الحرجة لـ Skewness, Kurtosis و إحصائية Jarque-Bera .....         | الشكل (4-17) |

قائمة الاختصارات و الرموز

| الاختصار/ الرمز         | الدلالة  | الرموز |
|-------------------------|--|--------|
| $\beta$                 | درجة الحساسية ( ميل خط الانحدار)                               |        |
| $\beta_{AE}$            | درجة الحساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردودية السوق           |        |
| $\beta_{cp}$            | درجة الحساسية مردودية الأموال الخاصة لمردودية السوق            |        |
| $\beta_D$               | درجة الحساسية مردودية الاستدانة لمردودية السوق                 |        |
| $\lambda_T$             | تكلفة المعلومة للورقة المالية T                                |        |
| $\lambda_M$             | تكلفة المعلومة المتوسطة للأوراق المالية بالسوق                 |        |
| $\delta$                | الانحراف المعياري  |        |
| $\Delta$                | التغير   |        |
| $\sigma_{VB}$           | المخاطر الكلية و تتمثل في تشتت السوقية للمؤسسة                 |        |
| $\tilde{\epsilon}_{it}$ | القيمة العشوائية للعامل الخاص بالأصل i في الفترة t             |        |
| $\tilde{R}_{it}$        | المردودية العشوائية في الفترة t للأصل i                        |        |
| $\tilde{b}_{ik}$        | معامل حساسية الأصل i للعامل k                                  |        |
| $\tilde{b}_{ik}$        | معامل حساسية الأصل i للعامل k                                  |        |
| $\tilde{f}_{kt}$        | القيمة العشوائية التي يأخذها العامل K لمجمل الأصول في الفترة t |        |
| *                       | المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 1%               |        |
| **                      | المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%               |        |
| ***                     | المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 10%              |        |

**A**

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| قيمة الدفعة                    | $a$     |
| ديكي فلر المطور                | $ADF$   |
| الأصل الاقتصادي                | $AE$    |
| التمويل الذاتي                 | $AF$    |
| شركة البحث و إدارة الاستثمارات | $AIMR$  |
| مؤشر جونسون                    | $alpha$ |
| صندوق النقد العربي             | $AMF$   |
| الأصل الصافي المصحح            | $ANC$   |
| الانحدار الذاتي من الدرجة P    | $AR(P)$ |



|                                       |             |
|---------------------------------------|-------------|
| الانحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي | <i>ARCH</i> |
| انحدار ذاتي و متوسطات متحركة          | <i>ARMA</i> |

## **B**

|                                      |                |
|--------------------------------------|----------------|
| مكتب الاستشارات ببوستن               | <i>BCG</i>     |
| بنك التنمية المحلية                  | <i>BDL</i>     |
| بيتا مقياس المخاطر النظامية          | <i>Beta</i>    |
| الاحتياج في رأس المال العامل         | <i>BFR</i>     |
| الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال | <i>BFRE</i>    |
| ربحية السهم الواحد                   | <i>BPA/EPS</i> |
| سعر البترول                          | <i>BRT</i>     |

## **C**

|  |                 |
|--|-----------------|
| القدرة على التمويل الذاتي                  | <i>CAF</i>      |
| السعر السوقي للأصل محل التعاقد             | <i>Cas</i>      |
| الرسمة البورصية                            | <i>CB</i>       |
| تكلفة الإفلاس                              | <i>CF</i>       |
| تكلفة الإفلاس في حالة وجود تكاليف للمعلومة | <i>CFI</i>      |
| التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار         | <i>CFROI</i>    |
| إعتمادات تحريك الحقوق التجارية             | <i>CMCC</i>     |
| التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال         | <i>CMP</i>      |
| لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة         | <i>COSOB</i>    |
| التباين المشترك                            | <i>COV(.,.)</i> |
| الأموال الخاصة                             | <i>CP</i>       |
| القرض الشعبي الجزائري                      | <i>CPA</i>      |
| العمولة الجرد مرتفعة الخاصة بالمكشوف       | <i>CPFD</i>     |
| الأموال الخاصة للسهم الواحد                | <i>CPPA</i>     |

## **D**

|  |              |
|--|--------------|
| الاستدانة                                  | <i>D</i>     |
| الاستدانة الصافية                          | <i>D net</i> |
| دينار جزائري                               | <i>DA</i>    |
| الاهتلاكات و المؤونات                      | <i>DAM</i>   |
| نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة | <i>DATCP</i> |
| خصم التدفقات النقدية المتاحة               | <i>DCF</i>   |

|  |              |
|--|--------------|
| التوزيعات المدفوعة                         | <i>DD</i>    |
| ديكي فلر                                   | <i>DF</i>    |
| التوزيعات في شكل أسهم مجانية (منحة)        | <i>DG</i>    |
| التغير في مؤشر الكويت                      | <i>DIK</i>   |
| حجم السيولة (المتاحات)                     | <i>DIS</i>   |
| دينار كويتي                                | <i>DK</i>    |
| نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة | <i>DLTCP</i> |
| التوزيعات التقديرية                        | <i>DM</i>    |
| نسبة الأرباح غير الموزعة (المحتجزة)        | <i>DND</i>   |
| توزيعات السهم الواحد                       | <i>DPA</i>   |
| سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى       | <i>DS</i>    |
| نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة      | <i>DTCP</i>  |
| داربين واتسون                              | <i>DW</i>    |

## **E**

|   |                |
|---|----------------|
| أساس اللوغاريتم النييري                   | <i>e</i>       |
| الأمل الرياضي ()                          | <i>E()</i>     |
| معدل المردودية المفروض                    | <i>E(R)</i>    |
| الفائض الإجمالي للاستغلال                 | <i>EBE</i>     |
| الاقتصاد في الضريبة                       | <i>EI</i>      |
| الرافعة المالية للمؤسسة                   | <i>ELe</i>     |
| الرافعة المالية الشخصية                   | <i>ELP</i>     |
| فائض خزينة الاستغلال                      | <i>ETE</i>     |
| معدل الفائدة لدى البنوك الأوروبية         | <i>EURIBOR</i> |
| القيمة المضافة الاقتصادية/الربح الاقتصادي | <i>EVA/PE</i>  |
| الجمعية الأوروبية                         | <i>EVCA</i>    |

## **F**

|  |                |
|--|----------------|
| المصاريف المالية الصافية                       | <i>F.F.Net</i> |
| الفيدرالية البنكية للإتحاد الأوربي             | <i>FBE</i>     |
| التدفق النقدي الحر                             | <i>FCF</i>     |
| المصاريف المالية                               | <i>FF</i>      |
| رأس المال العامل الصافي الإجمالي               | <i>FRNG</i>    |
| التدفق النقدي المتاح المقدر في الفترة <i>t</i> | <i>Ft</i>      |

تدفق الخزينة المتاحة

*FTD*

## **G**

معدل النمو

*g*

جوردن و لنتنر

*G,L*

نماذج الانحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي المعممة

*GARCH*

جوردن و شايبورو

*GS*

خط هاتف لاسلكي

*GSM*

## **H**

فرضيات السوق الكفاء

*HME*

## **I**

معدل الفائدة

*i*

مبلغ الاستثمار

*I*

المعيار المحاسبي الدولي الأول

*IAS 01*

المعايير المحاسبية الدولية/ المعايير الدولية للتقارير المالية

*IAS/IFRS*

المعيار المحاسبي الدولي رقم 12

*IAS12*

الضرائب على أرباح الشركات

*IBS=IS*

المعيار المحاسبي الدولي رقم 33

*IFRS 33*

مؤشر الكويت

*IK*

معدل الضريبة على فائض القيمة

*ipv*

معدل الضريبة على التوزيعات

*irg*

مؤشر شارب

*Ish*

مؤشر ترينور

*Itr*

لجنة معايير التقييم الدولية

*IVSC*

## **K**

تكلفة رأس المال

*K*

تكلفة الأموال الخاصة

*Kcp*

تكلفة الاستدانة

*Kd*

## **L**

معامل التأخير

*L*

تمويل عمليات السيطرة بمصادر معظمها قروض

*LBO*

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| معدل الفائدة لدى البنوك بلندن      | <i>LIBOR</i> |
| مضاعف لاغرانج                      | <i>LM</i>    |
| اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول | <i>LNAE</i>  |
| لوغاريتم النيبيري                  | <i>LOG</i>   |
| دفعة قرض الإيجار                   | <i>Lt</i>    |

## **M**

|                                 |                   |
|---------------------------------|-------------------|
| مبلغ القرض                      | <i>M</i>          |
| مضاعف القدرة على التمويل الذاتي | <i>MCAF</i>       |
| المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة  | <i>MCCP</i>       |
| طريقة المربعات الصغرى العادية   | <i>MCO</i>        |
| نموذج التقييم بالمراجعة         | <i>MEA/APT</i>    |
| مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال | <i>MEBE</i>       |
| نموذج توازن الأصول المالية      | <i>MEDAF/CAPM</i> |
| مدجيلياني و ميلر                | <i>MM</i>         |
| مضاعف نتيجة الاستغلال           | <i>MRexp</i>      |
| القيمة المضافة السوقية          | <i>MVA</i>        |

## **N**

|                      |            |
|----------------------|------------|
| دالة التوزيع الطبيعي | <i>N()</i> |
|----------------------|------------|

## **O**

|                                    |             |
|------------------------------------|-------------|
| منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية | <i>OCED</i> |
| المنظمة العالمية للتجارة           | <i>OMC</i>  |
| نسبة الاستدانة المثالية            | <i>Opt</i>  |

## **P**

|  |            |
|--|------------|
| معدل الرسملة البورصية إلى الأموال الخاصة | <i>PBR</i> |
| سياسة توزيع الأرباح                      | <i>PD</i>  |
| مضاعف السعر إلى العائد                   | <i>PER</i> |
| سعر ممارسة                               | <i>Pex</i> |
| سعر الورقة المالة في الزمن $t$           | <i>Pi</i>  |
| الناتج المحلي الخام                      | <i>PIB</i> |
| علاوة السيولة                            | <i>PL</i>  |
| المؤسسات المتوسطة و الصغيرة              | <i>PME</i> |
| نظرية الالتقاط التدرجي التمويل           | <i>POT</i> |

|                           |               |
|---------------------------|---------------|
| فليس و بيرو               | <i>PP</i>     |
| بدل المخاطرة              | <i>PR</i>     |
| احتمال إحصائية فيشر       | <i>PROB F</i> |
| فائض القيمة/ نقصان القيمة | <i>PV/MV</i>  |

## **Q**

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| مؤشر توين       | <i>Q</i>    |
| معامل الاستحداث | <i>q(s)</i> |

## **R**

|   |                      |
|---|----------------------|
| إعادة شراء الأسهم (أسهم خزينة)              | <i>RACH</i>          |
| مردودية الأموال الخاصة                      | <i>Rcp</i>           |
| مردودية الأموال الخاصة أو المردودية المالية | <i>RCP</i>           |
| المردودية الاقتصادية                        | <i>RE</i>            |
| نتيجة الاستغلال                             | <i>Rexp</i>          |
| مردودية السوق                               | <i>R<sub>M</sub></i> |
| النتيجة الصافية                             | <i>Rnet</i>          |
| المردودية الاقتصادية و المالية              | <i>ROCE, ROE</i>     |
| معدل المردودية بدون مخاطرة                  | <i>Rsr</i>           |
| عائد السهم                                  | <i>Rt</i>            |

## **S**

|  |              |
|--|--------------|
| رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة | <i>S.O.E</i> |
| نظام الرقابة الداخلية                                | <i>SCI</i>   |
| سعر الصرف  | <i>SE</i>    |
| أصحاب المصالح  | <i>SH</i>    |
| الرسائل النصية القصيرة                               | <i>SMS</i>   |

## **T**

|  |            |
|--|------------|
| مدة حياة الخيار                              | <i>T</i>   |
| نظرية تكلفة الوكالة                          | <i>TCA</i> |
| نظرية تكلفة الصفقات                          | <i>TCT</i> |
| معدل التوزيعات                               | <i>TD</i>  |
| معدل التوزيعات غير المدفوعة (احتجاز الأرباح) | <i>TND</i> |
| معدل المردودية المفروض                       | <i>TRA</i> |
| معدل المردودية الداخلي                       | <i>TRI</i> |

عائد المساهم الكلي *TSR*

الرسم على القيمة المضافة *TVA*

## *U*

الولايات المتحدة الأمريكية *USA*

المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً في الولايات المتحدة الأمريكية *UAS GAAP*

## *V*

القيمة الحالية *VA*

القيمة الحالية لتكلفة الوكالة *VACA*

القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس *VACF*

القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة *VAEI*

القيمة الحالية لمؤسسة غير مستدينة *VAENE*

القيمة الحالية الصافية *VAN*

القيمة البورصية للمؤسسة *VB*

قيمة الأموال الخاصة *Vcp*

القيمة الدفترية *VDOC*

قيمة المؤسسة الموزعة للأرباح *VED*

قيمة المؤسسة غير الموزعة للأرباح *VEND*

قيمة الخيار *Vo*

قيمة الخيار الشراء *VOA*

حجم التداول *VOL*

القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة *VRn*

## *Y*

معدل الاستحداث اليومي *Yq*

قائمة الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق   | رقم الملحق |
|--------|--|------------|
| 240    | طبيعة تأثير محددات الخيار على قيمته.....   | الملحق 01  |
| 241    | معدل الضرائب على الأرباح وعلى القيمة المضافة في بعض دول في العالم و في الكويت... | الملحق 02  |
| 243    | مثال عن كيفية حساب تكلفة رأس المال في الدول النامية حسب نموذج F. Bancel.....     | الملحق 03  |
| 244    | توزيعات الأرباح و إعادة الشراء للشركات المكونة لمؤشر CAC40.....                  | الملحق 04  |
| 245    | معلومات عن عينة المؤسسات المعتمدة في الدراسة.....                                | الملحق 05  |
| 250    | نموذج لبطاقة المعلومات عن الشركات محل الدراسة و المعدة من قبل لجنة البورصة.....  | الملحق 06  |
| 251    | مؤشرات بورصية للأسواق المالية العربية خلال 2007-2008.....                        | الملحق 07  |
| 253    | أثر الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم و حجم التداول لبعض المؤسسات المدرسة .     | الملحق 08  |
| 254    | نتائج اختبار وايت التقاطعي لبواقي النموذج الكلي.....                             | الملحق 09  |
| 255    | جدول قانون التوزيع الطبيعي المركز المختصر.....                                   | الملحق 10  |
| 256    | جدول قانون توزيع كاي تربيع.....  | الملحق 11  |
| 257    | جدول داربين واتسون.....  | الملحق 12  |
| 258    | جداول ديكي فلر.....  | الملحق 13  |
| 259    | قوانين إعادة الشراء في فرنسا، بريطانيا ، ألمانيا، أمريكا.....                    | الملحق 14  |

# المقدمة



## مقدمة

شهدت الساحة الدولية تطورات بالغة الأهمية في العقود الأخيرة من القرن السابق، فبعد نهاية الحرب العالمية الثانية تم إنشاء نظام مالي دولي (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي) يعمل على تمويل مشاريع إعادة تعمير ما دمرته الحرب، بالإضافة إلى إدارة النقد على المستوى الدولي، و بعد فترة برزت كئلتان متناظرتان ذوات توجهين إيديولوجيين متناقضين و متصارعين يحاول الواحد منهم بسط نفوذه؛ انتهت هذه الحرب الباردة بزوال الاتحاد السوفياتي، و ظهور الأحادية القطبية.

كانت الدول العربية في تلك الفترة منهكة اقتصاديا بسبب مخلفات الاستعمار، و ارتفاع خدمة المديونية التي أعاققت التنمية فيها، مما دفعها للعمل على تنمية اقتصاديات هذه الدول من خلال البحث عن سبل للتمويل و تشجيع المنافسة من خلال خصخصة الشركات، و جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة و غير المباشرة؛ تحقيق هذا الهدف يكون من خلال إيجاد أسواق مالية على قدر معين من الكفاءة من أجل التقييم العادل، و التخصيص الأمثل للموارد.

واجهت اقتصاديات الدول العربية في مطلع القرن الواحد و العشرين تحديات كبيرة في ظل العولمة و تحرير التجارة الخارجية، و ثورة الاتصالات، و الإنترنت، و اشتداد حدة المنافسة على جذب الاستثمارات الأجنبية، و نمو عمليات الاندماج (يوم الاثنين الاتحادي 1997/10/18<sup>3</sup>) بين الشركات دولية النشاط التي أضحت عبارة عن كيان عملاق يسيطر على الحصة السوقية في عالم اليوم الذي قد لا يوجد فيه مكان للمؤسسات صغيرة الحجم؛ التي يمكن وصفها بمحلات صغيرة الحجم<sup>4</sup> غير قادرة على مواجهة المنافسة الشرسة السائدة على المستوى العالمي.

لذلك يمكن اعتبار عامل النمو من بين أهم عوامل نجاح المؤسسات، و استمرارها من خلال مواجهة المنافسة؛ هذا النمو يكون داخليا من خلال الزيادة في حجم الاستثمارات، أو خارجيا من خلال القيام بعمليات الاندماج، و الاتحاد، و الحيازة، و الاستحواذ؛ يتطلب هذا الخيار الاستراتيجي أدوات لتقييم الأداء و لتقييم المؤسسات، في ظل وجود إدارة مالية ذات كفاءة، و فعالية تعمل على تحقيق الهدف الرئيس لها.

يكمن الهدف من أي مشروع استثماري في تحقيق العائد، و الذي بدوره يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة؛ لذلك يسعى المستثمر إلى تعظيم العوائد في ظل درجة معينة من المخاطرة، أو إلى تدنئة المخاطرة عند نسبة معينة من العائد. كان يُعتقد في السابق أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم الأرباح، حيث وُجّه لهذا الهدف عدة انتقادات على رأسها عدم الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود، ثم ظهر هدف آخر نيوكلاسيكي تمثل في تعظيم ثروة الملاك، و الذي وجه له انتقاد عدم الأخذ في الحسبان درجة المخاطرة، ليظهر بعد ذلك الهدف الحديث، و المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة؛ و يتم تحقيق هذا الهدف إما عن طريق تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (MVA)؛ و الذي يطرح مشكل كفاءة السوق المالي، أو عن طريق تدنئة تكلفة التمويل و تعظيم المردودية الاقتصادية بعد الضريبة النظرية، و هو ما يعرف بالقيمة المضافة الاقتصادية (EVA).

ظهر بعد انفصال الملكية عن التسيير صراع الوكالة؛ و الذي أدى إلى ظهور تكاليف عُرفت بتكلفة الوكالة؛ حيث ضربت تكلفة هذه الأخيرة الهدف الحديث في الصميم، ففي الفكر الحديث أصبحت المؤسسة عبارة عن مركز للتعاقد، و

3 فردريك تشوي، كارول آن فروست & جاري مييك، المخاسبة الدولية، ترجمة محمد عصام الدين زايد، دار المريخ، الرياض، 2008، ص 404.

4 طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 7.

يشترط أن يكون متوازنا، و لأجل ذلك جاءت أنظمة الحوكمة كحل أو أسلوب لمعالجة هذا الإشكال؛ و بالرغم من ذلك يبقى تحقيق الهدف الحديث صعب المنال كونه تابع لعدة متغيرات سواء كانت كمية أو نوعية، جزئية أو كلية، ظاهرة أو كامنة، خارجية أو داخلية... من ثمة جاءت هذه الدراسة لتركز على أهم المتغيرات المتمثلة في الهيكل المالي، الذي قد ينجم عنه مخاطر مالية بسبب زيادة الرفع المالي، و متغير سياسة توزيع الأرباح كأحد مكونات معدل المردودية الفعلي، و ذلك من خلال قياس تفسيرهما و تأثيرهما لـ/على قيمة المؤسسة، و هي المترجمة في الأخير لأداء السوق المالي ككل، و ذلك تحت الإشكالية الرئيسة للدراسة.

## I. إشكالية الدراسة :

تتأثر قيمة المؤسسة بالعديد من المتغيرات المختلفة، و المتعددة سواء على مستوى المحيط الخارجي، أو المحيط الداخلي؛ فمتغيرات هذا الأخير هي في يد المسيرين، و متخذي القرار، و بالتالي يمكن التحكم فيها على عكس الأخرى، التي هي بمثابة مخاطر لا بد من إدارتها، من بين أهم تلك العوامل الداخلية القرارات المالية خصوصا<sup>5</sup>.

يدرس هذا البحث قياس تفسير و تأثير قرار اختيار الهيكل المالي و قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالبورصة، و ذلك تحت الإشكالية الرئيسة للبحث، و المتمثلة في :

∇ ما مدى تأثير كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة و تفسيرهما لها ؟

تندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسة سبع إشكاليات فرعية و هي :

1. ما هي أدوات اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف وهل تعتبر سوق الكويت سوقا كفتا عند هذا المستوى؟
2. في ظل تعدد مفهوم قيمة المؤسسة و طرق تحديدها و العوامل المؤثرة فيها ما مدى تفسير كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة؟
3. ما مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ؟
4. ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ؟
5. أي المتغيرين أكثر تفسيراً للقيمة الهيكل المالي أم التوزيعات ؟
6. ما مدى تأثير كل من المتغيرات الثانوية(حجم المؤسسة، المردوديات، السيولة، المخاطر النظامية) على قيمة المؤسسة ؟ و هل يمكن القول أن المستثمر الكويتي مستثمرا واعيا من خلال المراعاة للمردودية الاقتصادية قبل المالية، و مراعاة المخاطر المالية بجانب المردودية؟
7. هل هناك تأثير للمتغيرات الثانوية(حجم المؤسسة، المردوديات، السيولة، المخاطر النظامية) على كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح ؟

للإجابة على هذه الإشكاليات في هذا البحث تم الاعتماد على سبع فرضيات أساسية و هي:

## II. فرضيات الدراسة :

1. يعتبر السوق المالي الكويتي غير كفء عند المستوى الضعيف؛
2. يفسر كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح قيمة المؤسسة بدرجة عالية ذات معنوية إحصائية تفوق باقي المتغيرات؛
3. يحظى الهيكل المالي بتأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة؛
4. يوجد لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة؛ و هذا التأثير يختلف تبعاً لنوع السياسة؛
5. يكون تأثير الهيكل المالي أقل من مختلف سياسيات التوزيع و المستثمر الكويتي مستثمراً غير واعياً من خلال المراعاة للمردودية دون المخاطرة ؛
6. تعد المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية) عوامل ذات تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، و المستثمر الكويتي مستثمراً واع من خلال المراعاة للمردودية الاقتصادية قبل المالية؛
7. يوجد المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية) ذات تأثير ذو معنوية إحصائية على المتغيرات الرئيسية المستقلة (الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح بمختلف أشكالهما)؛

## III. مبررات اختيار الموضوع: تم اختيار هذا الموضوع بناءً على جملة من الاعتبارات نوجز منها:

- ✓ نمو عمليات إعادة شراء الأسهم كسياسة توزيع الأرباح بمعدلات متزايدة، ففي المنطقة الأوروبية<sup>6</sup> كانت جد مرتفعة<sup>7</sup>.
- ✓ 38.08% من الأطروحات في فرنسا في مجال مالية المؤسسة، و مالية الأسواق، في مجال الكفاءة و تقييم الأصول خلال الفترة 2004/2000 و هي الرائدة<sup>8</sup>؛
- ✓ تزايد عمليات النمو الخارجي في الآونة الأخيرة كإستراتيجية لتعظيم قيمة المؤسسة على المستوى العالمي، مما يتطلب البحث عن طرق للتقييم و ازدياد أهمية التقييم.
- ✓ قلة الدراسات العربية في هذا المجال خصوصاً دراسة الكفاءة عند المستوى الضعيف<sup>9</sup>؛
- ✓ تشابه الاقتصاد الجزائري مع الاقتصاد الكويتي من ناحية اعتماد الاقتصاد على عائدات المحروقات؛
- ✓ تعتبر السوق المالية الكويتية هي السوق الوحيدة عربياً من ناحية التعامل بالخيارات على الأسهم.

## IV. أهمية الدراسة : هذا الموضوع ذو أهمية بالغة و ذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية :

- ✓ ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية، و المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة؛

6 Jacques HAMON, Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ? in cahiers de recherche n°9801, Université Paris IX Dauphine.P10.

7 أنظر الملحق رقم 04.

8 Fabrice HERVE, L'état des thèse en finance 2000-2004, 17èmes journées national de IAE 13/09/2004, IAE de Lyon.PP 10-14.

9 وائل إبراهيم الراشد، حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات و كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟، (29/07/2008) [www.kku.edu.sa](http://www.kku.edu.sa)

- ✓ يركز على إنشاء القيمة؛ و التي تعتبر منظور إستراتيجي حديث خاصة بعد سلسلة القيمة لبورتر؛
  - ✓ تزايد عمليات النمو الخارجي على المستوى العالمي، و إستراتيجيات التوسع نتيجة الهندسة المالية كأساليب لتعظيم القيمة؛
  - ✓ إشكالية تحديد الهيكل المالي الأمثل التي مازالت محل جدل و بحث؛
  - ✓ صعوبة إيصال المعلومات الإستراتيجية بين المساهمين و الملاك، و بروز نظرية الإشارة؛
  - ✓ التركيز على تحليل آثار القرار التمويلي على قيمة المؤسسة؛
  - ✓ البعد الجزئي و المتمثل في معرفة تأثير القرارات الداخلية بالمؤسسة، و البعد الكلي معرفة محددات أسعار الأسهم؛
- بعد التعريف بأهمية الدراسة، نحاول في هذه النقاط إبراز أهداف الدراسة الأساسية و التي يمكن عرضها في ما يلي :

#### V. أهداف الدراسة : تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف و التي يمكن حصر أهمها في النقاط التالية :

- ✓ الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية (قرار اختيار الهيكل المالي، قرار توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة و من ثمة على أسعار أسهم الدول العربية؛
- ✓ التعمق في طرق التقييم المعتمدة و اختبار إمكانية تطبيقها و الوقوف على النقائص و الصعوبات خاصة في ظل الإصلاحات المحاسبية الوطنية (مشروع المخطط المحاسبي الوطني الجزائري)<sup>10</sup>؛
- ✓ إبراز العوامل ذات التأثير البالغ، و المهم على قيمة المؤسسة قصد اتخاذ القرار الناجع و الفعال في سوق الكويت للأوراق المالية؛ الذي يعتبر أحد أهم الأسواق المالية العربية<sup>11</sup>؛
- ✓ اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف بعد التعريف بأهم الاختبارات القياسية؛
- ✓ اختبار إمكانية تطبيق بعض النماذج في النظرية المالية، و حصر و تحديد المعوقات و الحدود<sup>12</sup>؛
- ✓ محاولة اختبار الوعي الاستثماري للمستثمر العربي (الكويتي) من خلال اختبار المراعاة لمؤشرات المرودية و المخاطرة؛

#### VI. حدود الدراسة :

تتمثل حدود دراسة كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف، في الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة، و المعبر عنها بمؤشر السوق (سعر الإقفال) خلال الفترة الممتدة ما بين **17/06/2001-29/05/2008** أي حوالي **1770** مشاهدة يومية.

أما بخصوص دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح فتم أخذ عينة الدراسة مكونة من **60** شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية؛ موزعة بين كل من القطاع العقاري، الصناعي، الخدمي و الغذائي خلال الفترة الممتدة ما بين **2008/06/01-2006/01/01**، و ذلك بناء على جملة من الاعتبارات منها :

ألا تكون مؤسسة مالية (بنك، شركة تأمين...)

أن لا تكون قامت بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة؛

أن تكون مؤسسة وطنية؛

أن تكون السنة المالية المعتمدة من **N/1/1** إلى **N/12/31**؛

10 إشكالية تقييم الأوراق المالية المهجنة .

11 يحتل سوق الكويت للأوراق المالية المرتبة الثانية بعد السوق المالي السعودي لمزيد من التفصيل أنظر (30/05/2008) [www.AMF.org.ae](http://www.AMF.org.ae)

12 النماذج المعتمدة لتقييم الخيارات و تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات.

أن تكون ملفات البيانات المنشورة عنها من نوع PDF؛  
لم يتم توكيف تداول أسهمها خلال الفترة؛

و يمكن عرض توزيع العينة على القطاعات من خلال الجدول التالي :

الجدول (4-7) : توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات.

| المجموع | الغذائي | الخدمي | الصناعي | العقاري | القطاع                |
|---------|---------|--------|---------|---------|-----------------------|
| 60      | 04      | 31     | 13      | 12      | عدد الشركات في العينة |
| 100     | 07      | 51     | 22      | 20      | النسبة المئوية %      |

المصدر : من إعداد الطالب.

- تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة ما بين 2006/01/01-2008/06/01؛ والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة أثر الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، و تتميز هذه الفترة بـ :
- عدم وجود أزمة مالية خلال الفترة و التي قد تخل بنتائج الدراسة، مثل الأزمة الآسيوية...؛
  - عدم استقرار أسعار النفط و الذي شهد ارتفاعا صاروخيا فاق 140 دولارا نهاية شهر جوان 2008؛
  - تراجع سعر صرف الدولار الأمريكي؛
  - الحروب و عدم الاستقرار خاصة حرب العراق و الأزمة النووية الإيرانية و حرب لبنان؛

أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الأوراق المالية لدولة الكويت، و الذي يعتبر من بين أهم الأسواق المالية العربية من حيث الرسمة، و حجم التداول، و عدد الشركات، و وجود التنظيم، و الاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة، و غيرها من المعايير .

## VII. منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة فيها

تعددت المناهج المعتمدة في دراستنا هذه ، فقد تم انتهاج المنهج الوصفي التحليلي لدراسة القيمة و محدداتها، و المنهج التاريخي في دراسة الكفاءة عند المستوى الضعيف، و في دراسة الحالة تم إتباع المنهج التجريبي أو ما يسمى بالمنهج المتكامل في البحوث التطبيقية.

بالاعتماد على العناصر الواردة بالقوائم المالية و المعدة وفقا للمعايير المحاسبية الدولية IFRS/IAS، تم استخراج، و حساب المتغيرات المحاسبية للدراسة، كما تم الاعتماد على تقارير السوق المالي الكويتي لجمع المعطيات، و المعلومات البورصية. تتمثل متغيرات الدراسة في :

أولا : المتغير التابع (الخارجي) : يتمثل في :

قيمة المؤسسة VE : و تضم أربعة متغيرات و هي :

القيمة السوقية للمؤسسة **VB** : و المعبر عنها بالمتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم خلال السنة الممتدة ما بين

.<sup>13</sup> **01/06/N - 01/06/N+1**

المخاطر الكلية  $\sigma_{VB}$  : تتمثل في الانحراف المعياري لأسعار الأسهم اليومية لكامل السنة،

القيمة الدفترية **VDOC** : تتمثل في القيمة المحاسبية للسهم الواحد ،

حجم التداول **VOL** : يتمثل في المتوسط الحسابي لحجم التداول اليومي لكل مؤسسة،

ثانيا : المتغيرات المستقلة : و هناك متغيران رئيسيان و هما :

♣ الهيكل المالي **DCP** : يضم ثلاثة متغيرات هي :

✓ الديون قصيرة الأجل **DATCP** : تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) إلى الأموال الخاصة (إجمالي حقوق الملكية)،

✓ الديون طويلة الأجل **DLTCP** : تتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل (المطلوبات غير المتداولة) إلى الأموال الخاصة،

✓ إجمالي الديون **DTCP** : تتمثل في نسبة إجمالي الديون (إجمالي المطلوبات) إلى الأموال الخاصة،

♣ سياسة توزيع الأرباح **PD** : تضم أربعة متغيرات هي :

التوزيعات النقدية: تتمثل في نسبة التوزيعات النقدية إلى القيمة الاسمية للسهم و هي بمثابة نسبة مئوية كون القيمة

الاسمية متساوية لجميع المؤسسات و المقدرة بـ **100** دينار كويتي<sup>14</sup> ،

التوزيعات في شكل أسهم مجانية(منحة) : و تتمثل نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الاسمية للسهم،

إعادة شراء الأسهم (أسهم خزينة) : و تتمثل في نسبة الأسهم المعاد شراؤها من رأسمال الشركة،

نسبة الأرباح غير الموزعة (المحتجزة): تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة و الموزعة بنوعيتها،

ثانيا : المتغيرات الثانوية<sup>15</sup> : تتمثل في مجموعة من المتغيرات المؤثرة و المتأثرة في / ب المتغيرات السابقة و هي :

✓ المخاطر النظامية  $\beta$  : هو معامل خط انحدار عائد السهم اليومي **RT** على عائد السوق اليومي  $R_M$  ،

✓ المردودية الاقتصادية **RE** : تتمثل حاصل قسمة نتيجة الاستغلال (الأرباح التشغيلية) على إجمالي الأصول (الموجودات) بعد الضريبة النظرية المعيارية<sup>16</sup> ،

13 تم أخذ هذا التاريخ كون أثر التوزيعات يكون بعد انعقاد الجمعية العامة أين يتم تحديد نسبة التوزيعات و الموافقة عليها، و التي تكون في معظم

الحالات بعد شهر مارس و الإعلان عن التوزيعات يكون بعد الجمعية العامة من عشرة أيام إلى شهرين،

14 لقد تم اعتبار هذه النسبة كونها المعتمدة من جميع المؤسسات و يتم الإعلان عن نسبة توزيع الأرباح بهذه النسبة في سوق الكويت للأوراق المالية.

15 ثانوية بالنسبة لمتغيرات الدراسة و ليس من ناحية التأثير و التأثير، حيث لا يمكن الحكم حتى يثبت ذلك ميدانيا.

16 تم استخدام معدل الضريبة على أرباح الشركات معياري لتفادي أثر الفروقات الجبائية باعتبار معدل الضريبة في العالم %35 .

- ✓ مردودية الأموال الخاصة (العائد على حقوق الملكية) **RCP** : تتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية (صافي الربح) على القيمة الدفترية للأموال الخاصة،
- ✓ حجم المؤسسة **LNAE** : يتمثل في اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول،
- ✓ حجم المؤسسة **DIS** : نسبة السيولة أو النقديات إلى مجموع الأصول.

بعد الحصول على المعطيات من قواعد المعطيات المتعددة؛ و التي شملت المواقع الإلكترونية لسوق الكويت للأوراق المالية، و المواقع الإلكترونية للشركات محل الدراسة، و بعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع كموقع صندوق النقد العربي، و جمعية المحاسبين الكويتيين... . حيث تمت معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **EViews** لتقدير معالم نموذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، و لاختبار المعنوية الإحصائية اعتمدنا على قانون التوزيع الطبيعي، و توزيع كاي تربيع، هذا بخصوص دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، و كذا المتغيرات الثانوية، أما بخصوص دراسة الكفاءة فتم اللجوء لتحليل السلاسل الزمنية، و دراسة الاستقرارية بالاعتماد على **KPSS(1992)**, **ARCH-LM, White** لدراسة الارتباط الذاتي، و ذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي سالف الذكر.

### VIII. تقسيمات البحث :

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى أربعة فصول، ثلاثة منها خصّصت للحانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع، و إعطاء خلفية جيدة عنه. خصص الفصل الرابع لدراسة الحالة، أين تم اختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية.

عنون الفصل الأول بـ ماهية القيمة و التقييم في النظرية المالية المعاصرة، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث؛ الأول تم به عرض مفاهيم أساسية للقيمة، و مؤشرات إنشائها، و منهجي التحليل الفني و الأساسي لتحديدها، أما المبحث الثاني فتم به التعريف بمختلف طرق التقييم الكلاسيكية، و الحديثة المرتكزة على نظرية الخيارات. المبحث الثالث خصص لتأثير مستغيرات المحيطين الداخلي و الخارجي على قيمة المؤسسة.

جاء الفصل الثاني بعنوان الهيكل المالي و النظريات المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة، تم تقسيم هذا الفصل كسابقه إلى ثلاثة مباحث؛ الأول تم فيه التعريف بمختلف مصادر التمويل، و معايير المفاضلة بينها المبحث الثاني خصص لأهم معايير الاختيار، و المتمثلة في تكلفة مصادر التمويل؛ أين تم التركيز على تكلفة رأس المال، و عرض نموذجي توازن الأصول المالية و التسعير بالمراجعة. في المبحث الثالث تم عرض للمقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

الفصل الثالث بعنوان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة (المقاربات النظرية و النماذج الرياضية) هو الآخر مجزأ إلى ثلاث مباحث الأول؛ بعنوان أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح، و الذي تم به ضبط مختلف المفاهيم و الأنواع، أما المبحث الثاني بعنوان المقاربات النظرية المفسرة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة. المبحث الأخير تم به عرض المقاربات النظرية المفسرة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل اختلال فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة .

خصص الفصل الرابع لدراسة الحالة؛ و الذي تم تقسيمه كذلك إلى ثلاث مباحث؛ الأول تم به التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، و أدائه و تطور بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية الكويتية، أما الثاني فتم به اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف بعد تقديم أهم الاختبارات المعتمدة. في المبحث الثالث تم اختبار الفرضيات الرئيسية من خلال بناء نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، و دراسة تأثير المتغيرات الرئيسية (الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح)، و المتغيرات الثانوية (حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية) على قيمة المؤسسة، و تأثيرها ببعضها البعض.

## IX. مرجعية الدراسة

حظي موضوع التقييم و كفاءة الأصول مكانة مرموقة في الآونة الأخيرة في مجال الإدارة المالية ففي فرنسا على سبيل المثال **38.08%** من الأطروحات في فرنسا في مجال مالية المؤسسة و مالية الأسواق في مجال الكفاءة و تقييم الأصول خلال الفترة **2004/2000** هي الـ **17**، و في الجامعة الجزائرية **18** توجد العديد من المذكرات، و الأطروحات في مجال التقييم لكن معظمها انصب على المنظور الذمي، و التقييم لأغراض الخصخصة بسبب التحول الاقتصادي الذي عرفته الجزائر دون التركيز على التقييم من أجل التقييم . من بين الدراسات السابقة في هذا المجال في حدود اطلاع الطالب نجد :

ثانيا : الدراسات السابقة لسياسة توزيع الأرباح

أولا : دراسة حمدي زعرب و صباح شراب 2006 بعنوان : أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة **1997-2005** لمجمل الشركات المدرجة بالبورصة، و توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية من جهة : ربحية السهم الواحد، تاريخ الإعلان عن التوزيعات، توزيعات السهم الواحد، ربحية السهم المحتجزة، و سعر السهم من جهة أخرى، و أن ربحية السهم الواحد تؤثر على سعر السهم و حجم التداول لكن الموزعة في شكل نقدي أكثر تأثيرا ، و ربحية السهم تفوق الأرباح غير العادية للسهم الواحد.

الباحثان لم يتطرقا للمخاطر لا النظامية منها و المعبر عنها بـ **Beta**، و لا غير النظامية التي يلعب الهيكل المالي دورا جوهريا في تحديدها و علاقتها بالقيمة و سياسة توزيع الأرباح.

ثانيا : دراسة عبد الناصر إبراهيم نور 2003 بعنوان : العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية. شملت هذه الدراسة ثلاث قطاعات هي : القطاع الصناعي، و الزراعي، و الخدمي للشركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية، و أظهرت نتائجها أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم و سياسة التوزيع بالاعتماد على معامل ارتباط كاندال. كما خلصت الدراسة إلى أن الأسعار تتحد بمجموعة من العوامل أهمها التوزيعات، و المخاطر النظامية كذلك لها أثر على تلك العلاقة.

اغفل الباحث تماما عن الهيكل المالي، و إعادة شراء الأسهم كسياسة لتوزيع الأرباح، لكن المخاطر النظامية كانت إحدى آفاق الدراسة الواردة ضمن التوصيات.



ثالثا : دراسة **Imed Chkir et Fodil Adjaoud 2004**<sup>19</sup> بعنوان :

### **La politique de dividende des entreprise canadiennes : coûts d agence ou asymétrie d information?**

تمت الدراسة بسوق **TORONTO** بكندا خلال الفترة الممتدة ما بين **1995-2000** لـ **1879** شركة و توصلت النتائج إلى أن الإعلان عن التوزيعات يتبعه عائد غير عادي يختلف معنويا عن الصفر، و هو ذو تأثير إيجابي في حالة الإعلان عن الرفع في التوزيعات، و سلبى في حالة التخفيض في التوزيعات، و هذا العائد بلغ الأهمية في حالة المؤسسات صغيرة الحجم و التي تتميز بنسبة مرتفعة للملكية لمسيرين. الباحثان لم يشيرا للهيكل المالي بالرغم من علاقته الكبيرة بنظريتي الوكالة و الإشارة.

رابعا : دراسة **هندي محمد كمال إبراهيم 2000**<sup>20</sup> بعنوان : العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية؛ أثبتت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير جميع المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، متوسط القيمة السوقية، قيام المؤسسة بالاقتراض، توزيعات السهم، ربحية السهم، مشاركة صناديق الاستثمار، شكل الملكية، نوع الاكتتاب) على المتغير التابع، حيث لم يكن لها تفسير على معامل الاختلاف على سيولة السهم و ذلك عند مستويات الثقة المتعارف عليه.

خامسا : دراسة **يوسف محمد محمود 1994**<sup>21</sup> بعنوان : العائد المحاسبي و المحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات، أجريت الدراسة على عينة من مؤسسات المساهمة الكويتية، و توصلت إلى عدم وجود أي تأثير لحجم المؤسسة على طبيعة العلاقة بين التوزيعات و العوائد السوقية للأسهم، و هذه العلاقة تتأثر بشكل واضح في حالة المؤسسات الفاشلة أكثر مما هي عليه في المؤسسات الناجحة. و هي نتيجة مناقضة لنتائج دراسة عبد العزيز و المقصيد **2001** حيث اختبرت هذه الدراسة أثر توزيع الأرباح في شكل نقدي أو في شكل أسهم مجانية على أسعار و حجم و قيم التداول بالسوق المالية الكويتية خلال الفترة **1997-2001** توصلت إلى أن هناك علاقة قوية و واضحة بين توزيعات الأرباح النقدية و غير النقدية كل على حد ، و أن تأثير النوع الأخير له تأثير أكبر من التوزيعات النقدية على أسعار و حجم و قيم التداول.

سادسا : دراسة **عبد الله عبد القادر 1994**<sup>22</sup> بعنوان : العوامل المحددة لأسعار أسهم مؤسسات المساهمة في المملكة العربية السعودية خلال الفترة الممتدة ما بين **1987-1991**؛ استهدفت اختبار القدرة التفسيرية لثمانية متغيرات مستقلة للتغير في القيمة السوقية للأسهم، و توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تتأثر بربحية السهم، مردودية الأموال الخاصة، و المؤشر العام للأسهم، المساهمة الحكومية في ملكية المؤسسة، و المتغيرات الباقية منها التوزيعات لا تعد من محددات أسعار الأسهم. هذا على مستوى بعض الدول العربية أما على مستوى غير ذلك فنوجز أهم هذه الدراسات و هي :

<sup>19</sup> Imed Chkir et Fodil Adjaoud, **La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information?** cahiers de recherche, Université d'Ottawa Canada, 2004 15/06/2008 [www.u-cergy.fr/AFFI\\_2004/IMG/pdf/ADJAOU.pdf](http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/ADJAOU.pdf)

20 حمدي زعرب، صباح شراب، مرجع سابق.

21 عبد الناصر إبراهيم نور، مرجع سابق.

22 نفس المرجع السابق.

**سابعا : دراسة 2000 Frédéric ROMON** <sup>23</sup> بعنوان : **La politique de dividende de société familiales cotées** بحثت هذه الدراسة محددات سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسات العائلية الفرنسية المسعرة بالبورصة، شملت هذه الدراسة 106 مؤسسة عائلية ذات طابع صناعي و تجاري من عينة مؤشر **SBF 250** خلال الفترة 1989-1993 و توصلت إلى أن الإعلان عن التوزيعات ذو تأثير ذو معنوية على أسعار الأسهم.

**ثامنا: دراسة 1997 Dhatt, et al** <sup>24</sup> : تمت هذه الدراسة على مستوى السوق اليابانية؛ بهدف معرفة العلاقة بين أسعار الأسهم و بين الإعلان عن توزيعات الأرباح، و تم التوصل إلى أن هناك علاقة طردية بين أسعار الأسهم، و بين الإعلان توزيع الأرباح النقدية و أن الأسعار ترتفع بشكل ملحوظ عن تاريخ الإعلان عن التوزيعات.

### **X. صعوبات البحث :** لقيت عملية إنجاز هذا جملة من المصاعب على رأسها :

- المفارقات الموجودة بين دول المشرق العربي ودول المغرب العربي خاصة من ناحية التوجه الإيديولوجي ففي الكويت هناك ميول للمدرسة الأنكلوساكسونية، و في دول المغرب ميول للمدرسة الفرونكوفونية، و هذا راجع بطبيعة الحال لطبيعة المستعمر، مما يستدعي جهد كبير، و أخذ الحيلة و الحذر لتجاوز هذه المفارقات.
- صعوبة التنقل لبورصة الكويت لإجراء زيارة ميدانية لظروف خاصة، و للظروف السياسية السائدة في المنطقة خاصة بعد احتلال العراق.
- عدم وجود معنوية إحصائية لمعدل المردودية بدون مخاطرة عند بناء نموذج **MEDAF**.
- الاختلافات المحاسبية بين الدول، فالقوائم المالية في الكويت معدة وفقا للمعايير المحاسبية الدولية مما يستدعي الإلمام الجيد من أجل التحليل و اتخاذ القرار الناجح، بالإضافة لصعوبة الحصول عن المعلومة.
- صعوبة تطبيق نموذج **B.S 1976** لتقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات.

23 Frédéric ROMON, **La politique de dividende de sociétés familiales cotées : une synthèse d'études de cas** a Université de lille2, 10/04/2008 <http://www2.univ-lille2.fr/pasfi51/>

24 حمدي زعرب، صباح شراب، مرجع سابق.

**الفصل الأول : ماهية القيمة  
و التقييم في النظرية المالية  
المعاصرة**

## تمهيد

شهد العالم في الآونة الأخيرة تطورات كبيرة خاصة مع انتشار شبكة المعلوماتية التي أدت إلى تطور الأسواق المالية و ارتباطها و حرية انتقال رؤوس الأموال خاصة في ظل اتفاقيات المنظمة العالمية للتجارة OMC، و الانتقال من اقتصاديات الاستدانة لاقتصاديات رأس المال، الأمر الذي فتح أمام المؤسسات بدائل للتمويل فزيادة البدائل المتاحة يزيد القرار تعقيدا.

كان هدف المسير المالي في السابق هو تعظيم الربح دون مراعاة القيمة الزمنية للنقود في ظل مقولة دينار اليوم خير من دينار الغد، و بعد ذلك انتقل الهدف إلى تعظيم ثروة الملاك دون مراعاة تضارب المصالح بين المسيرين و المساهمين و درجة المخاطرة. يتمثل الهدف الحديث للمسير المالي في تعظيم قيمة المؤسسة و الذي يتم تحقيقه من خلال تعظيم القيمة المضافة السوقية (MVA)، و التي هي تابعة لطبيعة السوق، أو عن طريق تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA). من هذا المنطلق بات من الضروري التعريف بهذا الهدف الحديث، مؤشرات تحقيقه، و طرق قياسه و تحديده، و العوامل المؤثرة فيه.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بالقيمة و مؤشرات إنشائها، و منهجي التحليل الأساسي و الفني في المبحث الأول. في المبحث الثاني و المعنون بـ ماهية تقييم المؤسسات و الأوراق المالية في النظرية المالية المعاصرة كان الهدف تحديد دوافع و خطوات عمل المقيم، و طرق التقييم الكلاسيكية و التقييم من منظور نظرية الخيارات. في المبحث الثالث تم عرض تأثير متغيرات المحيط الخارجي المتمثلة في المتغيرات الاقتصادية الكلية، و متغيرات المحيط الداخلي المتمثلة أساسا في ميكانيزمات الحوكمة، النمو الخارجي، التسعير و التسعير المتعدد، و عوامل أخرى.

## المبحث الأول : ماهية القيمة في النظرية المالية المعاصرة

تعتبر عملية ضبط و تحديد المصطلحات خطوة بالغة الأهمية في مجال عمل المحلل المالي، فقبل التطرق لموضوع التقييم تم تخصيص المطلب الأول من هذا المبحث للمفاهيم الأساسية للقيمة و التفرقة بينها و بين السعر و التكلفة، أما على مستوى المطلب الثاني سوف يتم عرض أهم مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى الأوراق المالية و المحافظ، المطلب الثالث خصص لمنهجي التحليل الأساسي و الفني كمدخلين لقياس و تحديد قيمة الورقة المالية.

### المطلب الأول : مفاهيم أساسية للقيمة

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة و غير الواضحة كون كل واحد يجدد المفهوم من الزاوية التي ينظر إليها<sup>25</sup>، حيث يصبح التقييم أكثر تعقيدا. يهدف هذا المطلب إلى تحديد المفاهيم الأساسية للقيمة و التفرقة بينها و بين السعر و التكلفة. في هذا المطلب سوف نعرض المفاهيم العشرة للقيمة، و الفرق بينها و بين السعر و التكلفة في النقطة الأولى، ثم إلى العلاقة بين المفاهيم المختلفة للقيمة في النقطة الثانية، أما في النقطة الثالثة فيتم عرض محددات القيمة.

#### أولا : المفاهيم العشرة للقيمة<sup>26</sup>

القيمة لغة هي ما يقدر به الشيء، فقيمة الشيء هي قدره، وقيمة المتاع هي ثمنه. أما اصطلاحا فلها مفاهيم متعددة نوجز أهم عشرة منها و هي :

**1- القيمة السوقية العادلة :** قدمت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) في المعيار الثالث الخاص بتقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية و الحسابات المرتبطة بها تعريفا كما يلي :

"The estimated amount for which an asset should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in a arms length transaction after proper marketing where in the parties had each acted knowledgeably, prudently, and without compulsion".

تبدو القيمة من التعريف أعلاه أنها مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر و بائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، و في ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية و لهما مطلق الحرية و بدون وجود إكراه على إتمام الصفقة<sup>27</sup>.

**2- القيمة الاستثمارية :** هي عبارة عن قيمة المنافع الاقتصادية المستقبلية النابعة من أصل ما لشخص ما، يعتبر هذا المفهوم من بين الأنواع المألوفة لدى المهنيين العاملين في مجال الاندماج و التملك. حيث نجد أن المعيار المحاسبي الدولي الأول IAS 01 يشترط لتسجيل الأصول الحصول على مزايا اقتصادية مستقبلية. ما يعاب على هذا النوع أنه يتميز بصفة الذاتية و للأسباب التالية :

<sup>25</sup> فعلى سبيل المثال الفيزيوقراط اعتبروا أن مقياسها هو الأرض أما الكلاسيك فردوه إلى العمل بينما النيوكلاسيك (الحديون) رأوا أن المنفعة هي المحدد الأول للقيمة، و لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع لـ سويسسي هوارى و كمامسي محمد الأمين، إشكالية تقييم المؤسسات - مع الإشارة

إلى حالة الجزائر - الملتقى الوطني الأول حول إشكالية تقييم المؤسسات بجامعة سكيكدة، سبتمبر، 2005.

26 طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص12.

27 نفس المرجع السابق، ص 28.

- فرص إنشاء القيمة المتصورة؛

- رغبة الحائز في دخول سوق جديد؛

- مدى إدراك المخاطرة؛

- الوضع الضريبي للحائز؛

- درجة التفاؤل؛

تصبح القيمتان السابقتان متطابقتين في ظل تحقق HME، أين يكون المتعاملون لهم نفس التوقعات و نفس المعلومات، و على رشادة تامة.

**3- القيمة الاستعمالية و التبادلية :** القيمة الاستعمالية هي قيمة أصل كجزء من مؤسسة عاملة، و تتأثر كثيرا باستخدامها، حيث في العادة يفترض أنها بلغت ذروة الاستعمال. أما القيمة التبادلية فترتبط بقيمة الأصل(حتى و لو كان مستعملا) بغض النظر عن المؤسسة التي كان بها (كيان تشغيلي). في العادة تكون القيمة التبادلية أكبر من الاستعمالية في مؤسسة مستمرة فمثلا أجهزة حاسوب في أحد فروع المؤسسة ما تكون قيمتها أقل لو بيعت منفصلة عما لو بيعت كجزء من الفرع بأكمله<sup>28</sup>.

**4- قيمة شهرة المحل :** هي مجموع الصفات غير قابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة دون غيرها، و هي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء و تشجيعهم لأي سبب من الأسباب<sup>29</sup>.

**5- قيمة المؤسسة المستمرة :** تعني هذه القيمة قيمة المؤسسة باعتبارها مستمرة النشاط و تعني وجود شهرة المحل أو قيمة معنوية بالإضافة لقيمة العناصر المادية.

**6- القيمة الدفترية :** تعتبر هذه القيمة مفهوم محاسبي ضريبي و ليس مفهوم تقييمي أو اقتصادي و هي الأكثر تضليلا في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوصا منها الاهتلاك المتراكم.

**7- قيمة التصفية :** هذه القيمة لا تعتبر نوعا مستقلا و إنما طرفا معينا؛ و هي ذلك المبلغ الصافي المحقق في حالة وضع حد لنشاط المؤسسة و بيع أصولها كل على حدة و الوفاء بالتزاماتها، هذه التصفية تكون إجبارية أو منظمة ففي الحالة الأخيرة يكون الوقت المتاح أطول مما يجعل القيمة أكبر و تسمى بالقيمة المصفاة.

**8- القيمة القابلة للتأمين :** هي عبارة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما و التي يتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة وقوع الخسارة.

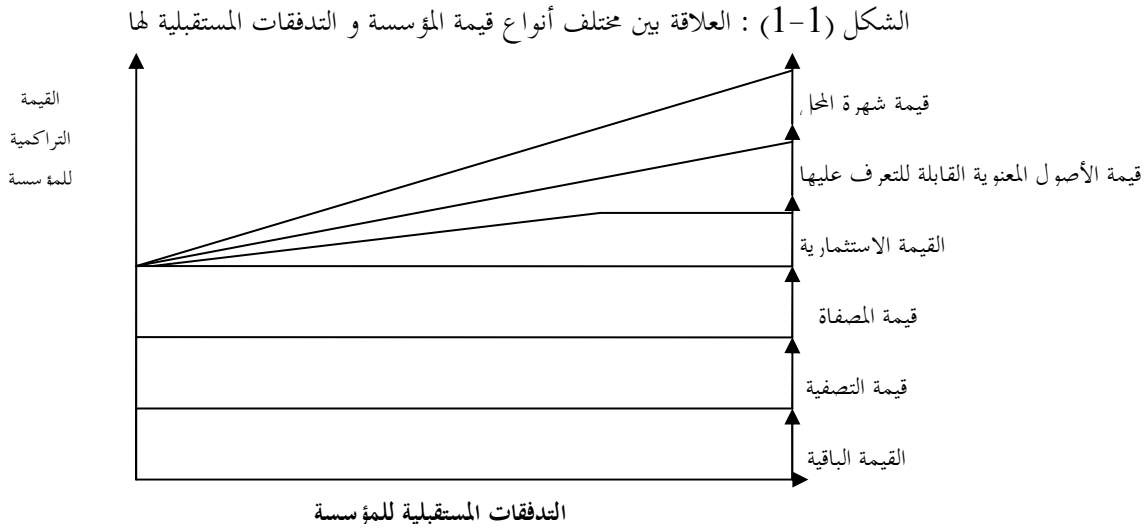
**9- قيمة الإحلال :** هي قيمة أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين.

28 نفس المرجع السابق، ص15.

29 نفس المكان.

**10- القيمة الباقية :** تمثل مبلغ ممكن تحقيقه جراء التنازل عن أصل أصبح عديم الفائدة و تم إقرار إخراجه من الميزانية. يبدو مما سبق أن القيمة تختلف عن السعر الذي هو عبارة عن المبلغ المدفوع للحصول أصل ما في سوق ما، و عن التكلفة التي هي عبارة عن قيمة عوامل الإنتاج الضرورية للحصول على أصل معين.

**ثانيا : العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة و التدفقات المستقبلية لها :** بعد عرض بعض التعاريف، و المفاهيم الخاصة بالقيمة يبقى التساؤل مطروحا حول العلاقة بين هذه الأنواع فيما بينها و مع التدفقات المستقبلية للمؤسسة و هو ما يبرزه الشكل التالي :



المصدر (بتصرف) : طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، مرجع سابق، ص 23.

يبدو من الشكل أن القيمة الباقية هي أدنى قيمة للمؤسسة كونها تعبر عن قيمة الأصول كخردة، و هي في استقلالية تامة عن التدفقات المتوقعة. أما قيمة التصفية فهي كذلك مستقلة عن التدفقات المستقبلية للمؤسسة و أحسن من القيمة الباقية و اقل من القيمة المصفاة بسبب أن هذه الأخيرة ذات وقت أطول في المدة الممنوحة للتصفية.

القيمة الاستثمارية دالة متزايدة في التدفقات المستقبلية حتى تتساوى مع القيمة الاحلالية، عندما يكون التدفق المستقبلي معدوما تكون القيمة الاستثمارية مساوية للقيمة المصفاة، لكن مع زيادة النجاح المعبر عنه هنا بزيادة التدفقات المستقبلية تزداد أهمية الأصول المادية؛ و نتيجة لذلك تفوق القيمة الاستثمارية قيمة التصفية المنظمة (المصفاة). قيمة شهرة الحيا مساوية لكل من القيمتين السابقتين في حالة انعدام التدفقات المستقبلية، و هي في زيادة مع زيادة التدفقات المتوقعة كونها تتمثل في الفرق بين القيمة الكلية للمؤسسة و قيمة الأصول المادية و المعنوية.

يبدو كذلك من الشكل أن التدفقات المستقبلية هي المحدد الرئيس لقيمة المؤسسة، بالرغم من أهمية هذا العنصر في تحديد القيمة إلا انه ليس هو الوحيد بل توجد عوامل أخرى تتمثل في محددات القيمة<sup>30</sup>.

### ثالثا : محددات القيمة

- البيئة الاقتصادية الكلية<sup>31</sup>؛
- الاستخدام المحتمل للأصل (للأصول)، حالته المادية، و درجة مخاطرته؛

30 نفس المرجع السابق، ص 11. (هذه عوامل على سبيل الذكر لا الحصر بل توجد عناصر أخرى).  
31 سوف نعالج تأثير هذه المتغيرات واحد بواحد على قيمة المؤسسة، و التي سميت بمتغيرات المحيط الخارجي.

- توقيت تقدير القيمة و موقع أو مكان تواجد الأصل؛
- سيولة و كفاءته السوق الخاص بالأصل؛
- الندرة النسبية و البدائل المتاحة؛
- مدى أو درجة تركيز .

### المطلب الثاني : مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء

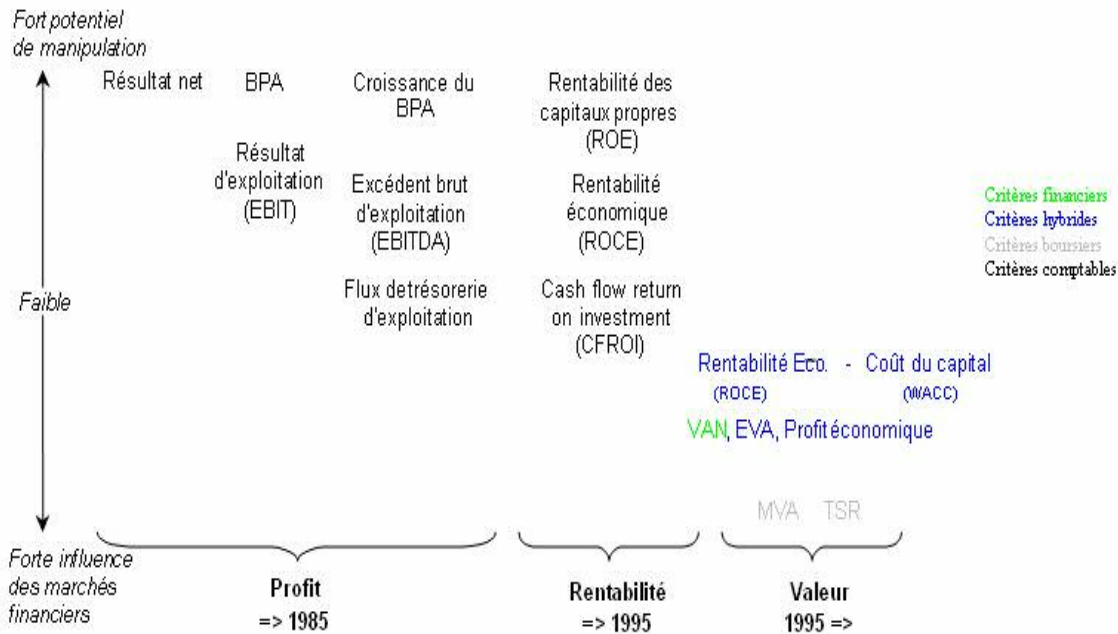
تعتبر المؤسسة من المنظور النظامي مجموعة من الأنظمة الفرعية (sous-système) نظام تسويقي، نظام إنتاجي، نظام مالي، نظام محاسبي... ، هذا الأخير هو بنك للمعلومات أو للمعطيات تتمثل مخرجاته أساسا في القوائم المالية، و هي بمثابة المادة الأولية لعمل المحلل المالي أو المقيّم.

لقيام بعملية التحليل و التقييم لابد من تحليل القوائم المالية مع الأخذ في الحسبان معلومات أخرى (كلية، جزئية، مالية اقتصادية، ظاهرة، كامنة...)، للحكم على الوضعية المالية و الأداء المالي للمؤسسة أو المحفظة محل التقييم بنجاعة و فعالية و ذلك بالاعتماد على مجموعة من أدوات متمثلة أساسا في مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء و هي :

### أولا : مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء للمؤسسات و الأوراق المالية<sup>32</sup>

لقياس إنشاء القيمة على مستوى المؤسسات و الأوراق المالية هناك العديد من المؤشرات تختلف بحسب طبيعة مكوناتها حيث نجد مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مالية، مهجنة، بورصية. عرفت هذه المؤشرات تطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة و يمكن إبراز ذلك من خلال الشكل الموالي :

الشكل (1-2) : تطور مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء المالي.



Source: Pierre VERNIMEN, **Finance d'entreprise**, DALLOZ, Paris, 6ème édition, 2005, P625.

32 تستخدم بعض هذه المؤشرات كأداة لقياس مدى تأثير الحوافز المادية على أداء المسيرين، و بالرغم من الانتقادات الموجهة لهذا النوع من الحوافز كأسلوب للتخفيف من صراع الوكالة.



## 1- المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية

استخدمت هذه المؤشرات من قبل منتصف الثمانينيات، حيث تتمثل هذه المؤشرات أساسا في النتيجة الصافية، ربحية السهم الواحد، الفائض الإجمالي للاستغلال، نتيجة الاستغلال، تدفقات خزينة الاستغلال، و الأموال الخاصة للسهم الواحد CPPA، حيث أخذت كقيم مطلقة دون الأخذ بمبدأ النسبية الذي نادى به ريكاردو منذ زمن بعيد، مما أدى إلى ظهور جيل آخر تمثل أساسا في المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، أثر الرافعة، و تتمثل أهم هذه المؤشرات في :

### 1-1 ربحية السهم الواحد (BPA/EPS)<sup>33</sup> :

يتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، و له أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه<sup>34</sup>، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم؛ لكن هناك اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS حدد المعيار المحاسبي الدولي (IFRS 33) مفهوم و كيفية حساب هذا المؤشر، حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، و الآثار المترتبة عن إصدارها من جهة، و حسابه لنشاط الاستغلال و للنشاط الإجمالي من جهة أخرى. كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة، و غير المسعرة الإعلان عن ربحية السهم<sup>35</sup>.

### 2-1 معدلات المردودية (ROCE, ROE) :

تمثل المردوديات الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية حيث أنها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية؛ و ذلك بقسمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة. أما المردودية الاقتصادية فهي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأصل الاقتصادي، و المردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة. تستخدم المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك و شركات التأمين... .

### 3-1 التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI) :

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأصل اقتصادي بقيمه الإجمالية بالعلاقة التالية :

$$CFROI = \frac{EBE}{I_{BRUIT} + BFR} \dots(1-1)$$

يستخدم هذا المؤشر عادة بالقطاعات التي بها اهتلاكات و مؤونات لا تترجم بالضرورة التدني الفعلي للأصول، مثل قطاع الفنادق<sup>36</sup>.

33 Benefice par action(BPA) ou Earning Per Share(EPS).

34 انظر الجدول (1-1) ص11.

35 PHILIPPE Tourron et HUBERT Tondeur, Comptabilité EN IFRS, Edition d'organisation, Paris, 2004, P 391.

36 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P635.

#### 1-4 الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPA<sup>37</sup>) :

- يعطي هذا المؤشر صورة عن ذمة المساهم؛ يسمى بالإنجليزية (Price to Book Ratio)، و استخدامه يشبه إلى حد كبير استخدام مضاعف السعر إلى العائد (PER) و له حالتان :
- مؤشر CPA أكبر من الواحد؛ يعني المرودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المرودية المفروضة هناك إنشاء للقيمة .
  - المؤشر أقل من الواحد دليل على أن المرودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المرودية المفروضة<sup>38</sup> .

#### 2- المؤشرات ذات الطبيعة المالية

يترجم هذا المؤشر عملية إنشاء/تدمير القيمة الناتج عن استخدام الموارد المالية بالمؤسسة، و ذلك عن طريق حساب الفرق بين قيمة الأصل الاقتصادي المتمثلة في التدفقات المستقبلية المستحقة بتكلفة التمويل و القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي.

#### 2-1 القيمة الحالية الصافية (VAN)

يعتبر مؤشر القيمة الحالية الصافية (VAN) المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية كونه يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود (الاستحداث)، بالإضافة إلى البعد التوقعي الخارجي، ضف إلى ذلك معدل الاستحداث المتمثل في تكلفة التمويل و التي يصعب تحديدها عند الاعتماد على الأوراق المالية المهجنة<sup>39</sup> في التمويل<sup>40</sup> .

#### 3- المؤشرات ذات الطبيعة المهجنة (محاسبية/مالية)

بعدها تم عرض المؤشرات المحاسبية في البداية ثم التطرق للمؤشرات المالية، نحاول في هذه الخطوة تناول بعض المؤشرات التي جمعت بين النوعين السابقين، و المتمثلة أساسا في القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) و معدل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)<sup>41</sup> .

#### 3-1 القيمة المضافة الاقتصادية أو الربح الاقتصادي (EVA/PE) :

تتمثل في الفرق بين تكلفة الأموال و المرودية الاقتصادية مضروبا في الأصل الاقتصادي، حيث تقيس مدى إنشاء/تدمير القيمة من طرف المؤسسة خلال دورة واحدة، كما أنها تأخذ في الحسبان تكلفة الاستدانة و تكلفة الأموال الخاصة و يحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية:

$$EVA = AE \cdot (Re - K) \dots \dots (1 - 2)$$

المؤشر المالي سالف الذكر ما هو في الحقيقة إلا استحداث لهذا المؤشر؛ حيث نكتب :

$$VAN = \sum_{i=1}^{i=N} \frac{EVA}{(1 + K)^i} \dots \dots (1 - 3)$$

37 Capitaux propre par action

38 Idem.

39 مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، المشتقات المالية... والخيارات التي يتم تناول كيفية تقييمها في المطلب الثالث من هذا المبحث.

40 Ibid, P628.

41 الفرق بينه و بين سابقه الاستحداث فالأول ساكن وهذا ديناميكي (يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود).

- ينصح عند حساب هذا المؤشر القيام بمجموعة من التعديلات على بعض الحسابات بالقوائم؛ و ذلك من أجل إعطاء قراءة اقتصادية لعناصر الميزانية و تتمثل أساسا في<sup>42</sup> :
- الحسائر الاستثنائية للسنوات السابقة لا بد من إعادة معالجتها و إضافتها للأصل الاقتصادي.
  - فائض القيمة (goodwill) لا بد من إرجاعه في شكله الخام و تصحيح التدهور للاهتلاك المتراكم، و كذلك (badwill) لا بد من معالجته.
  - معالجة المؤونات الخاصة بالضريبة المؤجلة، و الاهتلاكات مع التدهور الفعلي للاستثمارات، و تكلفة الأموال المجددة في المخزونات مع تكلفة الفرصة البديلة في توظيف الأموال.

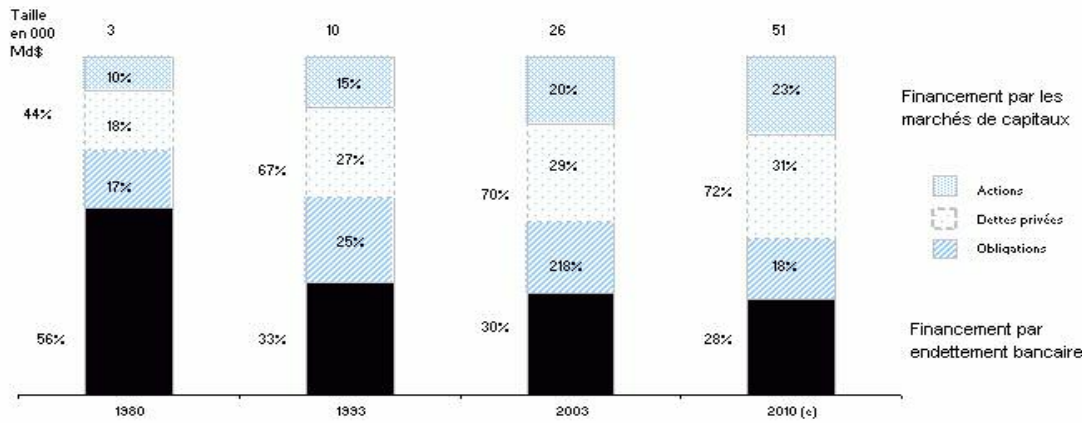
### 2-3 معدل التدفق النقدي العائد من الاستثمار (CFROI) :

يعتبر هذا المؤشر بمثابة معدل المدودية الداخلي<sup>43</sup> (TRI) للاستثمارات المتواجدة بالمؤسسة، حيث يساوي هذا المعدل بين قيمة الأصل الإجمالية (قبل الاهتلاكات و المؤونات و تصحيحات التضخم) و سلسلة من فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على مدى حياة الأصل الاقتصادي<sup>44</sup>، يتم في الأخير مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال (K) أين نميز حالتين :

- مؤشر CFROI أكبر من تكلفة التمويل؛ دليل على أن هناك إنشاء للقيمة.
- المؤشر أقل من تكلفة التمويل؛ يوجد هناك تدمير للقيمة .

شهدت عملية التمويل عن طريق اللجوء إلى الأسواق المال بعد منتصف التسعينيات نموا كبيرا؛ حيث تجاوزت هذه النسبة 65% خلال الفترة 1993-2003 في المنطقة الأوروبية و الشكل الموالي يعرض هذا تطور :

الشكل (1-3) يبين التمويل بواسطة الأسواق المالية و التمويل البنكي في المنطقة الأوروبية ما بعد 1980



SOURCE: Pierre VERNIMEN, Op.cit, P 346.

يتضح من الشكل السابق، و الذي يبين نتائج دراسة MCKINSEY<sup>45</sup> أن نسبة التمويل بواسطة الديون البنكية في تراجع بنسبة تتدهور فاقت 41% ما بين 1993-1980 و بأكثر من 9% ما بين 2003-1993، و بالمقابل زيادة في نسبة

42 Ibid, PP 629-630.

43 يتعلق بالاستثمارات العينية أو الحقيقية، يقابله غي الاستثمارات المالية (TRA).

44 Idem.

45 معهد دراسات إستراتيجية — USA

التمويل عن طريق الأسهم بمعدل نمو بلغ 50%، خلال الفترتين السابقتين على التوالي وهو ما أدى إلى بروز مؤشرات ذات طبيعة بورصية .

#### 4- المؤشرات ذات الطبيعة البورصية

دفع هذا النمو المتزايد لنسبة التمويل عن طريق الأسهم إلى البحث عن مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى الأسواق المالية و هي :

#### 1-4 القيمة المضافة السوقية (MVA) :

يتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة بالبورصة، حيث يمكن اعتبار المؤسسة منشئة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي ( الرسملة البورصية مضافا إليها قيمة الاستدانة الصافية ) و بين القيمة المحاسبية له موجب تماما. يتم في معظم الحالات افتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية و المبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، أين تصبح القيمة المضافة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسملة البورصية و المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة<sup>46</sup>؛ تحسب بالعلاقة التالية :

$$MVA = CB - MCCP \dots\dots( 1 - 4)$$

حيث :

CB : الرسملة البورصية.

MCCP : المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة.

MVA : القيمة المضافة السوقية.

لتفادي فرض المساواة بين القيمة و المبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية؛ يتم عادة استحداث القيمة المضافة السوقية بتكلفة رأس المال، و ذلك بالعلاقة التالية :

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + K)^i} \dots\dots( 1 - 5)$$

#### 2-4 عائد المساهم الكلي (Total Shareholder return) TSR :

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي و الحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات أي تكون الأسعار متذبذبة كثيرا حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر<sup>47</sup>. تم تطبيق هذا المؤشر من طرف BCG (Boston Consulting Group)، حيث يكمن الفرق بينه و بين TRA، أنه يعتمد على الأداء التاريخي بعد عملية الاستثمار على عكس TRI الذي يعتمد على المردودية و تدفقات الخزينة المتوقعة مستقبلا<sup>48</sup>. يتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقية مضافا للتوزيعات منسوبة إلى السعر، و هو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض و لإعطائه<sup>49</sup> معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5-10 سنوات كمتوسط حسابي، حيث يخفض التغيرات السعرية الشاردة و يحسب بالعلاقة التالية :

46 Ibid, P631.

47 Ibid, P632.

48 لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

LITOLFF Laurent, VALLEE Rodolphe, **Conservatoire National des Arts et Métiers**, Mémoire DESS Finance d'entreprise, Octobre 2004, disponible sur [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net).

49 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P632.

$$TSR = \frac{(P_0 + D - P_1)}{P_0} \dots\dots\dots( 1 - 6)$$

بعدها تم التطرق لمؤشرات إنشاء القيمة بمختلف أنواعها المحاسبية، المالية، المهجنة و البورصية الخاصة بالمؤسسات و الأوراق المالية و تطورها التاريخي؛ يبقى الإشكال المطروح حول تقييم مؤشرات التقييم، حيث نعرض الجدول الموالي الذي يمثل بدوره تقييما لهذه المؤشرات أين تم حصر نقاط القوة و الضعف لكل مؤشر .

الجدول(1-1) : نقاط القوة و الضعف لكل مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة

| المؤشر  | نقاط القوة   | نقاط الضعف   |
|---------|--|--|
| MVA     | <ul style="list-style-type: none"> <li>— يقيس إنشاء القيمة التراكم و ليس السنوي</li> <li>— البساطة و سهولة الحساب</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>— مشكل كفاءة السوق المالي</li> <li>— لا يمكن تطبيقه بالمؤسسات غير المسعرة</li> </ul>  |
| EVA/PE  | <ul style="list-style-type: none"> <li>— لا يتأثر بتذبذبات الأسعار</li> <li>— يمكن استعماله للمؤسسات غير المسعرة</li> <li>— التركيز على دورة الاستغلال و استبعاد الدورات الأخرى</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>— يصعب تحديد K عند استخدام الأوراق المالية المهجنة</li> <li>— لا يأخذ في الحسبان المصاريف المالية و الاهتلاكات</li> <li>— ساكن كونه يخص دورة واحدة</li> </ul> |
| TSR     | <ul style="list-style-type: none"> <li>— الاعتماد على المدى الطويل و قياس الأداء التاريخي</li> <li>— التعبير عن مردودية المساهمين</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>— يتأثر بالتغيرات السعرية</li> <li>— اعتماد على أسعار خلال من فترة قصيرة</li> </ul>   |
| VAN/NPV | <ul style="list-style-type: none"> <li>— الأخذ في الحسبان التوقعات المستقبلية و تكلفة الأموال</li> <li>— اعتماده على التحيين اعتبار القيمة الزمنية للنقود</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>— صعوبة الاستخدام من طرف المحلل الخارجي</li> </ul>  |
| BPA/EPS | <ul style="list-style-type: none"> <li>— بساطة و سهولة الحساب</li> <li>— يسمح بحساب المضاعف PER</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>— إهمال جانب المخاطرة</li> <li>— عدم مراعاة الأموال المستثمرة و تكلفتها</li> <li>— يشمل كل الدورات خاصة الاستثنائية</li> </ul>                                |
| Re, Rcp | <ul style="list-style-type: none"> <li>— سهولة الحساب</li> <li>— يسمح بحساب أثر الرفع المالي</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>— محاسبي، و لا يراعي البعد المالي و لا السوقية</li> <li>— ساكن.</li> </ul>  |

المصدر : من إعداد الطالب

بعد عرض مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى المؤسسات و الأوراق المالية، و تقييمها نحاول هذه المرة تسليط الضوء على مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم أداء المحافظ المالية و التي هي عبارة عن توليفات من الأوراق المالية.

## ثانيا : مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم أداء المحافظ المالية

لقياس مدى إنشاء المحافظ المالية للقيمة هناك أسلوبان، أسلوب بسيط يركز على العائد فقط، و أسلوب آخر يأخذ في الحسبان الثنائية عائد/مخاطرة ؛ و الذي يجوي ثلاث مؤشرات JENSENS ،TREYNORS ،SHARPES.

### 1- المؤشرات المرتكزة على العائد :

نقول حسب هذا النوع أن هناك إنشاء للقيمة إذا كانت القيمة السوقية للمحفظة المالية ذات معدل نمو موجب تماما،

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \dots\dots (1 - 7) \quad \text{و يتم حساب هذا المؤشر كما يلي :}$$

ما يعاب على هذا المؤشر أن لا يأخذ في الحسبان التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات و الضرائب المفروضة على فائض القيمة، هذا من جهة و من جهة أخرى مشكل كفاءة السوق المالي. يقضي التمعن الجيد في هذا المؤشر بعدم وجود اختلاف بينه و بين مؤشر (MVA) سالف الذكر، و نتيجة لهذه النقائص أُستحدث مؤشر آخر و هو :

$$E(R) = \frac{P_1 + D - P_0}{P_0} \dots\dots (1 - 8)$$

لتفادي تأثير الارتفاع الشاذ للأسعار ينصح باستخدام المتوسط الهندسي؛ بالرغم من تجاوز نقائص الأول يبقى المؤشران بسيطان بسبب عدم الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة، و هو ما تضمنه الجيل الثاني من هذه المؤشرات.

### 2- المؤشرات المرتكزة على العائد و المخاطرة :

تحت هذا النوع هناك ثلاث مؤشرات و هي مؤشر SHARPES و مؤشر TREYNORS، و مؤشر JENSENS<sup>50</sup>.

#### 1-2 مؤشر SHARPES

يعتمد هذا المؤشر على قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري  $\sigma$ ، بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة كلية و يحسب بالعلاقة التالية :

$$I_{SH} = \frac{E(R_P) - E(R_{SR})}{\sigma_{R_P}} \dots\dots (1-9)$$

تختلف الأوراق المالية من ناحية درجة المخاطرة و المعبر عنها بـ  $\sigma$  ، لذلك لا بد من استخدام هذا المؤشر بحذر حيث يشترط تجانس الأنواع للأوراق المالية للحكم بشكل صحيح و منه القرار الناجع؛ ما يعاب على Ish أنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس المخاطر و بالرغم من أن بناء المحفظة مبني على مبدأ التنوع مما يعني أنه لا وجود للمخاطر غير النظامية (الخاصة)، لتبقى المخاطر النظامية و التي تقاس بالمعامل  $\beta$  و هو ما قام به TREYNORS لحساب مؤشره.

50 محمد صالح الختاوي، نبال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الإسكندرية : الدار الجامعية، 2004/2003، ص 225.

## 2-2 مؤشر TREYNORS

يعتمد هذا المؤشر على قياس المخاطر المنتظمة للمحفظة باستخدام المعامل  $\beta$ ، بحيث يقيس المردودية الإضافية التي تحققها المحفظة نتيجة كل وحدة مخاطرة نظامية باعتبار أنه لا وجود للمخاطر غير المنتظمة بسبب التنويع الجيد للمحفظة المالية،

$$I_{TR} = \frac{E(R_P) - E(R_{SR})}{\beta} \dots\dots(1-10) \quad \text{حيث يتم حسابه بالعلاقة التالية :}$$

## 3-2 مؤشر JENSENS

اعتمد المؤشران السابقان على الفرق بين مردودية المحفظة و مردودية الأصل بدون مخاطر، دون التفرقة بين علاوة المخاطر الإجمالية و علاوة مخاطر السوق و هو ما قام به JENSENS .

$$\alpha_J = (E(R_P) - E(R_{SR})) - \beta[E(R_P) - E(R_{SR})] \dots\dots(1-11) \quad \text{يتم حساب هذا المؤشر بالعلاقة التالية :}$$

نلاحظ من خلال العلاقة أن هذا المؤشر ما هو إلا تعبير عن انحراف المردودية المتوقعة عن الفعلية، و له ثلاث حالات :

- ✧ موجب : دليل على أن هناك إنشاء للقيمة و أداء جيد/مقبول.
- ✧ معدوم : دليل على أن ليس هناك إنشاء و لا تدمير للقيمة.
- ✧ سالب : دليل على أن هناك تدمير للقيمة و أداء غير جيد/غير مقبول.

## المطلب الثالث : منهجي التحليل الأساسي و التحليل الفني

تم تعريف قيمة الورقة المالية أو قيمة المؤسسة بأنها عبارة عن مبلغ مقدر يجعل الملكية قابلة للانتقال بين طرفين راغبين وغير مكرهين، و لهما معرفة معقولة بالحقائق المرتبطة بالصفحة، و ذلك اعتمادا على متغيرات اقتصادية و مالية، كلية و جزئية، حالية و ماضية، و هو ما يعرف بمنهج التحليل الأساسي، أو عن طريق الاعتماد على المعلومات الماضية للتنبؤ بها في المستقبل و هو ما يعرف بمنهج التحليل الفني.

### أولا : منهج التحليل الفني

يرتكز هذا النوع من التحليل على تحركات الأسعار و تغيراتها الماضية و كذا حجم التداول بغية التنبؤ بالسعر و عادة ما يكون هذا في الأجل القصير مقارنة بالأساسي، حيث يستخدم بكثرة من طرف المضاربين و السماسرة. يعتقد أنصار هذا النوع من التحليل و الذين يسمون بالفنيين Les chartistes أن التاريخ يعيد نفسه و المستقبل ما هو إلا امتداد للماضي، بحيث تصرفات و سلوك المتعاملين لا تتغير إذا بقيت الظروف ثابتة، و يتم التنبؤ استنادا على الأشكال

البيانية عادة<sup>51</sup> كونها سهلة القراءة و التفسير، و تسمى في بعض الأحيان بـ : التشارت<sup>52</sup>، و لا يكفي فقط ببيان الأسعار فقط فيتم استخدام كذلك حجم التداول لدراسة حيوية العرض و الطلب لتحديد اتجاه السوق<sup>53</sup> (صعودي، نزولي).

### 1- التحليل بالاعتماد على المنحنيات البيانية أو الأعمدة

تأخذ الأشكال المعتمد عليها للتنبؤ بالسعر المستقبلي عدة أشكال كالمنحنيات البيانية أو الأعمدة، و التي قد تكون سنوية شهرية أسبوعية يومية ساعية. تختلف الأعمدة عن المنحنيات كونها تحوي سعر الإقفال و أعلى و أدنى سعر و هذا عرض لها.

الشكل (1-4) : التمثيل البياني بالأعمدة مع اتجاهي للسوق السعودي و التزوي



Source : <http://aoe.forex.googlepages.com/122.doc> 13/02/2008

يعرض التمثيل البياني أعلاه التمثيل للأسعار حسب الأعمدة، و التي تحتوي على أعلى و أدنى سعر مع سعر الإقفال و الذي يتم ربطه بالسعر السابق للحصول على الشكل، و هذا الأخير يكون في تزايد أي خط الاتجاه صعودي ( Up Trend line) أو في تناقص أي خط الاتجاه نزولي (Down Trend line)

يتطلب هذا النوع من التحليل فن في التطبيق<sup>54</sup> بالرغم من ملاحظة بساطته في الوهلة الأولى؛ فبعد رسم الشكل أو الخريطة البيانية يتضح المدى فإذا كان التوقع مع الاتجاه العام يوصي المحلل المالي بالشراء، و إذا كان خارج الاتجاه فيوصي بالبيع<sup>55</sup>.

يعتمد الشكلان السابقان (المنحنى و الأعمدة) على أسعار الأسهم و تمثيلها، و هو ما يمثل **تضييع للوقت** فيما يخص العمليات المتعلقة بالأسهم ذات التغيرات غير المهمة، لذلك وجدت أنواع أخرى و هي النقط و الأشكال.

حسب هذا النوع من الأشكال يقوم المحلل بحساب الفروقات<sup>56</sup>، و مقارنتها بقيمة محددة مسبقا مثلا 2 أورو، فعندما يتجاوز العائد هذا المبلغ يرمز له بالرمز 1، و عند عدم بلوغه هذا المبلغ يرمز بالرمز 0<sup>57</sup>.

51 يمكن استخدام العديد من الأدوات كالسلاسل الزمنية و ذلك عن طريق النمذجة كمنهجية بوكس جينكيتز للتنبؤ قصير المدى، و لمزيد من التفصيل انظر : مولود حشمان، **نماذج و تقنيات التنبؤ قصير المدى**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002 .

52 نسبة إلى التسمية بالانجليزية The charts .

53 يسمى كذلك الترند نسبة لـ trend .

54 عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم-سندات-وفائق استثمار-الخيارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 302.

55 الشراء بالنسبة لغير المالكين للأسهم، و الاحتفاظ بالنسبة للمالكين، أما بالنسبة كذلك للبيع يكون للمالكين و عدم الشراء بالنسبة لغير المالكين.



إن المتمعن جيدا في هذا النوع من البيان يحمل في طياته محتوى نظرية Markowidze، و ذلك عن طريق التعبير عن انحراف العائد المتوقع عن العائد الفعلي و الذي يشبه إلى حد كبير مؤشر JENSENS الذي تناوله المطلب السابق. كما يوجد نوع آخر من الخرائط أو البيانات يستخدم بكثرة في الواقع العملي و هي خرائط الشمعدان<sup>58</sup>.

## 2- خرائط الشمعدان

تعتبر خرائط الشمعدان من أقدم الخرائط و الأدوات استخداما للتنبؤ بالسعر حيث استخدمت لأول مرة في اليابان سنة 1700م كأسلوب للتنبؤ بأسعار الأرز<sup>59</sup>. يعتمد هذا البيان على أربع متغيرات أساسية و هي سعر الافتتاح و سعر الإغلاق (Open, Close) و أعلى و أدنى سعر (high, low)، فإذا كان سعر الافتتاح أكبر من سعر الإغلاق فإن جسم الشمعدان يكون ممتلئ و منه ينصح بالشراء، و إن كان العكس فهو فارغ أي ينصح بالبيع و الخططين أعلى و أسفل الجسم يدلان على أعلى و أدنى سعر، و الشكل الموالي يبين ذلك.

الشكل (1-5) : التمثيل البياني لحركات أسعار الأسهم بالاعتماد على خريطة الشمعدان.



Source : <http://aoe.forex.googlepages.com/122.doc> 13/02/2008

## 3- نقاط الدعم و المقاومة :

يستخدم الفنيون في المدى الطويل مجال تغير الأسعار، يسمى حده الأدنى بمستوى المساندة أو الدعم، و يسمى حده الأعلى بمستوى المقاومة، حيث تحديد السعر هو ناتج معركة بين المشترين و البائعين<sup>60</sup>. منطقة الدعم (support) هي النقطة التي يعتقد أغلبية المستثمرون عندها بأن السعر سوف يرتفع، ونقطة المقاومة (Resistance) هي النقطة التي يعتقد عندها أغلبية المستثمرون أن السعر سوف يهبط، و الشكل الموالي يبين ذلك :

56 و هو ما يعبر عن العائد أو الأرباح غير العادية.

57 قد تستخدم رموز أخرى ...x, y.

58 الشمعدان لغة هو حامل الشمع، فإذا كان ممتلئ دل على وجود إنارة و هو دليل للشراء، و العكس إذا كان فارغا دل على عدم وجود إنارة و منه لا داعي للشراء.

59 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم-سندات-ووثائق استثمار-الخيارات، مرجع سابق، ص 306.

60 في الأسواق المالية الأمريكية يسمى البائع بالدب (bear) و المشتري بالثور (bull).

الشكل (1-6) : التمثيل البياني لكل من نقاط الدعم و المقاومة.



Source : <http://aoe.forex.googlepages.com/122.doc> 13/02/2008

تكون في بعض الحالات حركات السهم تتميز بالعشوائية مما يجعل عملية التنبؤ صعبة نوعاً ما<sup>61</sup> ، و هو ما تناولته نظرية DOW<sup>62</sup> حيث قامت بتقسيم تحركات الأسعار إلى ثلاثة أنواع<sup>63</sup> .

تعتبر هذه النظرية من أقدم الأساليب الفنية للتنبؤ باتجاه أسعار الأوراق المالية<sup>64</sup> ، بحيث يعتمد تحليل هذه النظرية على أن أسعار الأوراق المالية تتحرك معاً بنمط معين خلال بضع سنوات، ويمكن تقسيم هذه التحركات إلى ثلاثة أنواع و هي :

✧ تحركات أولية : تتعلق بالقيمة الحقيقية للسهم، و التي قد تكون صاعدة أو هابطة؛

✧ تحركات ثانوية : تتمثل في التقلبات قصيرة الأجل و ترتبط بالأحداث الجارية؛

✧ تحركات يومية : تحركات غير هامة و شاذة في طبيعتها .

تفترض هذه النظرية أن الاتجاه الأساسي يستمر لفترة طويلة قد تصل إلى خمس سنوات حيث يستمد هذا الاتجاه من خلال تتبع حركة متوسط مؤشر داو جونز للشركات الصناعية و لشركات النقل؛ فإذا كان اتجاه متوسط المؤشر إلى الأعلى فالسوق صعودي و إذا كان الاتجاه إلى الأسفل فهو نزولي و إذا كانا متعاكسين دل على وجود حالة عدم التأكد بالسوق و هو دليل على التغير في الاتجاه الأساسي،

بعد التطرق للتحليل الفني و بعض الأدوات المستخدمة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية و المعتمدة على البيانات و الرسومات بغية تحديد توقيت البيع و الشراء، نحاول في المرحلة الموالية التطرق للمدخل الثاني و المتمثل في التحليل الأساسي.

### ثانياً : منهج التحليل الأساسي

يعتمد هذا النوع من التحليل على المعلومات الماضية و المستقبلية، و التي تشمل الظروف الاقتصادية الكلية (مالية، نقدية اقتصادية...)، و الجزئية لتحديد الأرباح و التدفقات و المخاطرة المصاحبة لذلك، على عكس النوع الأول الذي اعتمد على المعلومات التاريخية للأسعار و الأحجام فقط للوصول إلى قيمة الورقة المالية، فقد يكون البدء من المستوى الكلي ثم

61 تسمى في الاقتصاد القياسي بالتشويش الأبيض و هي سيرورة مستقلة عن الزمن ذات متوسط معدوم و هي ميزة السوق الكفاء، أنظر المطلب الثالث من المبحث الموالي .

62 مؤسس شركة داو جونز، و أول محرر لجريدة وول ستريت.

63 توجد نظرية أخرى كذلك و هي نظرية Elliot.

64 محمد صالح الختاوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص311.

الانتقال إلى الجزء و هو ما يسمى تحليل أعلى أسفل، أو من المستوى الجزئي ثم الانتقال إلى الكلي و هو ما يسمى تحليل أسفل أعلى.

إن أهم ما ينصب عليه هذا المنهج هو تحديد أهم المتغيرات المؤثرة على سوق الأوراق المالية و كيفية تأثيرها ثم التنبؤ بها داخل الدولة و قد يشمل مخاطر الدولة عند إمكانية التنوع الدولي. يهدف تحليل الظروف الاقتصادية الكلية إلى التنبؤ بحالة الاقتصاد (رواج/كساد)، و ذلك بعد دراسة مجموعة من المتغيرات و المتمثلة أساسا في الناتج المحلي الخام (PIB)، الكتلة النقدية، سعر الفائدة، الضرائب، الإنفاق الحكومي، التضخم، سعر الصرف<sup>65</sup>، خلال تشخيص هذه المتغيرات و التنبؤ بها يستلزم تحديد معدل النمو الحقيقي و ليس الاسمي، و أفق التنبؤ (طويل/قصير)؛ ففي المدى الطويل تزداد درجة المخاطرة. بعد تشخيص الطرف الاقتصادي ينتقل المحلل المالي إلى تشخيص القطاعات<sup>66</sup> بغية الوقوف على الواعد/الواعدة منها، و ذلك من خلال الاهتمام بالعلاقة بين مؤشرات القطاع و اتجاه الاقتصاد، و يتم ذلك مرورا بالمراحل التالية :

### 1 - تحديد نوع القطاع و تصنيفه<sup>67</sup> : و الذي يمكن أن يأخذ خمس حالات<sup>68</sup> و هي :

- قطاعات متنامية : و هي قطاعات معدل نموها أكبر من معدلات نمو الاقتصاد الوطني؛
- قطاعات مرتبطة بالدورة الاقتصادية : و هي قطاعات تتأثر بدرجة كبيرة بفترات الرواج و الكساد؛
- قطاعات دفاعية : هي قطاعات مرتبطة بالدورة التجارية في حالة الرواج و قليلة التأثير بفترات الكساد؛
- قطاعات متنامية و مرتبطة بالدورة الاقتصادية : و هي قطاعات معدل نموها مساو لمعدلات نمو الاقتصاد الوطني في الظروف العادية و معدل نموها في الظروف غير العادية أكبر من معدلات نمو الاقتصاد الوطني؛
- قطاعات متدهورة : و هي قطاعات معدل نموها أقل من معدلات نمو الاقتصاد الوطني.

1-1 جميع المعطيات و المعلومات المتعلقة بالقطاع؛

2-1 تحليل أسواق منتجات القطاعات؛

3-1 تحليل الأداء المالي و التشغيلي؛

4-1 دراسة تنافسية القطاع<sup>69</sup>؛

5-1 دراسة دورة حياة القطاع؛

6-1 تحليل ودراسة مخاطر القطاع.

65 لتفسير آلية التأثير أنظر المطلب الأول من المبحث الثالث لهذا الفصل.

66 يمكن تعريف القطاع بأنه عبارة عن مجموعة من المؤسسات التي لها عرض و طلب و خصائص إنتاج مشتركة.

67 يمكن التصنيف للقطاعات من عدة زوايا مثل القطاع العام و الخاص و المشترك ، أو قطاعات كثيفة رأس المال و أخرى كثيفة العمل... حيث تم اعتماد هذا النوع كونه يجمع بين الاقتصاد الكلي و القطاعات.

68 محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لغرض التعامل في البورصة منهج التحليل الأساسي، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص65.

69 تتم من خلال دراسة القوى التنافسية الخمس لبورتر - الزبائن، الموردون، المنافسون الحاليون و الجدد، السلع البديلة، أو من خلال تحديد طبيعة السوق السائدة هل هي احتكارية، احتكار القلة، منافسة احتكارية، منافسة كاملة و هذه الأخيرة تبقى نظرية .

## 2- اختيار المؤسسة (المؤسسات) و تشخيص وضعيتها المالية

بعد دراسة المتغيرات الكلية ثم الانتقال نحو دراسة القطاع/القطاعات الواعد/الواعدة يبقى أمام المحلل تعيين المؤسسات التي يستثمر بها أمواله، و التي تتطلب كذلك دراسة و تحليل. دراسة و تحليل الشركة أو الشركات يمر كذلك بمجموعة من المراحل و التي يمكن حصرها في <sup>70</sup> النقاط التالية :

### 2-1 التشخيص الجيد لنشاط المؤسسة : يكون ذلك من خلال :

- دراسة السوق/الأسواق؛
- منتجات المؤسسة؛
- مراحل الإنتاج؛
- شبكة التوزيع للمنظمة.

### 2-2 السياسات و الخيارات المحاسبية المنتهجة من قبل المؤسسة : و ذلك من خلال :

- تقارير محافطي الحسابات و المراجعين و التركيز على رأيهم؛
- المبادئ المحاسبية المعتمدة؛
- تقنيات التجميع للحسابات؛
- المؤونات؛
- الفروع غير المجمعة ... .

### 2-3 إنشاء الثروة أو القيمة : بالتركيز على ما يلي :

- تحليل الهوامش.
- معالجة فائض القيمة Goodwill.
- هيكل التكاليف.
- أثر المقص.
- أثر النقطة الميتة.

### 2-4 الاستثمارات : بدراسة كلا من :

- الاحتياج في رأس المال العامل BFR.
- الأصول الثابتة.

### 2-5 التمويل : من خلال دراسة :

- الاستدانة، الأموال الخاصة، التمويل الذاتي.
- المخاطر: السيولة، سعر الفائدة، سعر الصرف.

### 2-6 دراسة المردودية : بتحليل كل من :

- المردودية المالية و الاقتصادية، و أثر الرافعة المالية؛
- مقارنة معدل المردودية الاقتصادية بمعدل المردودية المفروض؛

■ القيمة؛

■ محظر عدم على الوفاء بالالتزامات.

بعد دراسة و تحليل الشركات داخل القطاع أو القطاعات<sup>71</sup> الواعدة التي تم اختيارها، بناء على المؤشرات و المراحل سالفة الذكر يبقى العنصر الرئيس هو التقييم، و الذي هو بيت القصيد في هذا الفصل.

تعتبر المرحلة الأخيرة و المتمثلة في دراسة الشركة مرحلة أساسية تسمح بتحديد متغيرين أساسيين و هما التدفقات المستقبلية و معدل المرودية المطلوب، بعد ذلك يتم تحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على بعض النماذج<sup>72</sup> كنموذج توازن الأصول المالية (MEDAF/CAPM) و هو الأكثر استعمالا، أو نموذج التقييم بالمراجعة (MEA/APT)؛ و التي تعتمد إلى حد كبير على متغيرات الاقتصاد الكلي دون تحديدها<sup>73</sup> مما يعطيها أهمية بالغة عند استخدام هذا المنهج خصوصا.

يختلف منهجا التحليل من ناحية فلسفة التحليل التي يقومون عليها<sup>74</sup>، و من حيث الهدف، و الوسائل و التكاليف، إلا أنه على المحلل المالي أن يلم بكليهما للقيام بدوره على أحسن وجه ممكن؛ فالتحليل الفني يمكن استخدامه بافتراض أن السوق ليس كفاء بالمستوى الضعيف، في حين يعتقد الأساسيون أن السوق كفاء عند المستوى المتوسط، و كفاء عند المستوى الضعيف<sup>75</sup>.

شمل المبحث الأول من هذا الفصل ماهية القيمة في النظرية المالية المعاصرة، و المفاهيم المتعلقة بها، و إلى مؤشرات إنشائها، و في الأخير تم عرض مناهج التحليل و المتمثلة في منهج التحليل الأساسي و التحليل الفني، حيث يمكن اعتبار هذا الأخير مهني على عكس الأساسي الذي يعتبر منهج أكاديمي<sup>76</sup>، بالرغم من أن كليهما مكمل للآخر، أي أن الأساسي يحدد متغيرات أساسية تمثل مدخلات عملية التقييم ليبقى السؤال المطروح بعد ضبط المدخلات كيف يتم معالجتها؟ أي ما هي الطرق التي يتم بها تحديد القيمة؟ و ما هي مزايا و حدود كل طريقة؟ ما هي المراحل الأساسية لعملية التقييم؟ ما طبيعة الطرق المعتمدة في الواقع العملي؟ ما مدى مساهمة نظرية الخيارات في تقييم الأوراق المالية و المؤسسات؟ و ما هي فرضياتها و حدودها؟ .

---

71 هذا التحليل يسمح بالتنوع الجيد بالاضافة إلى تحديد القطاع الواعد، فيمكن اختيار غير واعد بغية التقليل من درجة المخاطرة، و تعظيم المرودية .

72 سوف نتطرق لهذه النماذج بالتفصيل في الفصل الثاني حيث نتطرق بالاضافة للنموذجين المذكورين، نموذج توازن الصول المالية في حالة وجود تكلفة للمعلومات، نموذج FAMA et FRQNCHE، نموذج BLACK et SCHOLEs و الخاص بتقييم الخيارات ... .

73 محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص60.

74 سويسسي هواري، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2007/05.

ص 111-112

76 نفس المكان.

## المبحث الثاني : ماهية تقييم المؤسسات و الأوراق المالية في النظرية المالية المعاصرة

سنقوم في هذا المبحث بمعالجة العناصر الخاصة بالتقييم؛ المتمثلة في المفاهيم و طرق التقييم، قسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، الأول به أساسيات حول التقييم (المفهوم، الدوافع، المراحل و الخطوات)، أما الثاني خصص لعرض طرق التقييم الكلاسيكية مع عرض ملخص لدراسة ميدانية لطرق التقييم المعتمدة من قبل المحللين الماليين ببورصة باريس خلال الفترة 2002/12/31-1990/01/01. يتم في المطلب الثالث التطرق لتقييم الأوراق المالية و المؤسسات وفقا لنظرية الخيارات مع إبراز الفرضيات و الحدود.

### المطلب الأول : أساسيات حول تقييم المؤسسات و الأوراق المالية (المفهوم، الدوافع، خطوات العمل)

يعرف التقييم على أنه عملية تحليلية من طرف شخص متخصص يهدف من ورائها إلى هدف محدد، يتمثل في تحديد قيمة معينة لشيء معين خلال فترة معينة. من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص الخصائص الأساسية لعملية التقييم و هي :

المقيم<sup>77</sup>، الهدف، المؤسسة محل التقييم، الفترة الزمنية للتقييم، قيمة المؤسسة .

لماذا نقيم؟ ماذا نقيم؟ لمن نقيم<sup>78</sup>؟

**أولا : دوافع عملية التقييم :** يتم اللجوء إلى عملية التقييم قصد الوقوف على قيمة المؤسسة في لحظة زمنية معينة لأغراض مختلفة نذكر منها ما يلي:

- الدخول إلى البورصة (التسعير)؛
  - التنازل على شهرة المحل؛
  - السيطرة على الشركة عن طريق امتلاك جزء من رأسمالها؛
  - إعادة تقييم الميزانية؛
  - الاندماج بين الشركات أو تقييم جزئي للأموال؛
  - الرفع من رأس المال من أجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة؛
  - إقامة الشراكة بين المؤسسات؛
  - فتح رأس مالها أو جزء منه للاكتتاب العام.
- هذا على المستوى الإستراتيجي أما على المستوى التشغيلي يستخدم التقييم في عملية التسيير الجاري بتحديد:
- قياس إنشاء القيمة و تقييم الأداء المالي.
  - شراء وبيع السندات في إطار تسيير المحفظة.
  - تطور الذمة المالية المتراكمة.
  - مردودية الأموال المستثمرة.

77 يشترط فيه أن يلم بمجموعة من الجوانب المالية، المحاسبية، القانونية و الجبائية.

78 Agnès Bricard, et autres, Réussir une évaluation d'entreprise, La revue d information de la fonction comptable, juin 2004, disponible sur : [WWW.RFComptable.com](http://WWW.RFComptable.com) (13-04-2008)

يعتبر التقييم عملية جد معقدة بسبب كثرة العوامل التي لابد من مراعاتها في المحيط الداخلي أو الخارجي بالنسبة للمقيم، للقيام بالعمل على أحسن وجه و إنشاء تقرير ناجح ينصح احترام بعض المبادئ الأساسية، و التي يمكن حصرها في النقاط التالية :

- اكتساب دراية معمقة بالمؤسسة محل التقييم<sup>79</sup>؛
  - الاعتماد على قوائم مالية مصادق عليها من طرف محافظ حسابات أو مراجع خارجي؛
  - المقيم لابد أن يأخذ في الحسبان مستقبل المؤسسة؛
  - التقييم يكون داخل مجال معين مثلاً(± 20%) من القيمة المحاسبية أو الذمية أو السوقية، بدلا عن مبلغ محدد<sup>80</sup>؛
  - مدة التقييم؛
  - تكلفة التقييم : تتحمل المؤسسة من جراء عملية التقييم تكلفة بغية الوصول إلى الهدف المعني، بالتالي لابد من مراعاتها؛
  - يفرض اختلاف المحيط على المقيم استعمال طريقة معينة من طرق التقييم؛ و التي يتم اختيارها عن طريق المراجعة.
- يمكن من خلال العناصر السابقة و المتمثلة في دوافع التقييم و العناصر الواجب مراعاتها عند القيام بالتقييم ضبط الخطوات الأساسية لعمل المقيم و هي :

#### ثانيا : خطوات عمل المقيم :

- لتحقيق الهدف المنشود المتمثل في الوصول إلى قيمة المؤسسة يتم المرور بمجموعة من المراحل و هي :
- 1- تحديد الهدف : يعتبر تحديد الهدف أول عمل تسييري والذي يمثل حجر الأساس لكل المراحل اللاحقة وذلك لتحديد الوسائل والمعطيات انطلاقا من الأهداف، وكذلك اختيار الطريق المناسب<sup>81</sup>؛
  - 2- وضع مخطط العمل : بالتركيز على : الوقت المتاح للتقييم، فترة التقييم، جمع المعلومات ثم تحليلها، اختيار المراقبين... ؛
  - 3- تقييم عناصر المؤسسة : يتضمن اختيار الطريقة المناسبة باعتماد على الأهداف و المعلومات المتاحة، و خطة العمل؛
  - 4- كتابة التقرير : و الذي يحتوي على قيمة المؤسسة التي تم تحديدها و هي مجرد رأي فقط.

بعد وضع أهداف من عملية التقييم، و ضبط خطة العمل يبقى أمام المقيم اختيار الطريقة المناسبة و التي تكون بالضرورة استنادا إلى نتائج عمل المراحل السابقة، و ذلك تحت قيود المحيط الخارجي<sup>82</sup>، فما هي الطرق التي يتم اعتمادها ؟

79 يمكن الرجوع إلى مدخل التحليل الأساسي في النقطة المتعلقة بتشخيص المؤسسة ص.

80 في فرنسا مثلا يتم تحديد قيمة القيم المعنوية في حالة وجود فرق بين القيمة السوقية و القيمة المحاسبية أو الذمية بـ (70-80) %، ليقى الاستفهام حول المعنى المحاسبي و الاقتصادي لهذه العملية ؟ و لمزيد من التفصيل بخصوص هذا الإشكال يمكن الرجوع لـ Guide

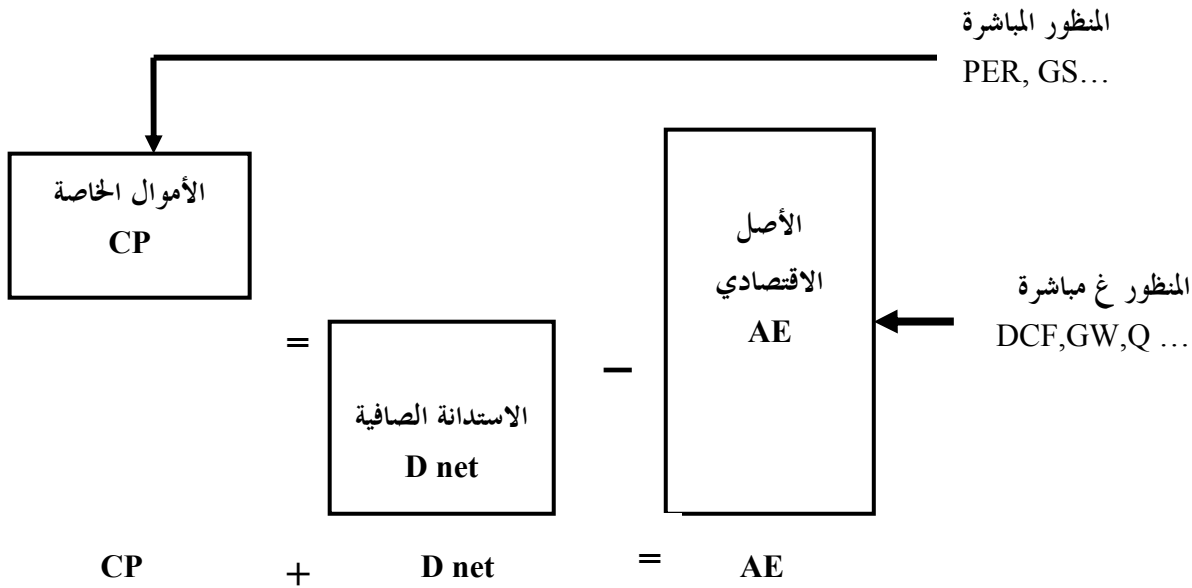
81 فإذا كان الهدف جلب مساهمين جدد فعلى المقيم اختيار طريقة تعطي المؤسسة قيمة مضافة.

82 مثلا بيئة لا يوجد بها سوق مالي ثانوي يصعب التقييم مقارنة بمنطقة يوجد بها، بل أكثر من ذلك كفاءة الأسواق الموجودة و ليس وجودها فقط.

### المطلب الثاني : الطرق الكلاسيكية لتقييم المؤسسات الاقتصادية و الأوراق المالية

بعد التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالقيمة و التقييم في السابق، نحاول في هذا المطلب تناول طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية من منظورين : منظور مباشر و منظور غير مباشر؛ داخل كل منظور توجد عدة تصنيفات، و يكمن توضيح هذا التقسيم بالشكل الموالي :

الشكل (1-7) : المنظور المباشر و غير المباشر لطرق التقييم.



Source : Pierre VERNIMEN, Op.cit, P842.

تنقسم طرق التقييم من خلال الشكل أعلاه إلى منظور مباشر و منظور غير مباشر؛ فالمباشر هو منظور Pragmatique ركز مباشرة على تقييم الأموال الخاصة دون النظر إلى يمين الميزانية؛ مثل طريقة المضاعفات أو خصم التوزيعات، و منظور غير مباشر اهتم بتقييم الأصل الاقتصادي، و من ثمة اشتقاق قيمة الأموال الخاصة. داخل كل طريقة توجد بطارية أو محفظة من الوسائل التي يمكن التطرق لها في النقاط الموالية.

#### أولاً : طريقة التقييم الأساسية (خصم التدفقات النقدية المتاحة (DCF))

يتم الاعتماد على هذه الطريقة استناداً إلى المقولة : (المؤسسة تشتري لمستقبلها و ليس لماضيها<sup>83</sup>)، حيث يتم استحداث التدفقات النقدية المتاحة الخاصة بدورة الاستغلال بتكلفة رأس المال (K).

يتمثل التدفق النقدي المتاح (DCF) أو ما يسمى بالتدفق النقدي الحر FCF في التدفقات النقدية المتولدة عن النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)؛ حيث يضاف للتدفق النقدي الكلاسيكي (CAF) عناصر أخرى من الميزانية و الممثلة في التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (ΔBFRE) بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بغية الوصول إلى التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة، تحسب مستقلة عن طرق التمويل لذا يستبعد عند حسابه طرح المصاريف

83 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P846.



المالية أي تحسب قبل المصاريف المالية. عند الحصول على هذه التدفقات النقدية المتاحة تقوم باستحداثها للحصول على قيمة الأصل الاقتصادي ويحسب التدفق النقدي المتاح بالعلاقة التالية :

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة النظرية + مخصصات الاهتلاك ( التدفق النقدي الكلاسيكي) - التغير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + مبلغ التنازل عن الأصول صافي من الضريبة على أرباح الشركات الاستثمارات.

يقوم المقيم بعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح بتشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المقدرة لعدة سنوات، ثم القيام باستحداثها بمعدل استحداث معين وذلك كما يلي :

$$VA = \sum_{t=i}^n \frac{f_t}{(1+K)^t} + \frac{VR_n}{(1+K)^n} \dots\dots\dots(1-12)$$

حيث:

VA: القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.

F<sub>t</sub>: التدفق النقدي المتاح المقدر في الفترة t

VR<sub>n</sub>: القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة.

K: معدل الاستحداث ( الخصم).

N: الفترة المأخوذة لحساب التدفقات.

يتم تحديد القيمة الباقية بافتراض ثبات التدفق الأخير، و أن التدفقات غير منتهية، أما في الواقع مدة الحياة الافتراضية تختلف من قطاع لآخر ففي قطاع السلع الاستهلاكية تكون ما بين 5-7 سنوات، و قطاع الخدمات العامة تكون ما بين 30-20 سنة<sup>84</sup>.

بعد تحديد قيمة المؤسسة بكاملها، يتم طرح قيمة الاستدانة الصافية التي يتم كذلك تقييمها عادة عن طريق خصم التدفقات المتعلقة بالاستدانة بمعدل الفائدة السوقي، و الرصيد ما هو إلا قيمة الأموال الخاصة.

تُستخدم طريقة خصم التدفقات كذلك لحساب قيمة الأموال الخاصة أين يتم استحداث التوزيعات بمعدل المدروية المفروض من قبل المساهمين، أما الاستدانة إن كانت في شكل قروض فيتم تقييمها من خلال إعادة خصم التدفقات النقدية المتعلقة بالاستدانة بمعدل الفائدة السوقي للحصول على القيمة العادلة.

وجود سوق مالي تتداول به الأوراق المالية للمؤسسة يجعل عملية التقييم جد بسيطة حيث قيمة الأموال الخاصة تتمثل في الرسملة البورصية، و قيمة الاستدانة في شكل سندات هي عبارة عن القيمة السوقية لتلك السندات<sup>85</sup>.

84 Ibid, P 843.

85 منير إبراهيم هندي, الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات, الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 495.

ثانيا : التقييم حسب الذمة المالية<sup>86</sup> (الطريقة المحاسبية) :

يعتمد هذا التقييم على أهم القوائم المالية والمتمثلة في الميزانية، والهدف منه إعطاء قيمة إجمالية للأصول انطلاقا من منظور استمرارية النشاط، تعتمد هذه الطريقة على معطيات حقيقية مما يجعلها سهلة وموضوعية وواقعية نسبيا. فالأصول الموجودة في الميزانية عادة ما تكون مسجلة بتكلفتها التاريخية ( مبدأ التكلفة التاريخية)، التي لا تعبر عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة خاصة في وجود معدلات تضخمية، وطرق الاهتلاك الذي هو في الحقيقة معد لأغراض ضريبية.

من هذا المنطلق لا بد من إعادة النظر في هذه القيم لإعطائها صفة ذات أكثر موضوعية وواقعية وتتم بعدة طرق من بينها ما يلي:

### 1- الأصل الصافي المصحح (ANC) :

نستعمل هذا المفهوم لإعادة تقييم<sup>87</sup> وتصحيح عناصر الميزانية لكي تصبح ذات مصداقية و التي فقدتها بسبب

الأحداث التالية:

- التضخم.
- طرق الاهتلاك.
- طرق التسجيل المحاسبي.

لحساب قيمة المؤسسة لا بد من تصحيحات اقتصادية تجعل العناصر مقيمة بقيمة حقيقية بدلا من المحاسبية مثل إقصاء المصاريف الوهمية، ونجد أن الاستثمارات المعنوية غير قابلة للتقييم مع الأخذ في الحسبان الأصول المتحصل عنها عن طريق الإيجار التمويلي التي لا بد أن تضاف إلى الأصل المحاسبي الصافي. ومنه: قيمة المؤسسة = الأصل المصحح - الديون المصححة.

### 2- القيمة الجوهرية :

القيمة الجوهرية مفهوم جديد أدخل من طرف الخبراء الألمان سنة 1960 وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرار مقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول ( الممتلكات والحقوق) المكونة للذمة المالية للمؤسسة. ويمكن حساب القيمة الجوهرية بالعلاقة التالية:

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

86 KAMEL Eddine Bouatouta, **L'ingénierie financière ou application de l'art de l'ingénierie a l'univers de la finance**, Grand Alger livres, Alger, 2006, P101.

87 سويسي هوارى و كمامسي محمد الأمين، إشكالية تقييم المؤسسات مع الإشارة إلى حالة الجزائر، **الملتقى الوطني الأول حول تقييم المؤسسات** جامعة سكيكدة، سبتمبر، 2005..صص 1-21.

ظهرت تقسيمات جديدة للقيمة الجوهرية من طرف بعض الخبراء، خاصة المنتمون للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين بالإضافة إلى السابقة صنفين آخرين حسب معيار مكونات تمويل الأصول على النحو الآتي:

1-2 القيمة الجوهرية المخفضة : تأخذ في الحسبان الديون بدون فوائد (موردون) والتي تشتت استبعادها من القيمة الجوهرية.

2-2 القيمة الجوهرية الصافية : تتمثل في القيمة الإجمالية مطروحا منها مجمل الديون والتي تقترب من مفهوم الأصل الصافي المصحح، والفرق يكمن في أن الأولى تأخذ بعين الاعتبار الأصل المستأجر والمستعار.

القيمة الجوهرية ليست طريقة مباشرة من طرق التقييم لكنها تعتبر وسيلة تأخذ في الحسبان الفئات *good will*.

**3-2 الأموال الضرورية للاستغلال :**

تتمثل في الاستثمارات الضرورية للاستغلال مضافا إليها الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال (BFRE) والذي يتحدد بمستوى النشاط التقديري أما الاستثمارات فيجب أن تتحدد بالقيمة الصافية، وهذا المفهوم يقترب جدا من مفهوم الأصل الاقتصادي.

وتحسب بالطريقة التالية:<sup>88</sup>

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

يعتبر منظور الذمة لتحليل قيمة المؤسسة تحليلا ساكنا حيث يُنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من الأصول دون التعرض لكيفية تنظيمها ومدى عملها مجتمعة، و التي لا يمكن الوقوف على ذلك من خلال قدرتها على توليد التدفقات النقدية المستقبلية.

### ثالثا : التقييم باستخدام المضاعفات (طريقة الرسملة) :

حسب هذه الطريقة يتم اختيار عينة من الشركات المسعرة تنتمي إلى نفس القطاع و لها نفس الخصائص من حيث درجة المخاطرة مستوى المردودية و معدل النمو، و استخدام طريقة المضاعفات يقوم على ثلاث مبادئ أساسية<sup>89</sup> و هي :

- يتم تقييم المؤسسة بمجموعها؛
- يتم تقييم المؤسسة بمضاعفات تخص قدرتها الربحية؛
- اعتبار السوق كفاء و المقارنة قابلة للتطبيق.

يستخدم هذا النوع عادة لتقييم الشركات غير المسعرة استنادا إلى العينة المسعرة التي تمثل المرجع التقييمي، حيث المضاعفات لها مكونين الأول موجود بكليهما و الآخر موجود بالعينة فقط، و أهم هذه المضاعفات هي :

### 1- مضاعف النتيجة الصافية (أو معدل السعر إلى العائد) (PER) :

يمثل هذا المضاعف حاصل قسمة النتيجة الصافية إلى الرسملة البورصية للعينة المختارة، و تفسير هذا المضاعف هو كم مرة من الربح تقوم برسملة المحصل عليه من طرف مؤسسة للحصول على قيمة الأموال المستثمرة، و يحسب بالعلاقة

$$PER = \frac{CB}{R_{net}} \dots\dots\dots (1-13)^{90}$$

التالية :

88 - Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, ems, Paris, 2003, P165.

89 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P 851.

حيث :

CB: الرسملة البورصية.

Rnet : النتيجة الصافية.

بعد الحصول على هذه النسبة PER ، نحدد قيمة الأرباح الصافية المحققة بعد الضريبة للمؤسسة غير المسعرة، ونحسب الجداء للحصول على القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة غير المسعرة التي تحسب بالعلاقة التالية :

$$V_{cp} = PER \times Rnet \dots(1 - 14)$$

حيث:

Rnet : النتيجة الصافية للمؤسسة غير المسعرة.

Vcp: قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة غير مسعرة.

للحصول على قيمة المؤسسة غير المسعرة نقوم بإيجاد القيمة السوقية للاستدانة والمجموع الجبري لهاتين القيمتين ما هو في الحقيقة إلا القيمة السوقية للمؤسسة غير المسعرة.

يعاب على هذا المضاعف أنه يعتمد على النتيجة الصافية، التي تضم نتيجة العمليات الاستثنائية و أثر الهيكل المالي الناجم عن الوفورات الضريبية التي حققتها المصاريف المالية، لذلك وجد مؤشر آخر تجاوز هذه الانتقادات و هو :

## 2- مضاعف نتيجة الاستغلال (MRexp) :

يتمثل في حاصل قسمة القيمة السوقية للأصل الاقتصادي على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية للعينة المختارة و هذا الحاصل يتم به رسملة النتيجة الاقتصادية للمؤسسة غير المسعرة للحصول على قيمة الأصل الاقتصادي لهذه الأخير

و يحسب المضاعف بالعلاقة التالية :

$$MR_{exp} = \frac{AE}{Rexp} \dots\dots(1-15)$$

حيث :

AE: الأصل الاقتصادي.

Rexp : نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية.

يمكن تحديد قيمة المؤسسة غير المسعرة بنفس الطريقة سالفه الذكر ، لكن هناك نقطة مهمة تتمثل في اختلاف معدل الضريبة للمؤسسات داخل العينة، حيث يعتمد المحللون على النتيجة قبل الضريبة لتفادي هذا الإشكال<sup>91</sup>. مضاعف نتيجة الاستغلال يعبر جيدا عن قيمة المؤسسة كونه يتعلق بالنشاط العادي، لكن يشوبه كذلك نقص بسبب تأثره بسياسة الاهتلاك المنتهجة من قبل المؤسسة، و هو ما يقود على استخدام مضاعف آخر و هو مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال.

## 3- مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (MEBE) : هذا المضاعف لا يختلف في كيفية الاستعمال عن سابقه.

90 يستخدم هذا المضاعف كذلك على مستوى السهم الواحد عن طريق قسمة سعر السهم على ربحيته، و هو أصل التسمية السعر/العائد، و لا الفرق بينه و بين الخاص بالمؤسسة حيث أنه تم قسمة بسط و مقام هذا الأخير على عدد الأسهم ، فالنتيجة الصافية على عدد الأسهم ما هي إلا ربحية السهم و الرسملة البورصية على عدد السهم ما هي إلا عائد السهم أو ربحية السهم الواحد.

91 Idem.

#### 4- مضاعفات أخرى :

توجد عدة مضاعفات أخرى تستخدم من قبل المحللين الماليين أو المقيمين منها :

- مضاعف القدرة على التمويل الذاتي (MCAF)<sup>92</sup>.
- مضاعف الأموال الخاصة أو مؤشر MARRIS و يتمثل في الرسملة البورصية على القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.

#### رابعا : التقييم بالاعتماد على نموذج Bates :

يعتمد هذا النموذج<sup>93</sup> على استحداث التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية، و هو امتداد لنموذج GS<sup>94</sup>، لكنه يقدم مفهوم جد واقعي كونه يأخذ في الحسبان الأرباح المستقبلية و التوزيعات و معدل نموها، بالإضافة على تقسيم الفترة الكلية على فترات جزئية (الأخذ في الحسبان دورة الحياة للمؤسسة)، و ليس على التوزيعات الثابتة فقط<sup>95</sup> كما في نموذج GS. يستعمل هذا النموذج للتقييم من المنظور المقارن، حيث يرى صاحب النموذج Bates أن مضاعف PER للمؤسسة لا يختلف عن ذلك الخاص بالقطاع ( $PER_{n.societe} = PER_{n.secteur}$ )، لكن المؤشر يرجح PER. معدل التوزيعات الجارية و يحسب بالعلاقة التالية<sup>96</sup> :

$$PER_{SOCIETE} = PER_n + [(DPA_{encours} / 0.1) \times B] A \dots (1-16)$$

حيث : DPA : توزيعات السهم الواحد.

A, B هما معلمات النموذج و يتم تحديدهما بالرجوع على جدول Bates، حيث حسابهما هو دالة في معدل نمو الأرباح على الفترة و معدل المدروية المفروض من طرف المستثمرين و المدة N.

بعد تحديد PER يتم حساب قيمة المؤسسة محل التقييم عن طريق رسملة الأرباح الجارية بمضاعف PER المحسوب وفقا لهذا النموذج بنفس الطريقة المتطرق لها سابقا، و هو نموذج مستخدم بكثرة في الواقع العملي من طرف المحللين الماليين<sup>97</sup>.

#### خامسا : التقييم بالاعتماد على مؤشر Tobin (Q) :

تم إنشاء هذا المؤشر من طرف Tobin في سنة (1969) على مبدأ قياس العوائد المستقبلية على أفق غير منته، و ذلك بقسمة القيمة السوقية للأصل الاقتصادي (الأموال الخاصة و الاستدانة الصافية) على الأموال المستثمرة و التي تقاس بتكلفة إحلال الأصول، و يحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية :

$$Q = V_{demarcheAE} / vleur\ de\ remplacement \dots \dots (1-17)$$

يقضي هذا المؤشر بأن الاستثمار دالة موجبة لحاصل قسمة القيمة البورصية للأصول الموجودة و القيمة الإحلالية، فإذا كان المؤشر أكبر من الواحد فهناك جلب للاستثمار أي أن رأي السوق مؤيد حول الاستثمار، وإذا كان العكس فلا داعي للاستثمار، و يمكن التوضيح مضمون هذا المؤشر من خلال المقولة : «on trouve du pétrole pour moins cher à Wall Street que dans la Mer du Nord»<sup>98</sup>.

92 لمزيد من التفصيل أنظر Pierre VERNIMEN, Op.cit, P856

93 KAMEL Eddine Bouatouta, Op.cit, P115.

94 Gordon et Shapiro

95 Laurent BATSCH, LA théorie de la valeur de l'entreprise, in cahiers de recherche, Université Paris IX Dauphine

96 Ibid.

97 في فرنسا أنظر نتائج الدراسة الميدانية في المطلب الموالي.

98 Warren Tease, Le marché boursière et l'investissement, Revue économique de l'OCDE, no 20, printemps 1993PP..

يشبه مؤشر Tobin إلى حد كبير معيار القيمة الحالية الصافية، ومؤشر الربحية<sup>99</sup> الذين يستخدمان عند المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، بالرغم من أهميته إلا أنه صعب التطبيق بسبب صعوبة تحديد القيمة الإحالية و التي استمدت من الاستثمارات العينية، فتطبيقها صعب على الاستثمارات المالية، لذلك عادة ما يستخدم المحللون القيمة المحاسبية<sup>100</sup>.

سادسا : طرق التقييم في الواقع العملي و نتائج لدراسات ميدانية :

بعدما تم عرض مختلف النماذج و طرق تقييم المؤسسات و/أو الأوراق المالية على المستوى النظري في هذا المطلب، يبقى التساؤل المطروح حول مدى استخدام هذه الطرق في الواقع العملي و هو ما تجيب عليه نتائج الدراستين الميدانيتين ببورصتي باريس و نيويورك.

### 1- نتائج دراسة<sup>101</sup> Flavie FABRE-AZEMA

شملت هذه الدراسة 209 مؤسسة مسعرة ببورصة باريس خلال الفترة 1990/01/01-2000/12/31 بالاعتماد على تقارير المحللين الماليين، و لكل مؤسسة تم تحديد سبعة متغيرات منها 5 كمية و 2 نوعية و هي : القطاع، سنة التسعير، شركة التحليل، طريقة التقييم المعتمدة، طبيعة و قيمة معدل الاستحداث المعتمد، علاوة المخاطر المستخدمة في حساب هذا الأخير.

سمحت نتائج هذا البحث باستنتاج مجموعة من الخصائص على المستوى التطبيقي من طرف المحللين الماليين؛ حيث أثبتت وجود تطور في البداية على مستوى الطرق المستخدمة.

المحللون يستخدمون بنسبة كبيرة ثلاث طرق خلال الفترة و هي :

○ طريقة مضاعف الرسملة البورصية بنسبة 35.4%.

○ نموذج Bates بنسبة 23.4%.

○ طريقة خصم التدفقات النقدية المتاحة بنسبة 20.5%.

اختيار طريقة التقييم غير مرتبط بطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، و لكن مرتبط بقوة بسنة التقييم، كما أن المحللين الماليين يستخدمون تكلفة الأموال الخاصة كمعدل استحداث و هو ما يقود إلى الخطأ.

بلغت تكلفة الأموال على متوسط عشر سنوات 10.66% و القيمة الأكثر شيوعا هي 10%، و علاوة المخاطرة ترتبط بمخاطر الأموال الخاصة و لا ترتبط تماما بالقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، حيث مرت مكونات تكلفة التمويل بثلاث مراحل : 1996-1991 علاوة المخاطرة أقل من معدل المردودية للأصل بدون مخاطرة.

1998-1997 علاوة المخاطرة في زيادة و معدل المردودية للأصل بدون مخاطرة في تناقص.

1999-2002 علاوة المخاطرة أكبر من معدل المردودية للأصل بدون مخاطرة.

أما عن تطور باستخدام الطرق فقد تم التوصل إلى أن :

99 Gérard charreaux, **Finance d'entreprise**, Op.cit, P170.

100 Ibid, P171.

101 Flavie FABRE-AZEMA, **Etude des méthodes d'évaluation employées par les analystes financiers lors des introductions sur le Second Marché de la Bourse de Paris**, in cahiers de recherche n°200209, Université Paris IX Dauphine.P15.

- طريقة المضاعفات استخدمت خصوصا في سنة 1993 بنسبة 17.4% و بنسبة 43.5% سنة 1994، أما في سنة 1995 استخدمت بنسبة 17.40% .
- طريقة خصم التوزيعات (GS) تم استخدامها خلال الفترة 1994-1998، و خصوصا سنة 1996 حيث بلغت أقصى نسبة لها و البالغة 45.8% مقابل 16.7% سنة 1997 .
- طريقة DCF استخدمت أساسا سنة 1997 و هي على العموم في تزايد حتى سنة 2000 حيث بلغت نسبة 21.8% سنة 97 و 31% سنة 1998 و 27.6% سنة 1999 و أقصى نسبة لها سنة 2000 و البالغة 42.3%.
- نموذج Bates تم استخدامه خلال العشر سنوات المدروسة لكن استخدامه في تراجع منذ سنة 1995 مقارنة بطريقة خصم التوزيعات (GS) و طريقة DCF . و قد بلغ أقصى نسبة له سنة 1995 و البالغة 31.5% من الطرق مقابل 0% في نفس السنة لطريقة DCF .
- طريقة التقييم الذمية (الحاسبية) و التي تم تمثيلها بالأصل الصافي المعاد تقييمه ANR قليلة الاستخدام حيث لم تتجاوز نسبة 1.7% سنة 1991، و طريقة فائض القيمة GW تلاشت و حلت مكانها طرق التقييم المرتكزة على إنشاء القيمة.
- و ما يمكن قوله حول الطرق المستخدمة أن المحللين الماليين يعتمدون في تطبيقاته على المعطيات الخاصة بالمؤسسة و هي في نمو متزايد و هو ما توصلت عليه كذلك دراسة S.B.BLLOCK سنة 1999.

## 2- نتائج دراسة 1999 S.B. Block :

شملت هذه الدراسة 295 محلا ماليا كلهم أعضاء في AIMR<sup>102</sup> عن طريق الاستبيان ببورصة نيويورك حيث خلصت الدراسة إلى أن النماذج المرتكزة على إنشاء القيمة لها مكانة جد هامة في العمليات التحليلية من طرف المحللين الماليين حيث حوالي 70% من الإجابات أشارت على أن هذا المنظور جد مهم، حيث استخدموا طريقة DCF بالرغم من الصعوبات التي يكتسبها.

### سابعاً : مزايا و حدود طرق التقييم

بعدها تمت دراسة طرق التقييم على المستوى النظري و على المستوى التطبيقي. يمكن القول أن طريقة خصم التدفقات النقدية المتاحة DCF لها مكانة مرموقة لكن التساؤل المطروح ما هي مزايا و حدود هذه الطريقة مقارنة مع قريناتها.

الجدول (1-2) : مزايا و حدود طرق التقييم.

| الحدود  | المزايا  | طريقة التقييم          |
|---|--|------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- صعوبة التنبؤ بالتدفقات</li> <li>- ترتبط بدرجة كبيرة بالقيمة الباقية</li> <li>- صعوبة التطبيق من طرف المحلل الخارجي</li> <li>- لا تأخذ في الحسبان تدفقات دورة التمويل</li> <li>- صعوبة تحديد معدل الخصم</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود</li> <li>- البعد التوقعي</li> <li>- الاعتماد على تكلفة رأس المال</li> <li>- الاهتمام بثمره الأموال</li> </ul>        | <b>طريقة DCF</b>       |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- طريق إجمالية و تهتم بالمردودية دون الأصول</li> <li>- ستاتيكية</li> <li>- صعوبة المقارنة و اختيار العينة</li> <li>- تعدد المضاعفات مما يطرح مشكل الاختيار</li> <li>- عدم تجانس المضاعف محاسبي/بورصي</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- سهولة التطبيق</li> <li>- تعمل على تقييم المؤسسات غير المسعرة</li> <li>- التركيز على المردودية</li> <li>- الربط بين المعلومات المحاسبية و السوقية</li> </ul> | <b>طريقة المضاعفات</b> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- تتطلب مدة طويلة للتقييم</li> <li>- تكلفة مرتفعة مقارنة بالطرق الأخرى</li> <li>- الاعتماد على القوائم المالية بتاريخ إقفال معين</li> <li>- إهمال المردودية و التركيز على الأصول</li> <li>- النظر إلى الأصول بصفة وحدوية غير نظامية</li> <li>- دون النظر إليها ككل متكامل (2+2=5)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- إمكانية التطبيق في الدول التي ليس بها أسواق مالية كالدول النامية</li> </ul>   | <b>الطريقة الذمية</b>  |

المصدر : من إعداد الطالب .

يبقى استعمال هذه الطرق في ظل هذه الحدود ينطوي على درجة معينة من المخاطرة؛ مما يتطلب البحث عن طرق ذات مردودية أكبر عند نفس درجة المخاطرة، أو عن طريق تدنئة المخاطرة عند نفس المستوى من المردودية. تعتمد طريقة خصم التوزيعات أو التدفقات المستقبلية على معدل الخصم الذي يمثل تكلفة الأموال، و التي يصعب تحديدها كما رأينا عند استخدام الأوراق المالية المهجنة أو المشتقات المالية، لذلك وجدت طرق أخرى أو نماذج للتقييم، و من بين الطرق ذات الأهمية البالغة طريقة تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات و هي محور الاهتمام في المطلب الموالي .

**المطلب الثالث : تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات**

سوف نقوم في هذا المطلب بالتعرف على قيمة الخيار و العوامل المؤثرة فيها، ثم بعد ذلك نحاول عرض نموذج التقييم لـ 1973 BLACK-SCHOLES و الفرضيات التي بني عليها، هذا من جهة، و من جهة أخرى يتم تناول قراءة الميزانية من منظور نظرية الخيارات و النماذج المحددة لقيمة الأموال الخاصة، الاستدانة، و منه لقيمة المؤسسة وفق هذا المنظور .



أولاً : قيمة الخيار و محدداتها

### 1- قيمة الخيار<sup>103</sup>

يعرف الخيار على أنه عقد قابل للإلغاء يعطي لصاحبه الحق في الخيار بين الشراء (البيع) من عدمه لأصل معين بسعر محدد مسبقاً بتاريخ لاحق<sup>104</sup>، فخيار الشراء يتم شراؤه لتغطية مخاطر الارتفاع، على عكس خيار البيع الذي يتم شراؤه لتغطية مخاطر الانخفاض في سعر الأصل محل التعاقد.

تتمثل قيمة الخيار في الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد و سعر التنفيذ أو الممارسة خلال فترة الاستحقاق<sup>105</sup>، فإذا كان الفرق موجبا دل على أن الخيار ذو قيمة موجبة أو مربح، و إذا كان العكس فقيمة الخيار سالبة هذا إذا كان الخيار خيار شراء، أما إذا كان خيار بيع فالعكس تماماً؛ الفرق السالب يدل على القيمة الموجبة لخيار البيع و الفرق الموجب يدل على القيمة السالبة لخيار البيع. إذا يمكن القول أن السعر السوقي للأصل محل التعاقد هو المحدد الرئيس لقيمة الخيار و لكنه ليس الوحيد حيث توجد مجموعة من العناصر ذات التأثير الإيجابي، السلبي، القوي، الضعيف، و أهم هذه العناصر هي :

### 2- محددات قيمة الخيار

قيمة الخيار هي دالة متعددة المتغيرات، و من بين أهم هذه المتغيرات أو العوامل<sup>106</sup> نجد :

- السعر السوقي للأصل محل التعاقد Le cours du sous-jacent
- سعر التنفيذ أو الممارسة Le prix d exercice
- تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد La volatilité du sous-jacent
- مدة حياة الخيار La durée de vie de l'option
- معدل المردودية بدون مخاطرة Le taux de rentabilité sans risque
- التوزيعات أو الكوبون المتولد عن الأصل محل التعاقد Le dividende ou le coupon

### 2-1 السعر السوقي للأصل محل التعاقد

يمثل هذا العنصر المحدد الرئيس لقيمة الخيار بسبب التأثير المباشر و القوي الذي يتركه؛ فقد يكون إيجابياً عند الارتفاع بالنسبة لخيار الشراء و سلبياً لخيار البيع، كما يكون سلبياً/إيجابياً عند الانخفاض للتوعين على التوالي، و يعتبر هذا العامل خارجي كونه يتحدد سويقياً.

### 2-2 سعر التنفيذ أو الممارسة

سعر التنفيذ هو ذلك السعر الذي تم تحديده عند إبرام العقد و المحدد مسبقاً؛ فإذا كان منخفض فهو ذو تكلفة أكبر بالنسبة لخيار الشراء، أما بالنسبة لخيار البيع فكلما كان سعر التنفيذ مرتفع زادت التكلفة<sup>107</sup>. إذا سعر التنفيذ له تأثير سلبي

103 هناك من يسميه بسعر الخيار (مثل : طارق عبد العالي حماد، مرجع سابق).

104 سوف نتطرق للخيارات بالتفصيل في الفصل الثاني من ناحية الأنواع و الأشكال، أنظر ص.

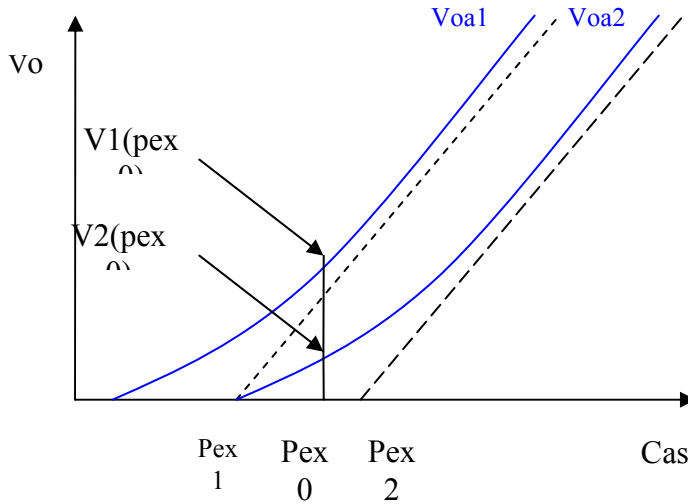
105 أوروبي أو أمريكي فالأوروبي خلال تاريخ الاستحقاق أما الأمريكي خلال مجال مدة الاستحقاق.

106 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P537.

107 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم-سندات-وفاثق استثمار-الخيارات، ص 539.

على قيمة الخيار في الحالتين؛ و هي علاقة عادية كون مشتري خيار الشراء يخشى الارتفاع فهو يهدف على التدنسة أما مشتري خيار البيع فهو يخشى الانخفاض فهو يهدف إلى التعظيم. و يمكن إبراز هذا التأثير من خلال الشكل الموالي :

الشكل (1-8) : أثر تغير سعر الممارسة على قيمة خيار الشراء



SOURCE : Pierre VERNIMEN, Op.cit, P538.

يبرز الشكل أعلاه العلاقة العكسية بين سعر الممارسة أو التنفيذ و قيمة خيار الشراء، فخيار الشراء OA1 له سعر ممارسة Pex1 أقل من الخيار OA2 الذي يساوي Pex2، بطبيعة الحال قيمة الخيار الشراء الأول VOA1 أكبر من قيمة الخيار الثاني VOA2 ، و كذلك أنه عند سعر ممارسة آخر Pex0 قيمة الخيار الأول أكبر من قيمة الخيار الثاني مما يثبت العلاقة العكسية بين سعر الممارسة و قيمة خيار الشراء.

بالإضافة إلى المعلومات المستخلصة من الشكل يمكن تصور الجهة المقابلة، حيث توجد العلاقة العكسية بين سعر الممارسة و قيمة خيار البيع.

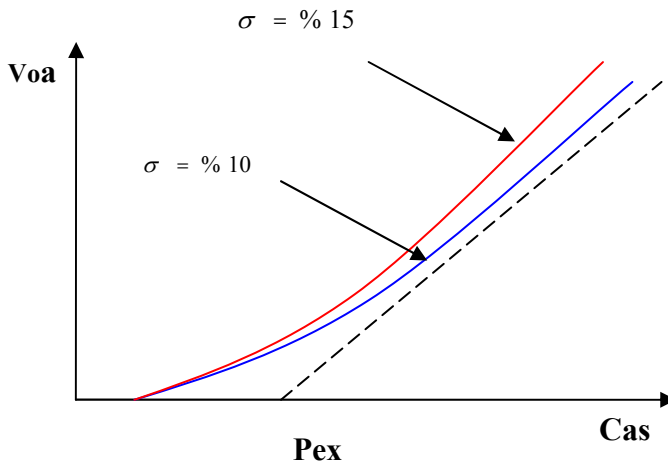
### 3-2 تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد

تعتبر التذبذبات في السعر السوقي مؤشرا لقياس درجة المخاطرة؛ و التي يمكن قياسها بالتباين (الانحراف المعياري) فبالرجوع لنظرية المحفظة كلما زاد تشتت السعر زادت المخاطرة<sup>108</sup>، و بطبيعة العلاقة المتواجدة بين المردودية و المخاطرة فزيادة تذبذب سعر الأصل محل لتعاقد ازدادت المردودية، و المتمثلة في هذه الحالة في قيمة الخيار .

على عكس العاملين السالف ذكرهما، لهذا العامل تأثير بنفس الاتجاه لنوعي الخيارات (الشراء، البيع)، فكلما زادت تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد زادت قيمة الخيار سواء كان خيار بيع أم خيار شراء و الشكل الموالي يبين ذلك.

108 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 540.

الشكل (9-1) : أثر تذبذبات أسعار الأصل محل التعاقد على قيمة الخيار



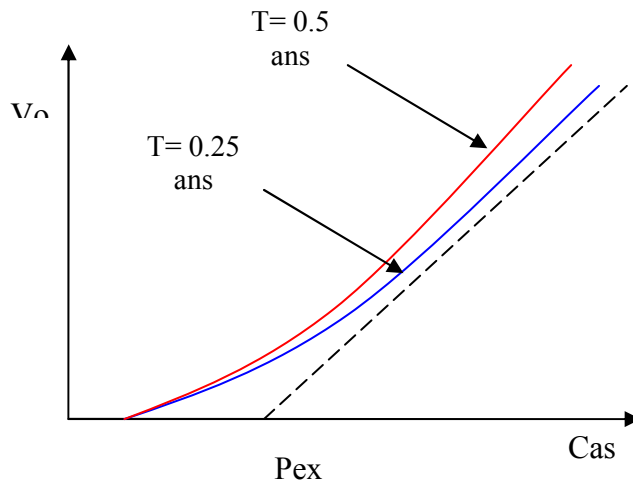
Source : Idem.

يبدو من الشكل أن لتشتت سعر الأصل محل التعاقد تأثير إيجابي على قيمة خيار الشراء، فعند  $\sigma = 10\%$  كان ميل دالة القيمة أقل من ميل دالة القيمة عند  $\sigma = 10\%$  وهذا يعكس بطبيعة الحال العلاقة الطردية بين المردودية و المخاطرة.

#### 4-2 مدة حياة الخيار

في ظل النظرية المالية هناك قيمة زمنية للنقود فكلما زادت مدة الخيار زادت التكلفة و منه القيمة الحالية للاستدانة سوف تنخفض و قيمة خيار الشراء سوف تتزايد و كذلك بالنسبة لخيار البيع و الشكل الموالي يبرز هذا الأثر.

الشكل (10-1): أثر مدة حياة الخيار على قيمة خيار الشراء



Source : Idem.

يتضح من الشكل أن لعمر الخيار تأثير إيجابي على قيمة خيار الشراء، فعند الفترة  $T=0.25$  (ربع سنة) كان ميل دالة القيمة أقل منه عند الفترة  $T=0.5$ ، و هذا ناتج بطبيعة الحال عن القيمة الزمنية للنقود المنخفضة من قيمة الاستدانة.

## 5-2 معدل الفائدة أو الكوبون

نظرا للعلاقة العكسية بين معدل الفائدة السوقي و القيمة السوقية للسهم فتأثير معدل الفائدة سلبى في حالة الارتفاع على قيمة خيار الشراء<sup>109</sup> , و إيجابى على قيمة خيار البيع، أما فيما يخص التوزيعات فهي كذلك في ظل فرضيات محدودة<sup>110</sup> .

يتضح مما سبق أن قيمة الخيار دالة متعددة المتغيرات؛ تتمثل هذه الأخيرة أساسا في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد و سعر التنفيذ، هذا الأخير معلوم و محدد في العقد لكن الآخر متغير عشوائي خاضع لعدة عوامل مما يستوجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي لاتخاذ القرار قبل فوات الأوان.

ظهرت عدة طرق لتحديد قيمة الخيار<sup>111</sup> أهم هذه الطرق الشهيرة هو نموذج BLACK-SCHOLES1973 ، الذي سمح بتقييم الخيارات الأوروبية على الأسهم في ظل فرضيات معينة، و هو ما سيتم تناوله في النقطة الموالية.

### ثانيا : نموذج BLACK-SCHOLES 1973 لتقييم الخيارات<sup>112</sup>

قدم كلا من BLACK-SCHOLES في بداية السبعينيات من هذا القرن نمودجا لتقييم الخيارات بناء على جملة من الفرضيات، حيث لقي تطبيقا كبيرا في وسط المحللين الماليين<sup>113</sup> . يقوم هذا النموذج على بناء محفظة مكونة من أصل بدون مخاطرة و أصول بها مخاطرة، و المتمثلة أساسا في الأصل محل التعاقد، و ذلك تحت محفظة من الفرضيات و التي يمكن حصرها في النقاط التالية :

#### 1- فرضيات نموذج BLACK-SCHOLES : لهذا النموذج محفظة من الفرضيات و هي :

- الخيار محل التقييم من النوع الأوروبي و ليس الأمريكي؛
- لا وجود لتكلفة الصفقات؛
- معدل المردودية بدون مخاطرة ثابت؛
- تغيرات سعر/أسعار الأصل محل التعاقد تتبع التوزيع الاحتمالي لوغاريتم الطبيعي log-normal ؛
- تباين الأسعار معلوم و متجانس؛
- السوق المالي يتميز بالكفاءة؛

109 لقد تم التركيز على السهم كون نموذج BLACK-SCHOLES استعمل لتقييم الخيارات الأوروبية على الأسهم .

110 و هي بالتفصيل في الفصل الثالث الذي خصص لهذا الإشكال بالذات.

111 هناك الطريقة البيانية و نموذج Binomial و لمزيد من التفصيل أنظر : هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007.

112 [http://www.hec.unige.ch/professeurs/SCAILLET\\_Olivier/pages\\_web/cours\\_processus/BS.pdf](http://www.hec.unige.ch/professeurs/SCAILLET_Olivier/pages_web/cours_processus/BS.pdf) consulte le 20/02/2008.

113 هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007، ص35.

- الأصول محل التعاقد لا توجد بها توزيعات أو ذات كوبون معدوم.  
تحت هذه الفرضيات تم تقديم العلاقة الرياضية لتحديد قيمة خيار الشراء على النحو التالي :

## 2- الصيغة الرياضية لنموذج BLACK-SCHOLES :

$$V_{OA} = C_{as} \cdot N(d_1) - P_{ex} e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(d_2) \dots (1-18)$$

$$d_1 = \left( \ln \left( \frac{C_{as}}{P_{ex}} \right) + (R_{sr} + 0.5\sigma^2)T \right) / \sigma \sqrt{T} \dots (1-19)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} \dots (1-20)$$

حيث :

$V_{oa}$  : قيمة خيار الشراء.

$C_{as}$  : السعر السوقي للأصل تحت التعاقد.

$N()$  : دالة كثافة القانون الطبيعي.

$P_{ex}$  : سعر الممارسة أو التنفيذ.

$e$  : أساس اللوغاريتم النيبيري .

$R_{sr}$  : معدل المدودية بدون مخاطرة .

$T$  : مدة حياة الخيار .

$\sigma^2$  : تباين السعر السوقي للأصل محل التعاقد .

ما يلاحظ على هذه الصيغة أنها تحدد الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد و سعر الممارسة بالترجيح لكيليهما باحتمال الحدوث، فبعد تحديد السعر المتوقع يتم استحداثه بدالة أسية ذات معلمتين هما معدل المدودية بدون مخاطرة و مدة حياة الخيار، على عكس الطرق التقليدية التي تعتمد على الاستحداث بمتتالية هندسية.

تتعلق الصيغة أعلاه بتحديد قيمة خيار الشراء و يمكن عرض نفس الصيغة لتحديد قيمة خيار البيع على النحو التالي :

$$V_{Ov} = -C_{as} \cdot N(-d_1) + P_{ex} e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(-d_2) \dots (1-21)$$

بعدها تم التطرق إلى قيمة الخيار و العوامل المؤثرة فيها، ثم بعد ذلك إلى التعريف بنموذج BLACK-SCHOLES الخاص بتقييم الخيارات، نحاول الآن إبراز أهمية هذه النظرية في تقييم المؤسسات و نستهل ذلك بقراءة الميزانية من هذا المنظور.

### ثالثا : قراءة الميزانية من منظور نظرية الخيارات

أدى تطور النظرية المالية عموما، و نظرية الخيارات خصوصا في مطلع السبعينيات من هذا القرن إلى حل مشاكل عجزت عن حلها النظرية المالية التقليدية و نظرية المنظمات<sup>114</sup>، فالأولى قامت على فرضية استقلالية القيمة عن الهيكل المالي، و الثانية اعتبرت المؤسسة مركز للتعاقد في ظل نظرية الوكالة و تكلفة الصفقات<sup>115</sup> دون حلول تذكر.

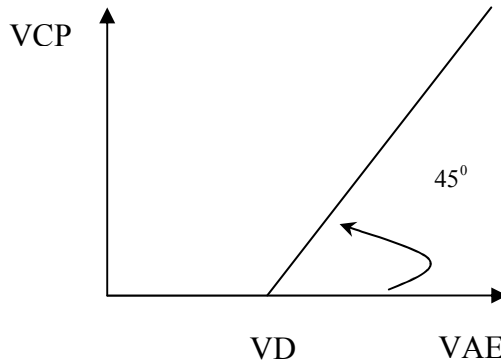
114 Galai D. et Masulis R., (1976), The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock, Journal of Financial Economics 3, PP53-81

قبل عرض الحلول التي جاءت بها هذه النظرية لا بد من قراءة الميزانية (المؤسسة) من منظور نظرية الخيارات أ ما يسمى بالقراءة الخيارية Lecteur optionnel. فبالنسبة للأسهم آجال استحقاقها غير منتهية تحت مبدأ استمرارية النشاط و المساهمون على عكس الدائنين؛ لديهم الحق في استعمال و تحويل أصول المؤسسة، بالإضافة إلى الحق في التسيير، و وضع الإستراتيجية، هم مقابل ذلك يتحملون مخاطر الاستغلال التي تتعرض لها المؤسسة. أما الدائنون فالعقد هو المحدد لنوعية الدفع و الآجال، و الضمانات المقدمة لهم، و أولوية التحصيل. هذه الأخيرة في الواقع ليست مضمونة أي أن حالة حقوق الدائنين عشوائية لأن الديون في بداية الأمر بدون مخاطر لكن بعد فترة تصبح ذات مخاطرة سواء بسبب سوء التسيير أو سوء الظروف الاقتصادية. محيط الشركة<sup>116</sup>. من المنظور الاقتصادي تتمثل قيمة الشركة في جزئين؛ جزء خاص بالملاك أو المساهمين (الأموال الخاصة)، و جزء خاص بالدائنين (الاستدانة الصافية)، ففي البداية قيمة المؤسسة تغطي الديون و الباقي للملاك لكن بعد فترة زمنية و لتكن T من يضمن للدائنين أن قيمة المؤسسة تفوق حقوقهم ؟ .

عند مدة الاستحقاق T قيمة المؤسسة لها حالتان؛ إما أن تكون أكبر من حق الدائنين، و بالتالي يحصل المساهمون على الفارق الموجب، و إما أن تكون أقل من حقوق الدائنين، و بالتالي الدائنون يتحملون عبء الفرق، و الملاك في هذه الحالة يستندون إلى شرط المخاطر غير المحدودة لمساهمتهم، و تكون قيمة الأموال الخاصة معدومة نظريا<sup>117</sup>.

نتيجة هذا التحليل عند تاريخ الاستحقاق هي بالضبط قيمة خيار شراء أوروبي، فالمساهمون يبيعون خيار شراء للدائنين بقيمة الأصل الاقتصادي بسعر ممارسة أو تنفيذ هو قيمة الديون (الاستدانة الصافية) إلى فترة استحقاق الدين هذا من جهة الملاك، كما يمكن تصور وضعية الدائنين من الجهة المقابلة. بالنسبة للدائنين قيمة الاستدانة بما مخاطرة تعادل قيمة الاستدانة بدون مخاطرة مطروحا منها تكلفة الإفلاس و هي في الحقيقة وضعية خيار بيع أوروبي، و لتوضيح ذلك نستعين بالشكل الموالي :

الشكل (11-1) : قيمة الأموال الخاصة من منظور نظرية الخيارات



المصدر : من إعداد الطالب.

يتضح من الشكل أعلاه أنه إذا فاقت قيمة الأصل الاقتصادي قيمة الديون فالمساهمون سوف يحصلون على الفرق الموجب، و في حالة العكس خسارتهم محدودة بقيمة الأموال الخاصة، على عكس الدائنين الذين يتحملون الفرق السلبي<sup>118</sup> بحجة أن الملاك لديهم مخاطر غير محدودة و أموال خاصة ذات قيمة معدومة نظريا (لا تأخذ قيمة سالبة في الشكل).

115 سوف نرى إسهامات نظرية الخيارات في حل المشاكل كتقدير تكلفة الإفلاس و حل صراع الوكالة باستخدام الأوراق المالية المهجنة .

116 BELLALAH Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information**, cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX.P7.

117 Idem.

أما عن مقدار الرصيد الباقي للملاك فهو دالة متزايدة في السعر الجاري للأصل محل التعاقد يفترض أنه في شكل دالة خطية من الدرجة الأولى ذات ميل يساوي الواحد، و هو ما عُبر عنه بـ  $45^0$ . هذا دون الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود (الاستحداث) من جهة و احتمال الحدوث من جهة أخرى، و ما تناولته النماذج التي سوف يتم التطرق لها.

#### رابعا : نماذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات

توجد تحت هذا العنوان محفظة من النماذج<sup>119</sup> لتقييم الأموال الخاصة و الاستدانة و من ثمة قيمة المؤسسة، و سوف نقوم بعرض ثلاث نماذج فقط و هي نموذج **BLACK-SCHOLES 1973** و نموذج **Galai et Masulis (1976)**، و في الأخير نموذج تقييم المؤسسات وفق نظرية الخيارات في حالة وجود تكلفة للمعلومات لـ **Bellalah et Jacquillat 1995**

#### 1- نموذج **BLACK-SCHOLES 1973** لتقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات

لا يختلف هذا النموذج عن سابقه الذي تم عرضه بصدد تقييم الخيارات من حيث الشكل إلا أن الملمات الرئيسية في النموذج قد تغيرت و أصبحت الصيغة الرياضية له كما يلي :

$$V_{cp} = AE .N(d_1) - D.e^{-R_{sr}.T} .N(d_2).....(1-22)$$

$$d_1 = \left( \ln\left(\frac{AE}{D}\right) + (R_{sr} + 0.5\sigma^2)T \right) / \sigma\sqrt{T} .....(1-23)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} .....(1-24)$$

حيث :

$V_{CP}$  : قيمة الأموال الخاصة (خيار الشراء).

$AE$  : القيمة السوقية للأصل الاقتصادي.

$N()$  : دالة كثافة احتمال القانون الطبيعي.

$D$  : قيمة الاستدانة عند تاريخ الاستحقاق.

$e$  : أساس اللوغاريتم النيبيري (...2.71).

$R_{sr}$  : معدل المدودية بدون مخاطرة .

$T$  : مدة استحقاق الدين .

هذا من جهة الملاك (خيار الشراء)، و يمكن كذلك حساب تكلفة الإفلاس من جهة أخرى و التي هي عبارة عن قيمة

خيار البيع<sup>120</sup> ، بالعلاقة التالية :

$$CF = -AE .N(-d_1) + D .e^{-R_{sr}.T} .N(-d_2)....(1-25)$$

118 من قبل كان يعتقد أن الدائنين لا يتحملون مخاطرة و الآن وفقا لنظرية الخيارات لديهم مخاطر و من ثمة لابد من المطالبة بعلاوة لهذه المخاطر التي يتحملونها.

119 Modèle de Jarrow et Rudd (1982).

120 الدائنون باعوا خيار بيع للملاك فعند انخفاض قيمة الأصل الاقتصادي عن الاستدانة سوف يتحمل الدائنون الفرق.

بعد عرض هذا النموذج يمكن الوقوف على مدلول كل من  $N(d1), N(d2)$  فهذه الأخيرة تمثل احتمال بلوغ قيمة الأصل الاقتصادي ذلك المبلغ، و نفس الشيء بالنسبة للأخرى تمثل احتمال بلوغ الديون ذلك المبلغ. ما يمكن قوله حول كل هذا النموذج أنه ذو أهمية بالغة كونه يأخذ في الحسبان البعد التوقعي (احتمال الحدوث) أولاً، و الاستحداث ثانياً<sup>121</sup>. إلا أنه ينطوي على بعض النقائص مثل الخلط بين مدة استحقاق الدين و مدة حياة المؤسسة، ففي الخيارات الحقيقية تم وضع مدة حياة الخيار، و في تقييم المؤسسات تم وضع مدة استحقاق الدين، النموذج الموالي هو تطور لسابقه مع إدخال بع التغيرات الطفيفة و التفسيرات الجدمهمة.

## 2- نموذج Galai et Masulis (1976) :

هذا النموذج هو امتداد لنموذج BLACK-SCHOLES 1973، حيث أعيد النظر في المدة و الصيغة الرياضية هي :

$$V_{cp} = AE \cdot N(d_1) - D \cdot e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(d_2) \dots (1 - 26)$$

$$d_1 = \left( \ln\left(\frac{AE}{D}\right) + (R_{sr} + 0.5\sigma^2)T \right) / \sigma \sqrt{T} \dots (1 - 27)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma T \dots (1 - 28)$$

يمكن حساب قيمة خيار البيع بنفس الطريقة، و بخصوص هذا النموذج سمح بتقديم تفسيرات في منته الدقة و الأهمية في مجال مالية المؤسسة من خلال دراسة تغيرات دالة الأموال الخاصة بالنسبة للمعلمات  $V_{cp}, D, AE, R_{sr}, T$ . حيث توصلنا<sup>122</sup> إلى أن :

▪ ترتفع قيمة الأموال الخاصة مع ارتفاع قيمة المؤسسة لأن :  $\partial V_{CP} / \partial AE > 0$

▪ تزداد قيمة الأموال الخاصة مع ارتفاع معدل المردودية بدون مخاطرة لأن :  $\partial V_{CP} / \partial R_{sr} > 0$

▪ ترتفع قيمة الأموال الخاصة مع التباين لأن :  $\partial V_{CP} / \partial \sigma^2 > 0$

▪ ترتفع قيمة الأموال الخاصة مع ارتفاع مدة حياة المؤسسة المحتملة لأن :  $\partial V_{CP} / \partial T > 0$

▪ تنخفض قيمة الأموال الخاصة مع ارتفاع قيمة الديون لأن :  $\partial V_{CP} / \partial V_d < 0$

يقوم النموذجان السابقان على فرضيات عدة أهمها كفاءة السوق المالي، التي تقضي بأنه لا وجود لتكلفة الصفقات و لتكلفة المعلومات، لذلك اقترح نموذج آخر؛ و هو نموذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات في حالة وجود تكلفة للمعلومات من طرف (Bellalah et Jacquillat (1995).

## 3- نموذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات في حالة وجود تكاليف للمعلومة

اقترح هذا النموذج من طرف (Bellalah et Jacquillat (1995)<sup>123</sup> و هو عبارة عن نموذج جمع بين نموذج BLACK-SCHOLES 1973، و نموذج MERTON 1987 الخاص بتقييم الأصول المالية في حالة وجود تكلفة للمعلومات<sup>124</sup> (MEDAFI).

121 بطبيعة الحال من قبل في الطرق التقليدية للتقييم كان الاستحداث و فقا لمتتالية هندسية أساسها  $(1+k)$  لمدة  $t$ ، أما من الآن فصاعدا يتم استحداث و فقا لدالة أسية متغيراتها هي معدل المردودية بدون مخطر و المدة  $t$ ، المتتالية الهندسية هي دالة أسية لكن أساسها أقل من 2 كون الأساس  $(1+k)$  و  $k$  أقل 100%، و الدالة الأسية أساسها أكبر من 2 أي كلما زادت المخاطرة زادت دالة الاستحداث تسارعا.

122 Galai D. et Masulis R., Op.cit, 53-81.

123 Bellalah M., Jacquillat B., (1995), " **Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests**", Financial Review, August : 617-635.

124 انظر الفصل الثاني.



تتمثل القيمة المضافة لهذا النموذج في تقييم الخيارات فمع الأخذ في الحسبان تكاليف المعلومة المتعلقة بالأصل محل التعاقد عند التقييم، و التي تم تقسيمها إلى نوعين الأول خاص بمعالجة المعطيات المتعلقة بالأصل محل التعاقد، و الثاني يتمثل في تكلفة إنتاج و إرسال المعلومة من طرف الشركة و هي أساس نظرية الإشارة، و ذلك بناءً على العلاقة الرياضية التالية :

$$V_{cp} = V_{AE} \cdot e^{(\lambda_{AE} - \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d1) - V_D \cdot e^{-(R_{sr} + \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d2) \dots (1 - 29)$$

$$d1 = \left[ \ln(V_{AE} / V_D) + (R_{SR} + \lambda_{AE} + 0.5\sigma^2) \cdot T \right] / \sigma \sqrt{T} \dots (1 - 30)$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{T} \dots (1 - 31)$$

حيث :

$\lambda_{CP}$  : تكلفة المعلومة المتعلقة بقيمة الأسهم أو الأموال الخاصة.

$\lambda_{AE}$  : تكلفة المعلومة المتعلقة بالأصل الاقتصادي للشركة.

بنفس الأسلوب المعتمد يمكن حساب قيمة خيار البيع في ظل وجود تكاليف للمعلومة و ذلك كما في نموذج BLACK-SCHOLES 1973. و في حالة تساوي كل من  $\lambda_{AE}$  و  $\lambda_{CP}$  يصبح هذا النموذج لا يختلف عن سابقه<sup>125</sup>. دراسة تغيرات دالة الأموال بالنسبة للمعلومات  $T, \lambda_{CP}, \lambda_{AE}, \sigma^2, R_{SR}, V_D, V_{AE}$  سمح باستخلاص نتائج ذات أهمية بالغة في مالية المؤسسة لم يتم التوصل إليها في النظرية المالية التقليدية خاصة في النماذج المعيارية التي لا تأخذ في الحسبان تكاليف المعلومة، و النتائج هي :

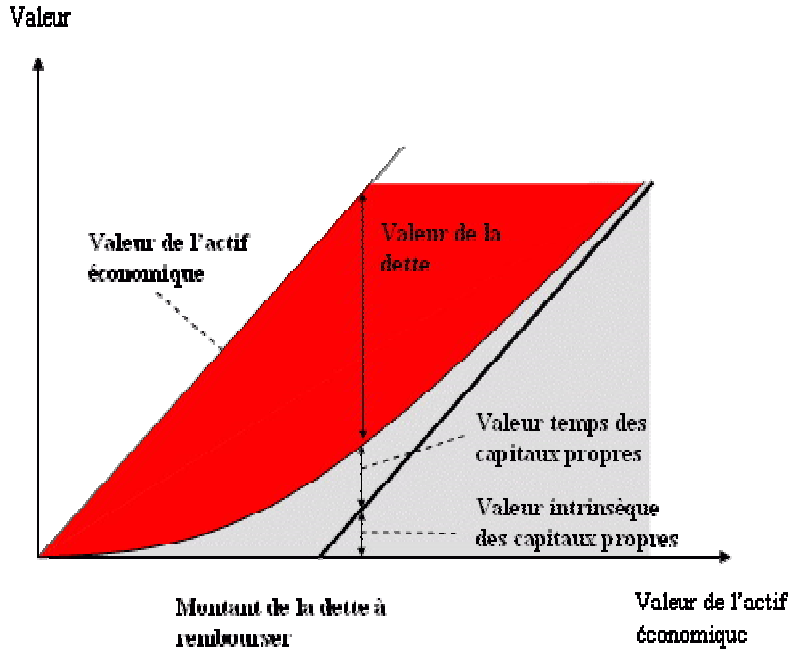
- قيمة الأموال الخاصة في تزايد مادامت قيمة المؤسسة كذلك و لكون أن المشتقة الأولى لدالة الأموال الخاصة بالنسبة لقيمة الأصل الاقتصادي موجبة  $(1 - 32) \dots \in [0,1]$   $\partial V_{CP} / \partial V_{AE} = \Delta V_{CP} = e^{(\lambda_{AE} - \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d1)$ .
- قيمة الأموال الخاصة في تزايد مادام معدل الفائدة كذلك و لكون أن المشتقة الأولى لدالة الأموال الخاصة بالنسبة لمعدل المردودية بدون مخاطرة موجبة :  $(1 - 33) \dots \langle 0 \dots \partial V_{CP} / \partial R_{SR} = T \cdot e^{(R_{SR} + \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d2) \rangle$ .
- قيمة الأموال الخاصة في تزايد مادام التشتت أو المخاطرة كذلك و لكون أن المشتقة الأولى لدالة الأموال الخاصة بالنسبة لمعدل المردودية بدون مخاطرة موجبة :  $(1 - 34) \dots \langle 0 \dots \partial V_{CP} / \partial \sigma^2 = D \cdot e^{(R_{SR} + \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d2) \rangle$ .
- قيمة الأموال الخاصة في تزايد مادامت مدة حياة المؤسسة المحتملة كذلك و لكون أن المشتقة الأولى لدالة الأموال الخاصة بالنسبة لمدة حياة المؤسسة المحتملة موجبة.

$$V_{cp} = V_{AE} (\lambda_{AE} - \lambda_{CP}) \cdot e^{(\lambda_{AE} - \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d1) + (R_{sr} + \lambda_{CP}) \cdot T \cdot N(d2) \cdot V_D \cdot e^{-(R_{sr} + \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d2) \rangle 0 \dots (1 - 35)$$

- قيمة الأموال الخاصة في تناقص مادامت القيمة الاسمية للاستدانة تزايد و لكون أن المشتقة الأولى لدالة الأموال الخاصة بالنسبة للاستدانة سالبة :  $(1 - 36) \dots \langle 0 \dots \partial V_{CP} / \partial V_D = -D \cdot e^{-(R_{SR} + \lambda_{CP}) \cdot T} \cdot N(d2) \rangle$ .
- ما دامت تكاليف المعلومة في تزايد، قيمة الأموال الخاصة في تناقص، حيث نجد المشتقة الأولى لدالة الأموال الخاصة بالنسبة لتكاليف المعلومة سالبة :  $(1 - 37) \dots \langle 0 \dots \partial V_{CP} / \partial \lambda_{AE} \langle 0 \wedge \partial V_{CP} / \partial \lambda_{CP} \langle 0 \dots$

تهدف النماذج الثلاثة التي تم عرضها إلى تقييم الأموال الخاصة و الاستدانة، و من ثمة لقيمة المؤسسة من منظور نظرية الخيارات، و لإبراز أهمية هذه النظرية نعرض الشكل التالي لإبراز تقسيم قيمة المؤسسة من ناحية المساهمين :

الشكل (1-12) : تقسيم قيمة الأصل الاقتصادي من منظور المساهمين<sup>126</sup> (خيار الشراء)



Source : Pierre VERNIMEN, Op.cit, P686.

يتضح من الشكل أنه في حالة التأكد تصبح قيمة الأموال الخاصة هي الفرق بين قيمة الأصل الاقتصادي و قيمة الديون (VCP=VAE-VD)، القيمة (VCP) في هذه الحالة هي دالة خطية في الأصل الاقتصادي ذات ميل مساو لـ1، لكن مع الأخذ في الحسبان نسبة الاحتمال و استحداث الاستدانة تصبح قيمة الأموال الخاصة أكبر من القيمة الجوهرية بالفرق، و منه قيمة الأموال الخاصة هي المجموع الجبري للقيمتين الجوهرية و الزمنية<sup>127</sup> و المعبر عنها هندسياً بالمساحة المحصورة بين حامل محور الفواصل و منحنى دالة الأموال الخاصة.

القيمة الجوهرية للأموال الخاصة عند انعدام الاستدانة هي قيمة الأصل الاقتصادي؛ أي دالة خطية و المتمثلة في معادلة المنصف الأول، و ما دام الأصل الاقتصادي هو المجموع الجبري للأموال الخاصة و الاستدانة، فإن قيمة الاستدانة هندسياً هي المساحة المحصورة بين حامل محور الفواصل و المنصف الأول مطروحا منها قيمة الأموال الخاصة الكلية (الجوهرية و الزمنية)،

بالرغم من الإسهامات الجدهامة التي قدمتها هذه النظرية في مجال تقييم المؤسسات و الأوراق المالية، خاصة المهجنة منها، إلا أن لها حدود يمكن حصر أهمها في النقاط التالية :

126 معرفة تقسيم قيمة المؤسسة من منظور الدائنين (خيار البيع) أنظر الفصل الثاني.

127 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P658.

خامسا : حدود نظرية الخيار في مجال تقييم المؤسسات : توجد مجموعة من الانتقادات الموجهة للتقييم من هذا المنظور هي :

### 1- حدود القراءة الخيارية للميزانية (للمؤسسة)

- الطبيعة القانونية للمؤسسة : يقوم التفسير المقدم للقراءة الخيارية للميزانية على الخسارة المحدودة للمساهمين، نعم هذا في حالة المؤسسة ذات أسهم SPA ممكن، لكن في الواقع توجد مؤسسات ذات طبيعة مختلفة فشركة التضامن عند الإفلاس تتعدى إلى ممتلكات الشخص الطبيعي، لذلك يسقط هذا التفسير في هذا النوع من المؤسسات.
- اعتبار الأصل الاقتصادي مكون من الأموال الخاصة و الاستدانة : في حالة استخدام أوراق مالية مهجنة كالسندات القابلة للتحويل أسهم ORA... ، لا يمكن تقسيم هذا الأصل إلى أموال خاصة و استدانة فقط، فكيف يتم تصنيف المهجين ؟

### 2- حدود نماذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات

- الديون ذات الكوبون المعدوم : يعتبر هذا النوع قليل في الواقع العملي؛ ففي التعاملات البنكية عادة توجد مدفوعات دورية بما أقساط للتسديد و مصاريف مالية.
  - افتراض عدم وجود توزيعات : يوجد في الواقع للتوزيعات أثر بالغ الأهمية على قيمة المؤسسة حيث خصص لها فصل كامل في هذه الدراسة<sup>128</sup>.
  - تجانس التباين : بعد أزمة الاثنين الأسود ظهرت نماذج تثبت عدم تجانس التباين<sup>129</sup> و تحاول نمذجة هذه المخاطرة و نجد من بينها نماذج ARCH, GARCH.
  - لوغاريتم القانون الطبيعي.
  - فرض كفاءة السوق المالي : تبقى هذه الفرضية نظرية، حيث هناك ضرائب و تكلفة للصفقات، بالرغم من أن تكاليف المعلومة تم تقديم نموذج يجويها.
  - فرضية ثبات مدة استحقاق : إجمالي الديون يصعب أن يوجد لها تاريخ موحد؛ فقد تكون الاستدانة ذات تواريخ استحقاق متباينة أو خلال مجال محدد، حيث نكون بصدد خيار أمريكي و ليس أوروبي أين يفشل النموذج للتقييم.
- دار الباحثان الأول و الثاني من هذا الفصل حول مفهوم القيمة في النظرية المالية و طرق التقييم النظرية و في الواقع العملي، و في الأخير تم التطرق لإسهامات نظرية الخيارات في تقييم المؤسسات و النتائج الحديثة المتوصل إليها، ليبقى المبحث الثالث من هذا الفصل و الذي خصص لأهم المتغيرات المؤثرة على قيمة المؤسسة و التي تم تقسيمها من منظور استراتيجي إلى متغيرات من المحيط الداخلي و متغيرات من المحيط الخارجي.

### المبحث الثالث : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيطين الداخلي و الخارجي.

يعالج هذا المبحث علاقة و تأثير متغيرات المحيط الخارجي على قيمة المؤسسة، و المتمثلة أساسا في المتغيرات الكلية الاقتصادية منها و المالية و النقدية، و التي لها صفة الانتظام و الشمولية، و التي تمثل كذلك مخاطر لا يمكن التحكم فيها لكن

128 أنظر الفصل الثالث للجانب النظري و نتائج دراسة حالة للجانب التطبيقي.

129 انظر : هتهات سعيد، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.

لا بد من تسييرها و التقليل من آثارها. هذا في المطلب الأول أما المطلب الثاني فهو يدور حول المتغيرات ذات المنبع الداخلي و التي يمكن التحكم فيها و السيطرة عليها؛ و تتمثل بالأساس في ميكانيزمات الحوكمة، إستراتيجية النمو الخارجي ، التسعير و التسعير المتعدد بالبورصة،

### المطلب الأول : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيط الخارجي

تعتبر المؤسسة كيان مفتوح يؤثر و يتأثر بـ/في المحيط، هذا الأخير ينطوي على فرص قد تستغل لتحقيق ميزة تنافسية و إنشاء القيمة، و مخاطر تهدد بقاء المؤسسة و تؤدي إلى تدمير القيمة، هذه المخاطر ذات طبيعة نظامية تشمل جميع المؤسسات و تتمثل في متغيرات كلية و يمكن تقسيمها على النحو التالي :

- متغيرات اقتصادية و هي : الناتج المحلي الخام (PIB)، مستوى البطالة، التضخم، سعر الصرف.
- متغيرات نقدية و مالية و هي : معدل الفائدة، الكتلة النقدية، معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي، الاحتياطي القانوني. الضرائب، الإنفاق الحكومي.

النشاط الاقتصادي ذو شقين؛ الأول يتمثل في الدائرة الحقيقية و المتمثلة في السلع و الخدمات و تحركاتها، و الثاني يتمثل في الدائرة المالية و النقدية و هي الجهة المقابلة لحركة السلع و الخدمات، و بالتالي السوق المالي هو مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي، فمن المفروض أن ازدهار النشاط الاقتصادي يصاحبه ازدهار في السوق المالي و النقدي و العكس بالعكس، لكن الإشكال المطروح ما مدى تأثير المتغيرات الكلية على قيمة المؤسسة ؟ هل هناك علاقة بين هذين المتغيرين ؟ و ما طبيعتها إن وجدت ؟

### أولا : نتائج لدراسات سابقة حول علاقة هذه المتغيرات الاقتصادية و المالية

قبل التطرق لآلية تأثير هذه المتغيرات على قيمة المؤسسة نقوم بعرض ثلة من الدراسات حول علاقة هذه المتغيرات و تأثيرها ببعضها البعض و نستهلها بمقاربة (Alain Cotta 1976) التي اعتمد فيها على الارتباط المتعدد، حيث أثبت أن هناك ارتباط داخلي متحرك لتذبذبات أسعار الفائدة الداخلية، وهذه الأخيرة مفسرة بمعدلات الفائدة الأجنبية و سعر الصرف، و الإنتاج الوطني ، مستخدما المتغيرات المفسرة هي (التضخم، النمو الحقيقي، متغيرات نقدية)، و متغيرات المفسرة ذات طبيعة خارجية هي : سعر الصرف، رصيد الميزان التجاري، معدل الفائدة الخارجي (الأجنبي).

اختبرت المقاربة الثانية إذا ما كان نمو و تطور المتغيرات الاقتصادية يحسن من التنبؤ بمسئو معدل الفائدة أو عوائد الأسهم، فنظرية التقييم بالمراجعة<sup>130</sup> (APT/MEA) لـ ROSS 1976، قدمت نموذج متعدد المتغيرات، حيث عوائد الأسهم دالة تابعة لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية و النقدية دون تحديد أو حصر لهذه العوامل، حيث ظهرت دراسات لتجاوز هذا الإشكال منها دراسة (Chen, Roll et Ross 1983) التي أثبتت أن هناك أربعة عوامل ذات معنوية على مستوى السوق الأمريكي؛ و هي الإنتاج الصناعي، تغيير علاوة الإفلاس، التضخم غير المتوقع، و الفرق بين معدلي الفائدة القصير و الطويل على سندات الدولة.

130 سوف نتطرق لهذا النموذج بالتفصيل في تحديد معدل المدودية المطلوب في الفصل الموالي.

دراسة Fontaine (1987) حددت العوامل المرتبطة بالتطورات غير المتوقعة للمتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على مردودية الأصول المالية، حيث تم تحديد ستة عوامل ذات معنوية منها خمسة اقتصادية و هي : مردودية محفظة السوق، الميزان التجاري، مردودية المحفظة، التغيرات غير المتوقعة لمعدلات التضخم، معدل الإنتاج، معدل الفائدة قصير الأجل، معدل نمو الكتلة النقدية .

دراسة جبار محفوظ<sup>131</sup> (2007) أثبتت أن هناك ارتباط بين أسعار الأسهم العربية فيما بينها و استقلالها عن الدولية مما يجعلها بعيدة نوعا ما على الأزمات الدولية، و أن الأسعار مستقلة عن بعض المتغيرات كسعر الصرف و سعر البترول في معظم الدول التي هي في حيز الدراسة. بعد عرض هذه الدراسات سوف يتم تفسير كيفية تأثير المتغيرات الكلية على قيمة المؤسسة، .

ثانيا : المتغيرات الاقتصادية و قيمة المؤسسة

## 1- الناتج المحلي الخام (PIB) :

يتمثل الناتج المحلي الخام في مجمل السلع و الخدمات المنتجة داخل حدود الوطن، و هو أحد المؤشرات الهامة للحالة الاقتصادية الكلية؛ فكلما ارتفع دل على انتعاش الاقتصاد الوطني، حيث نمو الجانب الحقيقي يصاحبه نمو في الجانب النقدي و المالي مما ينعكس على السوق المالي بالإيجاب و من ثمة على قيمة المؤسسة، لكن لا بد من التفرقة بين الناتج المحلي الخام الاسمي و الحقيقي فهذا الأخير هو الذي يؤخذ في الحسبان كونه خالٍ من أثر التضخم هذا من جهة، و معرفة مصدر النمو من جهة أخرى خاصة عند اعتماد التحليل الأساسي كمنهج لبناء المحفظة المالية<sup>132</sup>، حيث يساعد في اختيار القطاع الأكثر جاذبية. ينصح للاستفادة أكثر من هذا المؤشر بتقسيمه إلى الأجزاء التالية : إنفاق الاستهلاكي ، إنفاق استثماري، إنفاق حكومي، تصدير و استيراد ، حيث هذا التقسيم يسمح بالحصول على التنبؤات الدقيقة عن الظروف فمثلا الإنفاق الاستهلاكي يتم تقسيمه إلى الإنفاق على السلع المعمرة(معدات، تجهيزات...)، و الإنفاق على السلع ذات الاستهلاك النهائي (الأطعمة، الألبسة...)، و الخدمات (التعليم، السياحة، الصحة...). يعتبر هذا المؤشر ذو دلالة قوية حيث أن الدولة ليس لديها تأثير كبير عليه مقارنة بالمؤشرات الأخرى و التي سوف نتناولها لاحقا.

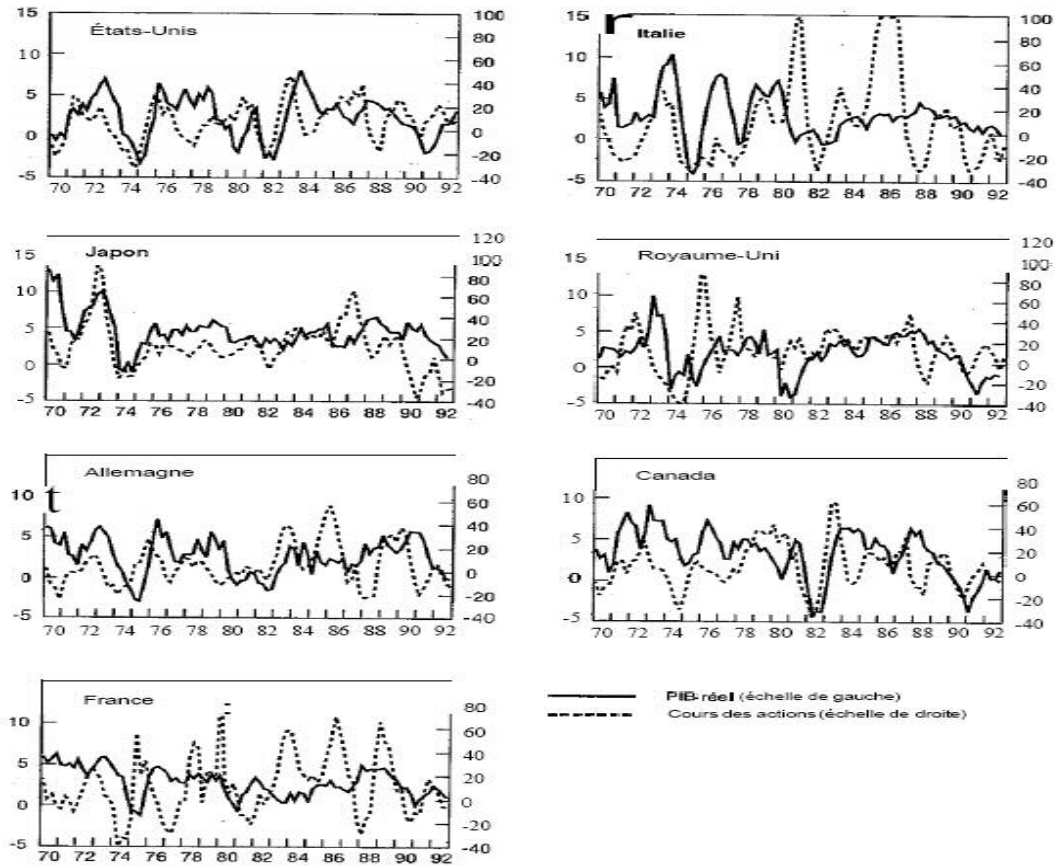
لإبراز علاقة هذا المؤشر بأسعار الأسهم (قيمة المؤسسة) نعرض ملخص نتائج دراسة<sup>133</sup> Warren TEASE 1990 و التي شملت سبع دول من منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCED)، حيث استخدم الباحث نموذج أشعة الانحدار الذاتي بدرجة تكامل 4، و توصل إلى أن سعر الفائدة الاسمي، الناتج المحلي الخام و أسعار الأسهم نفسها تفسر التغيرات في أسعار أسهم هذه الدول عدا ألمانيا التي لم تحض بمعنوية إحصائية. و لإبراز ارتباط و تأثير الناتج المحلي الخام نعرض الشكل الموالي.

131 جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية و التطبيق : دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع و الآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أفريل 2007.

132 محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص42.

133 Warren Tease, Op.Cit, P56.

الشكل (1-13): العلاقة بين الناتج المحلي الخام الحقيقي و أسعار الأسهم لـ 7 دول خلال الفترة : 1992-1970



Source : Warren Tease, Op.Cit, P53.

نلاحظ من خلال الشكل أن كل الدول باستثناء إيطاليا و فرنسا، تتأثر أسعار الأسهم بدرجة كبيرة و ترتبط كذلك بمستوى الناتج المحلي الخام، حيث نجد اقتراب كبير الذي يدل على الارتباط و كذلك بعض الإشارات المستمدة من اتجاه أسعار ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا نلاحظ في سنة 83 أسعار الأسهم بلغت أقصاها و بدأت في التراجع و في نفس الفترة الناتج المحلي الحقيقي في استمرار لكن استجاب للتراجع بعدها.

أما إيطاليا خلال فترة 1980-70 كان هنا ارتباط نوعا ما لكن بعد هذه الفترة هناك مغالاة في أسعار الأسهم و في فرنسا بالرغم من وجود نفس اتجاه خلال بعض الفترات إلا أن هناك عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين و هو ما أثبتته نتائج اختبار وجود علاقة سببية. مفهوم قرائن بين أسعار الأسهم و الناتج المحلي الخام و الاستثمار كذلك، وهو ما يبرزه الجدول التالي :

الجدول (1-3) : اختبار السببية لقرائن بين أسعار الأسهم PIB و I لدول OCED خلال الفترة 1992-1970.

|             | Lien de causalité entre les cours des actions et |          | Lien de causalité entre :                |                                 |
|-------------|--|----------|--|---------------------------------|
|             | L'investissement                                 | Le PIB   | L'investissement et les cours des action | Le PIB et les cours des actions |
| Etas-unis   | 0,0005**   | 0,0136*  | 0,0092**                                 | 0,291                           |
| Japon       | 0,032*   | 0,0151   | 0,1761                                   | 0,499                           |
| Allemagne   | 0,1959   | 0,0011** | 0,1353                                   | 0,0263*                         |
| France      | 0,3773   | 0,7667   | 0,6837                                   | 0,4794                          |
| Italie      | 0,7295   | 0,9149   | 0,9992                                   | 0,6074                          |
| Royaume-Uni | 0,0904*  | 0,0193   | 0,3468*                                  | 0,8587                          |
| Canada      | 0,0966   | 0,0271** | 0,3475                                   | 0,7244                          |

Source : Warren Tease, Op.Cit, P56.

\*, \*\*: سببية ذات معنوية إحصائية عند نسبة مجازفة 10%, 1% على التوالي.

## 2- التضخم

يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، أو في تدهور القدرة الشرائية للنقود، فارتفاعه يعني ارتفاع تكلفة التمويل و التي تعتبر معدل استحداث التدفقات المستقبلية المتوقعة، ارتفاع هذا المعدل يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بافتراض ثبات العوامل الأخرى حيث أن هناك تأثير متبادل بين المتغيرات الكلية و معدل التضخم و بالأحرى المتغيرات النقدية. لكن الإشكال المطروح هل تغيّر أسعار الأسهم يدفع الحكومة إلى تعديل السياسة النقدية؟ أم السياسة النقدية تؤدي إلى تعديل أسعار السهم؟، و بالرغم من أهمية هذا الإشكال، فهو ليس موضوعنا هنا إلا أن هناك من يرى أن تغيّر أسعار الأسهم يدفع الحكومة إلى تعديل السياسة النقدية كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1991 حيث ندد المستثمرون بتخفيض معدل الفائدة عن طريق زيادة العروض النقدي مما أدى زيادة الاستثمار<sup>134</sup> و تراجع تكلفة رأس المال (k).

يعرف الاقتصاد دورات تجارية دورية من فترة الراج، الاستقرار، الانكماش، خلال المرور بدورة من هذه الدورات ففي حال الكساد تتبع الدولة سياسة توسعية حيث تستخدم الدولة بعض الأدوات لتوجيه النشاط الاقتصادي أهمها الأدوات النقدية و المالية.

### ثالثا : أدوات السياسة النقدية و قيمة المؤسسة

يستخدم البنك المركزي لتسيير العرض النقدي داخل الدولة مجموعة من الأدوات، تسمى بأدوات السياسة النقدية و المتمثلة خصيصا في معدل الفائدة، معدل إعادة الخصم، الكتلة النقدية و الاحتياطي القانوني. هذه الأدوات قد يكون لها أثر إيجابي كما قد يكون سلبي، فزيادة العرض النقدي تؤدي إلى تراجع معدل الفائدة مما يشجع على الاستثمار و منه ارتفاع قيمة المؤسسة، أو من جهة أخرى يؤدي على زيادة الإنتاج و تراجع معدلات البطالة الأمر الذي يزيد من الطلب على منتجات الشركات و منه زيادة المبيعات فالأرباح و منه ارتفاع قيمة المؤسسة. كما أن زيادة العرض النقدي قد تؤدي إلى زيادة معدلات التضخم و منه تراجع قيمة المؤسسة.

يعتبر كل من الاحتياطي القانوني و معدل إعادة الخصم تكلفة؛ فالأول تكلفة لفرصة ضائعة أو بديلة، و الثاني تكلفة حقيقية مباشرة، و بطبيعة العلاقة العكسية بين التكلفة القيمة فزيادة هذين العنصرين يؤدي إلى تراجع قيمة المؤسسة.

رابعا : أدوات السياسة المالية و قيمة المؤسسة : هناك أداتان أساسيتان و هما الإنفاق الحكومي و الضرائب.

## 1- الضرائب

بالإضافة للهدف الكلاسيكي للضرائب و المتمثل في زيادة الإيرادات العامة هناك هدف نيوكلاسيكي يتمثل في توجيه النشاط الاقتصادي، ففي مرحلة الركود أو الكساد ينخفض الطلب الإجمالي على السلع و الخدمات و يتراجع الاستثمار، و نتيجة لذلك تقوم السلطة بإتباع سياسة توسعية من خلال خفض معدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات و منه زيادة قيمتها، و العكس تماما في حالة زيادة معدلات الضرائب. كما قد يؤدي تخفيض معدل الضريبة على دخل الفرد على زيادة دخله و من ثمة زيادة الاستهلاك، و منه زيادة الطلب على منتجات المؤسسات و بالتالي رفع قيمة المؤسسة. هذا عن الضرائب المباشرة أما عن الضرائب غير المباشرة<sup>135</sup> فبالرغم من أنها لا تمثل عبء على المؤسسة إلا أن لها تأثير كبير على قيمة

134 محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص 42-47.

135 مثل الرسم على القيمة المضافة TVA أين تكون المؤسسة كوسيط بين إدارة الضرائب و المستهلك أو الخاضع للضريبة.

المؤسسة سواء بطريقة مباشرة عن طريق الأثر السلبي الذي قد تتركه على خزينة المؤسسة خاصة في مرحلة الانطلاق أين يكون بالمؤسسة استهلاك كبير للسيولة، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق التأثير على أسعار منتجات المؤسسة و منه تراجع الطلب فالمبيعات و منه انخفاض قيمة المؤسسة.

هناك جهة أخرى كذلك لتأثير الضرائب على قيمة المؤسسة من خلال الاقتصاد في الضريبة الناجم عن المصاريف المالية، أو من خلال الضريبة الشخصية على فوائض القيمة و التوزيعات<sup>136</sup> التي تخضع للاقتطاع من المنبع، كما قد تستخدم الدولة الضريبة لإنعاش مناطق جغرافية قطاعات معينة أو مما يستوجب على المسير أن يكون ذو دراية على القوانين و مشاريع القوانين المتعلق بالمزايا الجبائية الممنوحة لتعظيم قيمة المؤسسة سواء كان التوسع أفقياً أو عمودياً حيث أن المزايا الجبائية تفتح أمام المسير محفظة من الأنشطة و القطاعات و التي تمثل فرصاً بالحيط الخارجي لا بد من استغلالها لتعظيم القيمة .

## 2- الإنفاق الحكومي

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الإجمالي، أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين أو لمنطقة معينة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على قيمة المؤسسة. فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع<sup>137</sup> و منه زيادة الطلب على أسهم الشركات الناشطة في ذلك القطاع أي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

## 3- سعر الصرف

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة و انفتاح الأسواق العالمية خاصة في ظل منظمة التجارة العالمية أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث زادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية. فسعر الصرف مخطر لجميع المؤسسات بصفة عامة و المؤسسات في مجال التصدير و الاستيراد بصفة خاصة، و المسير لا بد أن يسير هذا المخطر بمختلف التقنيات المتاحة في الحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية و الخيارات لمواجهة هذا الشبح الذي قد يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية للمخطر إن كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف و منه تحقيق أرباح مما يؤدي على زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى.

و بخصوص هذا المخطر ظهرت عدّة دراسات ميدانية نذكر منها على سبيل الذكر لا الحصر دراسة (2004) <sup>138</sup> Salma MEFTEH و التي شملت 100 مؤسسة فرنسية مسعرة ببورصة باريس في مجال التصدير حيث تم تحديد حد أدنى بنسبة 10% من المبيعات موجهة للخارج خلال الفترة الممتدة ما بين 1996/01/01-2001/31/12. هذه الدراسة تختبر العلاقة بين تغيرات سعر الصرف و قيمة المؤسسة (أسعار الأسهم) ، و دلت النتائج على أن 27% من المؤسسات لها حساسية ذات معنوية إحصائية لتغيرات سعر الصرف، و أن مخطر سعر الصرف على المتوسط غير مرتفع بقيمة

136 انظر الفصل الثالث .

137 يظهر تأثير الإنفاق الحكومي على الاستثمار من خلال مضاعف الإنفاق الحكومي.

138 Salma MEFTEH, **La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture: le cas français.** in cahiers de recherche n°200404, Université Paris IX Dauphine.P12.



مطلقة فخلال السنوات الثلاث الأولى بلغت الحساسية 40% و في الفترة الباقية انخفضت الحساسية إلى 20% و ارجع الباحث هذا التراجع المهم إلى أثر التعامل باليورو.

أما بخصوص المحددات فقد بينت نتائج الدراسة أن كل من حجم المبيعات بالخارج، مستوى السيولة و حجم المؤسسة، لها ارتباط ذو دلالة إحصائية لوضعية المؤسسة تجاه تذبذبات سعر الصرف و هذا الأخير (الحجم) يسمح للمؤسسات اللجوء إلى التعامل بالمشترقات المالية لمواجهة هذا المخطر.

توصلت في هذا الصدد على مستوى المنطقة العربية دراسة جبار محفوظ<sup>139</sup> (2007) التي اختبرت أثر أسعار النفط و أسعار صرف العملات الوطنية و سعر صرف الدولار الأمريكي على أسعار أسهم هذه الدول خلال النصف الأول من سنة 2005 حيث وجدت علاقة يمكن إيضاحها من خلا الجدول التالي :

الجدول (1-4) : معاملات التحديد  $R^2$  % بين أسعار أسهم الدول العربية<sup>140</sup> و أسعار البترول و سعر صرف الدولار لمشاهدات يومية خلال المنتصف الأول لسنة 2005.

| DV<br>IV | SA        | KW        | EG | JR | QT        | DB        | AD        | BH        | OM        | MR  | TI |
|----------|-----------|-----------|----|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|----|
| BRT      | 48        | 45        | 7  | 44 | <b>64</b> | 32        | <b>54</b> | <b>52</b> | 49        | 45  | 5  |
| SE       | <b>59</b> | 43        | 32 | 5  | 4         | <b>64</b> | 6         | 16        | 11        | 0,7 | 30 |
| BRT+SE   | <b>76</b> | <b>63</b> | 37 | 49 | <b>66</b> | <b>73</b> | <b>61</b> | <b>55</b> | <b>59</b> | 45  | 34 |

BRT: أسعار البترول، SE: سعر صرف الدولار.

المصدر (بتصرف) : جبار محفوظ مرجع سابق.

نلاحظ من الجدول أن أسعار النفط تفسر أسعار الأسهم بأكبر نسبة 64% في قطر، و كذلك الدول البترولية بنسب مرتفعة نوعا ما، أما بخصوص الدول غير البترولية فبلغت القدرة التفسيرية أدها 5% بتونس.

فيما يخص القدرة التفسيرية لسعر صرف الدولار و الذي به يتم التقييم لأسعار البترول فبلغ أكبر قدرة تفسيرية بدبي و التي بلغت 67%، و 59%، 43% بكل من السعودية و الكويت على التوالي. و أدنى نسبة لها بقطر بنسبة 4%، أما عن العاملين مجتمعين فكانت القدرة التفسيرية أكثر و أوضح لاسيما في الدول الخليجية البترولية حيث بلغت أقصاها بالسعودية 76%، في حين لم تبلغ النصف في كل من تونس و مصر و المغرب.

139 نفس المكان.

140 الدول الإحدى عشر هي السعودية، الكويت، مصر، الأردن، قطر، دبي، أبو ظبي، البحرين، عمان، المغرب، و تونس، حسب ترتيب الجدول من اليسار إلى اليمين.

#### خامسا : كفاءة السوق المالي كشرط للتقييم العادل

إن المتتبع لأسعار الأسهم و السندات يلاحظ أن هناك تذبذبات يومية بل من لحظة لأخرى في هذه الأسعار ليقبى الإبهام أو التساؤل المطروح ما هو سبب وراء هذه التذبذبات؟، يعود سبب هذا التذبذب إلى أن المستثمرين و المتعاملين يقومون بإعادة التقييم في السوق المالية للأوراق المالية على أساس معلومات واردة للسوق سواء كانت تعاؤلية أو تشاؤمية، مما يعني أن المعلومات هي أساس اتخاذ القرارات المالية حيث نركز في هذه النقطة على العلاقة بين تدفق المعلومات و أسعار الأوراق المالية.

#### 1- ركائز كفاءة الأسواق المالية

تدور نظرية الكفاءة المعلوماتية حسب مؤسسها Fama1970 حول مدى تأثير المعلومات و انعكاسها على سعر الورقة المالية و كذا دراسة سلوك المستثمر تجاه كل معلومة جديدة واردة للسوق، فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة<sup>141</sup>.

السوق الكفاء هي التي تتكيف أولاً بأول لكل معلومة يتم نشرها في السوق مما ينعكس في النهاية على أسعار الأوراق المالية، و ذلك في ظل مجموعة من المقومات<sup>142</sup>، و التي يمكن اعتبارها ركائز للكفاءة و هي :

1-1 السوق : يعتبر الركيزة الرئيسة من حيث آلية و ميكانيكية العمل داخل السوق، و الأجهزة المادية و البشرية التي تعمل فيه و هي بيت القصيد في الكفاءة؛

2-1 المستثمرون (المتعاملون) : الأشخاص المتعاملون في السوق المالية حيث يفترض أن يكونوا جميعاً على درجة واحدة من الفهم و الاستفادة من المعلومات المنشورة أو الواردة للسوق و قدرتهم على استيعابها؛

3-1 المعلومات : تمثل المعلومات الحجر الأساس في الحكم على كفاءة السوق المالي أو عدم كفاءتها؛ نظراً للأهمية التي تكتسبها المعلومات في دراسة الكفاءة نحاول التطرق للمعلومات بشيء من التفصيل من حيث الأنواع و التوافر و المصادر و التكلفة، حيث نبدأ بـ :

**3-1-1 أنواع المعلومات :** للمعلومات أنواع عدة تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر إليها<sup>143</sup> و نجد :

- ▲ حسب معيار الزمن : حسب هذا المعيار توجد ثلاثة أنواع و هي :
  - معلومات تاريخية : تتمثل هذه المعلومات في الأسعار التاريخية للورقة المالية، و كذا القوائم المالية التاريخية... إلخ؛
  - معلومات حالية : تتمثل في المعلومات متاحة و منشورة أثناء قرار البيع مثل التوزيعات... إلخ؛
  - معلومات مستقبلية : هي معلومات متوقعة و ليست أكيدة يتم نشرها بمعرفة إدارة الشركة أو المحللين الماليين مثل الأرباح المتوقعة أو أسعار السهم المحتملة... إلخ؛

▲ حسب معيار النشر : حسب هذا المعيار يوجد نوعان و هما :

141 [\(10/09/2007\)](http://www.tadaul.net/forum/index.php).

142 محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، عمادة شؤون المكتبات، الرياض، 1991، ص 226.

143 هذه بعض الزوايا على سبيل الذكر لا الحصر، حيث توجد العديد من الأنواع و التي تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر إليها كالمعلومات على المستوى الجزئي و الكلي المعلومات المالية و غير المالية، المعلومات الناقصة و الكاملة، المفيدة و غير المفيدة... إلخ؛

- معلومات داخلية : هي معلومات مميزة لا تتاح للجميع عادة تكون لدى فئة محدودة داخل المؤسسة كالمديرين أو المستثمرين التأسيسيين أو مجلس الإدارة... إلخ، ولها تأثير مهم على كفاءة الأسواق<sup>144</sup>؛
- معلومات خارجية : معلومات متاحة للجميع و عادة دون تكلفة أو منخفضة التكلفة؛
- ▲ حسب معيار التسجيل : حسب هذا المعيار يوجد نوعان و هما :
  - معلومات محاسبية؛
  - معلومات غير محاسبية؛

بعدما تم تعريف نظرية الكفاءة و تحديد ركائزها، نحاول في هذه النقطة تحديد فرضيات السوق الكفاء. يعتمد معظم المستثمرين في اتخاذ قراراتهم على التوقعات و الاحتمالات لذلك تكاد تكون السوق مصنع للإسقاطات المستقبلية و هذا لا يعني رجاحة التنجيم عن العقلانية بل العكس<sup>145</sup>، حيث تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل في صفوف المفكرين الماليين و الذي يرى البعض منهم أن الشرط الرئيسي لتحقيق الكفاءة هو اعتقاد الأفراد بعدم كفاءة السوق<sup>146</sup>، أما عن الفرضيات الشائعة للسوق الكفاء فهي أربعة و هي :

أ- المعلومات متاحة و الحصول عليها سهل و دون تكلفة تذكر، حيث يكون هناك تجانس في توقعات المستثمرين نتيجة لتجانس معلوماتهم؛

ب- انعدام القيود على التعاملات (ضرائب، كميات محددة،... إلخ)؛

ت- العدد الكبير من المستثمرين بحيث لا يؤثر تصرف كل واحد منهم على الأسعار؛

ث- رشادة المتعاملين أي أن كل منهم يهدف إلى تعظيم دالة منفعته؛

إن المتمعن في هذه الفرضيات يجدها صعبة التحقيق دفعة واحدة إن لم نقل شبه مستحيلة التحقق؛ ففي الواقع التطبيقي توجد تكاليف للصفقات، معلومات مميزة، و ضرائب، لذلك يمكن القول بأن هذه الفرضيات تكون في السوق التامة أو الكاملة "Perfectly Efficient Market" و التي تبقى نظرية، حيث في توجد في الواقع كفاءة اقتصادية أي كفاءة غير كاملة "Economically Efficient Market".

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل<sup>147</sup>، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل<sup>148</sup>.

144 تذكر هنا أزمة شركة الطاقة ENRON و التي هي دليل على عدم كفاءة السوق المالي بسبب وجود معلومات غير مصرح بها للمستثمرين مما أدى في الأخير عند تسربها إلى حدوث أزمة مالية حادة؛

145 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، ط1، دار الشروق، عمان/الأردن، 2005، ص 275.

146 نفس المرجع السابق ص281.

147 سنتطرق لهذا في المبحث المعنون بسلوك السعر في حالة السوق الكفاء.

148 [http:// www.tadoul.net/forum/index.php.\(10/09/2007\)](http://www.tadoul.net/forum/index.php.(10/09/2007)) , OP-CIT.

## 2- مستويات أو أشكال الكفاءة

يوجد ثلاث مستويات للكفاءة, المستوى الأعلى أو الشكل القوي للكفاءة, المستوى المتوسط أو الشكل شبه القوي, المستوى الأدنى أو الشكل الضعيف؛

### 1-2 الشكل القوي للكفاءة :

يرى Fama مؤسس نظرية الكفاءة أنه حسب هذا الشكل فإن سعر الورقة المالية في السوق يعكس جميع المعلومات التاريخية و الحالية و المستقبلية و الخاصة "المميزة" و العامة، هذان النوعان الأخيران يُفترض أنهما غير موجودتان, لكن Fama يرى أن حتى وجودهما في عند هذا المستوى لا يجدي نفعاً أي مستخدموها لا يستطيعون العمل على فروقات الأسعار.

### 2-2 الشكل شبه القوي للكفاءة :

حسب هذا النوع سعر الورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية و الحالية فقط، و هذه المعلومات كما تمت الإشارة سابقاً يتم الحصول عليها من التقارير المالية، و الصحف المالية، و مؤشرات الأسعار الصادرة عن البورصة التي تكون متاحة للجميع و بدون تكلفة أو بتكلفة جد منخفضة؛ يستخدم المستثمرون أو المتعاملون في السوق المالي ما أتيج لهم من معلومات تاريخية و حالية للتقويم و لا يوجد منهم من يستطيع تحقيق أرباح غير عادية<sup>149</sup>؛

إذا اتصف السوق بهذا المستوى فإن المحلل المالي الذي يحاول تفسير التسعير غير العادل للسهم باستخدام القوائم المالية هو مضيع للوقت لأن المعلومات المنشورة منعكسة في السعر الحالي للسهم.

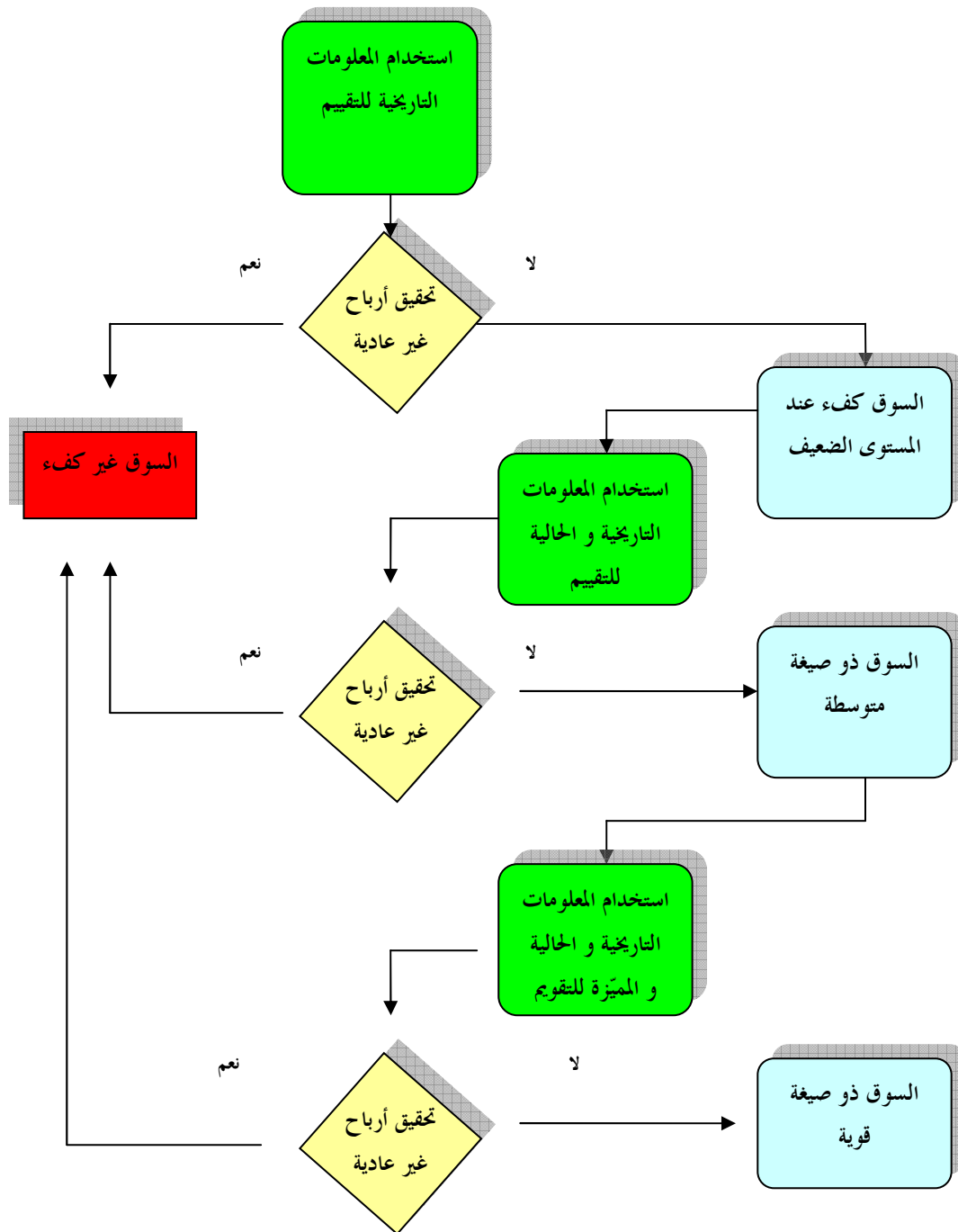
### 2-3 الشكل الضعيف :

يمكن القول عن سوق ما أنه ذو مستوى كفاءة أدنى أو ذو شكل ضعيف إذا كانت الأسعار السوقية تعكس المعلومات التاريخية فقط، و أنه في ظل هذا الوضع لا يمكن للمتعاملين تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات التاريخية فقط، و تعرف هذه الصيغة بنظرية السير العشوائي حيث أن المعلومات التاريخية لا تمكن من معرفة الأسعار مستقبلاً أي الأسعار المستقبلية مستقلة تماماً عن الأسعار الماضية، و هنا يكون الهدف اختبار مدى عشوائية الأسعار، لاختبار الكفاءة هناك مجموعة من الاختبارات الإحصائية و التي سنتطرق لها لاحقاً<sup>150</sup>؛ يمكن تلخيص مستويات الكفاءة المذكورة آنفاً و المعلومات المستخدمة و إمكانية تحقيق أرباح غير عادية في الشكل الموالي :

149 نفس المرجع السابق، ص 284؛

150 أنظر المبحث الأول في الفصل الرابع.

الشكل (1-14): مستويات الكفاءة تبعاً للمعلومات المستخدمة و إمكانية تحقيق الأرباح غير العادية



المصدر : من إعداد الطالب.

3- الدور المباشر و غير المباشر للسوق المالي الكفاء : يلعب السوق المالي دورين أساسيين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر<sup>151</sup>.

### 3-1 الدور المباشر للسوق المالي الكفاء :

يتمثل هذا الدور في توفير مناخ استثماري للمهتمين و قيامهم بشراء أسهم المؤسسة بغية تحقيق عوائد مستقبلية اعتمادا على أن القرار واعد و الأداء جيّد, و هذا بالاعتماد على الأخبار السوقية مما يدفع بالمؤسسة إلى المزيد من إصدار الأوراق المالية و بيعها بسعر مناسب أي توفير التمويل غير المباشر و تراجع معدّل المدودية المطلوب<sup>152</sup>.

### 3-2 الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء :

إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات يعتبر مؤشر أمان للمقرضين مما يبيّن زيادة القدرة الاقتراضية للشركة من خلال إمكانية الحصول على قروض أو سندات من مؤسسات مالية, و عادة ما تكون تكلفة الاستدانة معقولة نوعا ما, و في الجهة المقابلة المؤسسات غير المسعّرة تواجه صعوبة في تصريف الأسهم, و حتى إن تم ذلك يكون بتكلفة عالية و عند اللجوء للاستدانة كمصدر بديل أو مكمل فسوف تكون بتكلفة مرتفعة<sup>153</sup>.  
لتحقيق الهدف المنشود للسوق الكفاء و المتمثل في التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة لابد أن يتميّز السوق بخاصيتين أساسيتين أو أن يكون كفاء على المستويين الداخلي و الخارجي .

### 4- أنواع الكفاءة : للكفاءة نوعان كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل .

#### 4-1 الكفاءة الداخلية :

تسمى كذلك بكفاءة التسعير و هي أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة و أن السوق كفاء من منظور تسعيري لو أن جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين أو المتعاملين يصعب على كل واحد منهم أن ينفرد بمعلومات خاصة ليحقق من ورائها أرباح غير عادية على حساب الآخرين<sup>154</sup>؛  
هذه الأرباح صعبة المنال على مستوى هذا النوع, إلا أنّها أمر غير مستحيل, فقد يحقق مستثمر عديم الخبرة أو كسول لخسائر فادحة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل إلى جهل و كسل المستثمر أو المتعامل ذاته, أو يستطيع عدد من المستثمرين استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات "Inside Information" قبل غيرهم و استخدامها للمضاربة, لكن هذه العملية من طرف فئة محدودة و لفترة معدودة؛

151 منير إبراهيم هندي, الأدوات المالية و أسواق رأس المال, منشأة المعارف, الإسكندرية, 1992, ص220.

152 ددان عبد الغني, قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنداز المبكر باستعمال المحاكاة المالية حالة بورصتي

الجزائر و باريس, أطروحة دكتوراه غير منشورة, العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر, الجزائر, 2006/2007, ص180.

153 عبد الغفار حنفي, الاستثمار في بورصة الأوراق المالية, مرجع سابق, ص183.

154 محمد عبده محمد مصطفى, مرجع سابق, ص34-35.

كما أن سلوك بعض المستثمرين يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية كون بعض المتعاملين يشتري هذه الأسهم على أساس ما حققته سابقاً<sup>155</sup> و ليس على أساس القيمة الحقيقية؛ يؤدي ارتفاع الطلب على هذه الأوراق إلى ارتفاع مؤقت في أسعارها ثم البيع بالسعر السابق و هو ما يعرف بظاهرة الارتداد<sup>156</sup> "Reversion".

#### 4-2 الكفاءة الخارجية :

تسمى كذلك بالكفاءة التشغيلية و يقصد بها قدرة السوق على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة للمعاملات أو للصفقات, بحيث يكون السوق مفتوح أمام جميع المتعاملين مع حرية الدخول و الخروج من و إلى السوق المالي, حيث يرى بعض الباحثين<sup>157</sup> أن سوق مصر المالي غير كفء من الناحية التشغيلية؛ بسبب وجود تكلفة مرتفعة للمعاملات تتمثل في مصاريف الإصدار, عمولة السمسار... إلخ و كلها يتحملها المستثمر, لذا فإن صغار المتعاملين تحول تكلفة المعاملات دونهم و دون التعامل في البورصة<sup>158</sup>؛

كما يمكن تعريف الكفاءة التشغيلية على أنها قدرة السوق على خلق التوازن بين قوى العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة, و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه<sup>159</sup>.

وجود كفاءة خارجية أو كفاءة تسعير يتطلب أولاً وجود كفاءة داخلية أو كفاءة تشغيلية, لكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات المتاحة ينبغي أن تكون تكلفة المعاملات عند حدها الأدنى بما يشجعهم على للحصول على معلومات جديدة و تحليلها مهما كان تأثيرها و بالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيل جدا و لا يكفي لتغطية تلك التكاليف<sup>160</sup>.

لتحقق شرطي التخصيص الأمثل للموارد من ناحية آلية عمل السوق و هما الكفاءة التسعيرية و الكفاءة التشغيلية, لا بد أن لا ننسى أن للمحللين الماليين دور فعال في التخصيص الأمثل للموارد بحيث يكون السوق كفء كلما اعتقد المتعاملون أنه ليس كفء, و ذلك عن طريق البحث عن الأنشطة و القطاعات ذات المردودية الأعلى, و ذلك باستخدام أسلوبيين في التحليل و هما التحليل الأساسي و التحليل الفني؛

بعد ما تم عرض أهم عوامل المحيط الخارجي ذات العلاقة و التأثير على قيمة المؤسسة, حيث تعتبر مخاطر لابد من تسييرها, نسعى في المطلب الموالي إلى إبراز أهم العوامل ذات الطبيعة الداخلية و التي يمكن التحكم فيها.

155 The Past Performance.

<sup>156</sup> محمود محمد الداغر, مرجع سابق, ص 287.

157 محمد عبده محمد مصطفى دكتور بكلية التجارة بجامعة عين شمس, الإسكندرية.

158 محمد عبده محمد مصطفى, مرجع سابق, ص 34.

159 عبد الغفار حنفي, الاستثمار في بورصة الأوراق المالية, مرجع سابق, ص 184.

160 نفس المرجع السابق ص 185.

## المطلب الثاني : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيط الداخلي

يمكن التحكم في عوامل المحيط الداخلي و السيطرة عليها على عكس سابقتها، من بينها<sup>161</sup> ميكانيزمات الحوكمة.

أولا : ميكانيزمات الحوكمة و إنشاء القيمة :

بعد انفصال الملكية عن التسيير برز صراع بين المسيرين و المساهمين عرف بصراع الوكالة، و هو ما تناولته النظريات الحديثة للمنظمات نظرية تكلفة الوكالة و نظرية تكلفة الصفقات حيث تم التوصل إلى أن المؤسسة عبارة عن مركز للتعاقد بين أصحاب المصالح (Stakeholders).

من هذا المنطلق يمكن اعتبار المؤسسة عبارة عن مجموعة الحقوق و الواجبات و المسؤوليات و العقود التي لا بد أن تكون متوازنة بصورة فعالة لتحقيق الهدف المنشود و هو إنشاء و تعظيم القيمة.

في هذا الصدد جاءت ميكانيزمات الحوكمة كنظام و حل لهذا الصراع، و التقليل من تكلفته، إذا ما المقصود بالحوكمة<sup>162</sup>؟ و ما هي أهدافها و أهميتها و مبادئها؟.

**1- تعريف الحوكمة :** يوجد للحوكمة عدة تعاريف نوجز منها :

1-1 جاء في تعريف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCED) أن الحوكمة هي عبارة عن مجموعة من الميكانيزمات و الإجراءات التي توظف قرارات إنشاء و توزيع القيمة<sup>163</sup>.

1-2 الحوكمة هي مجموعة من النظم التي تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء<sup>164</sup>.

1-3 تعتبر الحوكمة مجموعة من القوانين و النظم و القرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة و التميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة و الفعالة لتحقيق أهداف و خطط المؤسسة<sup>165</sup>.

**2- أهمية الحوكمة :**

الحوكمة معنية بإيجاد و تنظيم الممارسات و التطبيقات السليمة للقائمين على تسيير المؤسسة بما يحافظ على حقوق أصحاب المصالح؛ و ذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ للعلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، لذلك لها أهمية بالغة يمكن حصر أهمها في النقاط التالية :

- التقليل من الصراع و تخفيض تكلفته و منه تعظيم قيمة المؤسسة.
- العمل على تخفيض تكلفة الأموال (K) من خلال استخدام الأدوات المالية و المحاسبية وفقا لمعايير الإفصاح و الشفافية.
- العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية و المحلية من خلال مكافحة الفساد و منه الحد من هروب رؤوس الأموال الذي يعتبر عائقا للنمو.
- تفادي وقوع الأزمات و ما لها من انعكاسات.

161 هناك من يعتبر أن الحوكمة عامل من عوامل المحيط الخارجي أين الدولة تفرض هذه الأنظمة لتفادي وقوع الأزمات، و هنا تم اعتبارها عاملا داخليا حيث المؤسسات ذات التسيير الناجح و الفعال لا تنتظر فرض هذه الأنظمة بل يتم تجسيدها في نظام الرقابة الداخلية لتحقيق الأداء المتميز.

162 الحكم لغة هو القضاء بالعدل لقوله تعالى : ((... فأصبر لحكم ربك و لا تطع منهم آثما أو كفورا...))، أما حكم فتعني تفويض الحكم لقوله تعالى : ((... و كيف يحكمونك و عندهم النوراة فيها حكم الله...))، إذا يمكن اعتبار الحوكمة هي تحكيم و هي صيغة مبالغة للفعل حكم و تعني

التفويض بالقضاء العادل أي أن هذه الأنظمة و الميكانيزمات تعمل على القضاء بالعدل بين أصحاب المصلحة بالمؤسسة Stakeholders.

163 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P902.

164 [www.alrivedh.com/2006/06/20/article164774.html](http://www.alrivedh.com/2006/06/20/article164774.html)

165 Idem.



### 3- معايير تطبيق الحوكمة : يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير توصلت إليها (OCED) هي :

- حفظ حقوق المساهمين : مثل نقل ملكية السهم، اختيار مجلس الإدارة، الحصول على العوائد، مراجعة القوائم المالية، المشاركة في الجمعية العامة... .
- المساواة في التعامل بين جميع المساهمين : داخل كل فئة لابد من المساواة في حقوق التصويت و الدفاع، والاطلاع على كافة المعاملات مع مجلس الإدارة.
- أصحاب المصالح : و تشمل احترام الحقوق القانونية و التعويض عن انتهاك الحقوق، و تقديم المتطلبات و المعلومات الضرورية و هم البنوك، الزبائن، الموردون... .
- الإفصاح و الشفافية : تتمثل في تقديم المعلومات الضرورية بطريقة عادلة و في الوقت المناسب و رأي محافظ الحسابات، مثل ملكية النسبة العظمى، أعضاء مجلس الإدارة، ... .
- مسؤوليات مجلس الإدارة : تركز على هيكل مجلس الإدارة و واجباته، كيفية اختيار الأعضاء، ... .

حضي موضوع الحوكمة أهمية بالغة في مجال مالية المؤسسة حيث احتلت المرتبة الثالثة من مواضيع أطروحات الدكتوراه في فرنسا خلال الخمس سنوات 2000-2004 بعد الكفاءة و تقييم الأصول التي احتلت المرتبة الأولى و الهيكلة الجزئية التي جاءت و سطهما<sup>166</sup>، و بخصوص هذا الموضوع نعرض نتائج دراسة<sup>167</sup> Yoser GARDHOUM, Jean-pierre GUEYIE et Mariem CHAHOUL 2005، حيث شملت عينة من الشركات الكندية و الأمريكية بخصوص حوكمة الشركات و توصلت الدراسة إلا أن نسبة تركيز الملكية في يد المسيرين جد مرتفعة في المؤسسات الكندية مقارنة بالمؤسسات الأمريكية و وصلت النسبة على التوالي 11.67%، 9.98%، و هذا التركيز له تأثير على أدائها، و هي نتيجة مطابقة للنتائج التي توصل إليها Lee-sing 1996 و التي أجريت على مؤسسات نفس المنطقة.

### ثانيا : إستراتيجية النمو الخارجي و قيمة المؤسسة

تمر المؤسسة كغيرها من الكائنات الحية بدورة حياة تبدأ بالانطلاق، و تنتهي بالزوال مروراً بمرحلتين النمو و النضج، فعند بلوغ هذه الأخيرة لابد من اتخاذ قرارات تعيد حياة جديدة للمؤسسة، هذه القرارات تتمثل في مختلف استراتيجيات النمو أو التوسع و الذي تكون داخلي أو خارجي.

تكون إستراتيجية النمو الداخلي عن طريق زيادة الاستثمارات بالمؤسسة دون تغيير هيكلها، أما إستراتيجية النمو الخارجي فتتمثل في إعادة الهيكلة و لها عدة أشكال منها : الاندماج، الحيازة، الاتحاد، التفريق، LBO، LCO... .

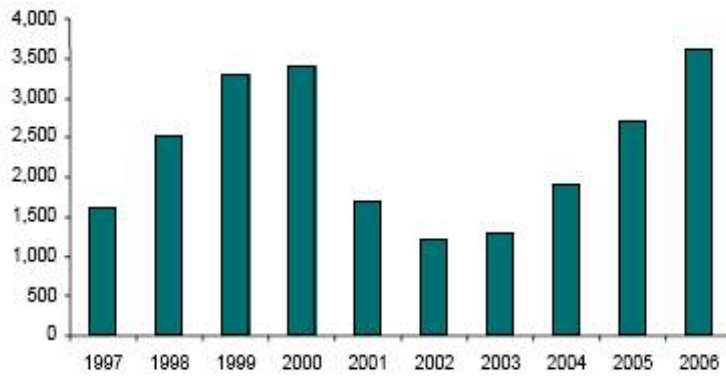
166 Fabrice HERVE, **L'etat des thèse en finance 2000-2004**, 17èmes journées national de IAE 13/09/2004, IAE de Lyon .

167 Yoser GARDHOUM, Jean-pierre GUEYIE et Mariem CHAHOUL, **Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines**, Cahier de recherche N 06-2005, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA.

**1- ماهية الاندماج :** يمثل نوع من أنواع النمو الخارجي، و يشترط وجود مؤسستين على الأقل، حيث الأولى الراغبة في السيطرة تستهدف مؤسسة أخرى (المستهدفة) ليظهرا في شكل جديد حيث تمحى الشخصية لهائيا، و هو ما يختلف عنه في الاتحاد حيث تبقى الشخصية قائمة. تختلف الشركات القابضة (Holding) كذلك عن الاندماج و الاتحاد، حيث تسيطر مؤسسة على مؤسسات أخرى من خلال امتلاك جزء من أسهمها تعطيتها أغلبية نسبية في التصويت في الجمعية العامة، و المؤسسات المسيطر عليها تسمى بالمؤسسات التابعة.

لقد شهدت إستراتيجية الاندماج نموا مذهلا في الآونة الأخيرة ففي الولايات المتحدة الأمريكية تمت أكثر من 5000 عملية اندماج بين المؤسسات الأمريكية سنة 2000. بمبلغ تجاوز 1700 مليار دولار<sup>168</sup> و هي السنة التي شهدت اكبر نمو لهذا النوع من النمو الخارجي<sup>169</sup>. هذا على المستوى الأمريكي أما على المستوى العالمي فكذلك هذه الإستراتيجية منتهجة بكثرة من طرف مسيري المؤسسات، و هو ما يبرزه الشكل الموالي :

الشكل (1-15) : تطور مبلغ الاندماج-الحيازة على المستوى العالمي خلال الفترة 1997-2006 (بالمليار دولار)



Source : Étienne REDOR, **Les méthodes de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions : richesse des actionnaires, sociétés non cotées et déterminants** Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Lille 2 en Sciences de Gestion, 2007. p 08

يتضح من الشكل أن عمليات الاندماج شهدت نموا معتبرا خلال السنوات الثلاث الأولى، لتشهد شبه استقرار سنة 2000، و تراجع في السنتين الموالتين، منذ سنة 2003 و هي في الارتفاع حتى سنة 2006 أين بلغت أقصاها المقدرة بـ 3610 مليار دولار محققة بذلك معدل نمو بلغ 30% مقارنة بسنة 2005<sup>170</sup>. مما سبق يمكن طرح التساؤل حول أسباب و دوافع لجوء المسيرين لهذا النمو المذهل لهذه العمليات، و هو ما سوف نعالجه في النقطة الموالية .

168 Richard Brealey et Stewart Myers, **Principe de gestion financière**, 7ème édition , Paris: Pearson Education, 2003. P 1028.

169 نجد مثلا شركتي OAL et Time Werner الأمريكيتين قامتا باندماج بمبلغ 350 مليار دولار.

170 Étienne REDOR, **Les méthodes de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions : richesse des actionnaires, sociétés non cotées et déterminants**, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Lille 2 en Sciences de Gestion, 2007. p 08

## 2- دوافع عملية الاندماج

- يوجد للنمو الخارجي عموماً، و للاندماج خصوصاً مجموعة من الدوافع الجبائية، التجارية، المالية، النقدية، التي تصب كلها في إنشاء و تعظيم القيمة، و يمكن حصر أهم هذه الدوافع في النقاط التالية :
- ✓ دافع اقتصاديات الحجم للاندماج الأفقي و العمودي: الاندماج بدوره يؤدي على زيادة حجم المؤسسة و هذه الأخيرة تؤدي إلى تخفيض التكاليف عن طريق التقليل من التكلفة الثابتة الوحودية<sup>171</sup>.
  - ✓ دافع التنوع : تؤدي عملية الاندماج إلى تنوع أنشطة المؤسسة لاسيما عند الاندماج الأفقي، هذا التنوع يؤدي بطبيعة الحال إلى التقليل من المخاطر خاصة النظامية<sup>172</sup> و العلاقة الطردية بين المخاطرة و المردودية تقضي أن المردودية المفروضة من قبل المساهمين سوف تنخفض.
  - ✓ دافع ضعف أداء و فعالية مجلس الإدارة : عندما تلاحظ الشركة الرغبة أنه بإمكان تحقيق أداء أحسن لو أن مجلس الإدارة كان أحسن، و بالتالي ترغب المؤسسة في السيطرة و من ثمة إقصاء أو تغيير مجلس الإدارة عن طريق الاندماج سوف يزيد من أداء المؤسستين معاً.
  - ✓ دافع مواجهة محاولة السيطرة : في بعض الحالات عند شعور مجلس الإدارة بالاستهداف من طرف مؤسسة راغبة، يقوم بالسيطرة على مؤسسة أخرى كإستراتيجية مشاهمة للدفاع عن مؤسستهم، حيث زيادة الحجم تعتبر عائفاً في وجه الشركة الراغبة في السيطرة<sup>173</sup>.
  - ✓ الدافع الجبائي : في حالة خضوع أرباح الشركة الراغبة لمعدلات مرتفعة تستهدف مؤسسة ذات خسائر و بعد عملية الاندماج ينخفض الوعاء الضريبي، و من الجهة معاكسة في حالة تحقيق المؤسسة الراغبة لخسائر تقوم بجائزة مؤسسة محققة لأرباح و منه تغطية الخسائر دون الترحيل لسنوات لاحقة<sup>174</sup>.
  - ✓ دافع تخفيض تكلفة التمويل : بسبب التنوع كما رأينا تنخفض المردودية المفروضة من قبل المساهمين أو كذلك من قبل الدائنين هذا من جهة و من جهة أخرى في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هناك تكاليف للصفقات من بينها تكاليف الإصدار و التي عادة ما يكون معظمها ثابت فزيادة الحجم تعني زيادة الإصدار بتكلفة اقل و منه تعظيم قيمة المؤسسة<sup>175</sup>.
- هذه الدوافع يمكن كذلك اعتبارها آليات للتأثير على قيمة المؤسسة بالإيجاب، و التي تتعدد و تختلف من بيئة مالية لأخرى كما أن عملية الاندماج قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة و نخص هنا بالذكر عاملين أساسيين على سبيل الذكر لا الحصر و هما :
- ارتفاع تكلفة الاندماج : في ظل نظرية الإشارة إقبال مؤسسة على حيازة مؤسسة ما يحمل في طياته إشارة مالية لمساهمي المؤسسة المستهدفة أن أداء شركتهم اقل مما ينبغي أو أن المستقبل سارّ مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسعار الأسهم و منه زيادة تكلفة الحيازة. كما قد يحدث هناك إفراط في التقييم خاصة في ظل تعدد الراغبين في السيطرة بسبب المنافسة.

171 لمزيد من التفصيل حول الاندماج الأفقي و العمودي أنظر Mayres OP-cit P 1030-1031.

172 إذا افترضنا أنه ليس بإمكان المستثمر التنوع خاصة في الدول النامية أين تقل أو تغيب كفاءة السوق المالي.

173 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 535.

174 نفس المكان.

175 نفس المكان.

- انتقال الثروة من الملاك إلى الدائنين : زيادة قيمة المؤسسة الناجمة عن الاندماج دالة لعدة متغيرات منها التنوع، الدائنون يستفيدون من تقليل المخاطر عن طريق زيادة قيمة سنداقتهم على حساب الملاك خاصة في ظل تحملهم لمخاطر محدودة مقارنة بالملاك، و هي نتيجة معاكسة تماما لما تم التوصل إليها عند دراسة قيمة المؤسسة من منظور نظرية الخيارات<sup>176</sup>.

بعد التعريف بإستراتيجية الاندماج، و دوافعها، و آثارها على قيمة المؤسسة نحاول في هذه الخطوة تقديم أدوات قياس تأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة و المتمثلة أساسا في ربحية السهم أو المضاعف PER و قيمة الشركة المندمجة.

• ربحية السهم : لمعرفة أثر عملية الاندماج على قيمة المؤسسة المندمجة نقوم بحساب ربحية السهم الواحد قبل و بعد عملية الاندماج فإذا كان هناك نمو في BPA بعد الاندماج فهناك إنشاء للقيمة و في حالة العكس لا. تعتبر ربحية السهم من بين المؤشرات الهامة في قياس إنشاء القيمة رغم الانتقادات الموجهة لها حيث تسمح بحساب المضاعف إلى السعر PER و الذي يمكن استخدامه كذلك لاختبار أثر عملية الاندماج.

• تكاليف و أرباح عملية الاندماج : لتقدير أرباح و تكاليف عملية الاندماج نعتمد على العلاقات التالية :

$$Gains = V_{AB} - (V_A + V_B) = \nabla V_{AB} \dots (1 - 37)$$

حيث :

$Gains$  : الأرباح.

$V_{AB}$  : قيمة المؤسستين بعد الاندماج.

$V_A$  : قيمة المؤسسة A .

$V_B$  : قيمة المؤسسة B .

إذا كانت النتيجة موجبة فهناك إنشاء للقيمة و للاندماج أثر إيجابي و في حالة الفرق السالب لا داعي لعملية الاندماج و ليس هناك مبرر لهذه العملية. و على هذا لا بد من الحديث عن النتيجة الصافية و ليس الإجمالية، أي لا بد من طرح تكلفة الاندماج، و المتمثلة في تكلفة الحيازة مطروحا منها القيمة السوقية للمؤسسة المحازة ، و تحسب التكلفة بالعلاقة التالية :

$$Couts = PC - V_B \dots (1 - 38)$$

بالرغم من الأثر الذي قد يتركه قرار الاندماج على قيمة المؤسسة يرى كل من MM أن هذا القرار ليس له تأثير حيث مبرر التنوع يستطيع المستثمر القيام به لوحده، أما فيما يتعلق بالمبررات الأخرى يرى كل منهما أن فكرة المراجعة بين الأسواق كفيلا بإعادة المساواة بين قيمة المجموع الجبري للمؤسستين قبل الاندماج و قيمة المؤسسة الحائزة بعد عملية الاندماج.

ثالثا : تأثير التسعير و التسعير المتعدد (Multi-cotation) على قيمة المؤسسة

يتطلب تحديد سعر أصل ما وجود صفقة مرتبطة بزمن و مكان، يتمثل هذا الأخير بالتحديد في السوق و باتساع الصفقات لأصل معين تعرف سيولته. ففي الواقع يوجد سوق للأسهم و السندات (بورصة القيم المتداولة) و بمفهوم أوسع هناك سوق لأوراق المالية المستحدثة أذونات الخزانة، سندات الخزينة، المشتقات المالية (العقود الآجلة، المستقبلية، الخيارات، المبادلات swaps)، لكن في الواقع لا يوجد سوق للمؤسسات<sup>177</sup> بالرغم من وجود عمليات الحيازة و التنازل.

176 أنظر ص.

177 Laurent BATSCH, OP.cit, P14.

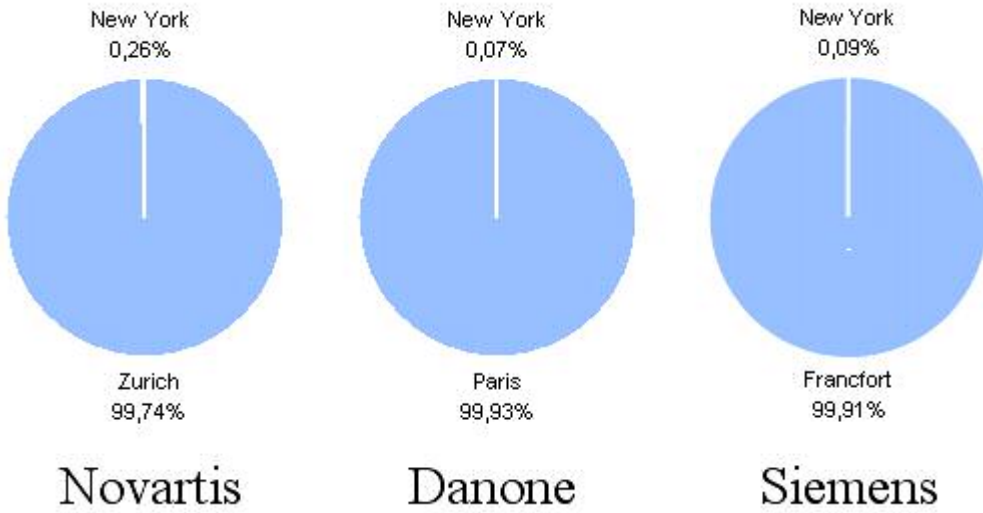
تلعب البورصة دور هام في اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها، فعلى مستوى الفرد تضع البورصة خيار البيع و الشراء للمستثمر قصد الحصول على السيولة أينما شاء من جهة، و تحقيق معدل مردودية من جهة أخرى، أما على مستوى المؤسسة أو الاقتصاد ككل فهي المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي و القاضي الموجه و المخصص للموارد.

تسمى السوق المالية كذلك باللاوساطة المالية حيث يتصل صاحب الفائض مباشرة بصاحب العجز، فالسوق المالي يوفر للمؤسسات الموارد المالية و ذلك عند القيام بطرح الأسهم للتداول في السوق الأولية، كما تعمل البورصة على تقييم أداء المؤسسة بشكل مستمر.

تهدف في هذه النقطة إلى التطرق إلى توجه حديث و المتمثل في التسعير المتعدد أو الدخول على بورصات أجنبية دون التركيز على التسعير بالبورصة المحلية، و ماله من أثر على قيمة المؤسسة. ففي مستهل التسعينيات تهاقت بعض المجمعات الفرنسية مثلاً حول التسعير بدول أجنبية مما أدى بالباحثين إلى دراسة هذا السلوك، فعلى سبيل المثال Joanne Hanet قام بدراسة حول دواعي و محفزات دخول المؤسسات الفرنسية للأسواق المالية الأجنبية<sup>178</sup> (البلجيكية، الألمانية، السويسرية) الذي ميزه الطابع الفضولي أكثر منه الطابع العقلاني<sup>179</sup>.

بعد الفترة 1980-1990 تغيرت النظرة تجاه الأسواق المالية الأنكلوساكسونية أين يوجد مستثمر ذو رشادة أكبر في السوق المالي ذو مستوى كفاءة أعلى؛ مما أدى على دخول أكثر من 70 مؤسسة فرنسية إلى السوق الأجنبية<sup>180</sup>، و الشكل الموالي يعرض نسبة التسعير بالأسواق المحلية و الأجنبية لبعض المجمعات الأوروبية :

الشكل (1-16) : نسبة التسعير بالأسواق المحلية و الأجنبية لبعض المجمعات الأوروبية.



Source : P.vernimmen,Op.cit, P881.

يهدف هذا التنوع في مجمله إلى تعظيم قيمة المؤسسة بصفة عامة، و ذلك عن طريق تخفيض تكلفة الأموال، حيث المستثمرون موزعون عبر دول العالم و ما على المؤسسة إلا اختيار المستثمر المشبع بثقافة مالية و جبائية و قانونية بالدرجة

178 في ظل التوحيد النقدي (اليورو) تكون العملية سهلة نوعاً ما، لكن في ظل التوحيد المحاسبي (en IAS/IFRS) الذي فرضه الاتحاد الأوروبي

نهاية سنة 2005 على الشركات المدرجة تكون العملية أسهل بفعل انخفاض تكلفة المعلومات.

179 دادن عبد الغني، مرجع سابق، ص202.

180 نفس المكان.

الأولى ، حيث نقف في هذا الصدد أمام جدل فلسفي، و هو من يختار من ؟ أي هل المؤسسة تختار المستثمر أم المستثمر

يختار المؤسسة ؟ هذا الجدل يشبه إلى حد كبير الجدل القائم قبل ميلاد قانون ساي هل العرض يخلق الطلب أم العكس ؟

يعتبر هذا الجدل ليس موضع الاهتمام، لكن التسعير في البورصة في البداية أمر يتعلق بالمساهمين قبل المؤسسة لكن

تقنيا<sup>181</sup> المؤسسة هي التي تطلب التسعير بالبورصة. يمثل السوق المحلي المكان الطبيعي للتسعير باستثناء حالات خاصة، أما

التعدد في الأسواق يبقى ملجأ في حالة تغلب المزايا عن المخاطر ؛ و لابد من المراجعة بينها، و أهم المزايا هي :

✓ ثقة قوية بين أصحاب المصالح و منه تقليل تكلفة الوكالة؛

✓ التقليل من تكلفة الأموال؛

✓ تقليل هوة عدم تماثل المعلومات في ظل نظرية الإشارة؛

✓ إعطاء شهرة تجارية للشركة لاسيما على المستوى الدولي عند الاحتكاك بكار المساهمين؛

✓ التقييم الدائم و المستمر؛

✓ التنوع الدولي و منه تفادي الأزمات الطارئة(خاصة في ظل تحقق فرضية عدم استقلالية الأسواق) ؛

✓ سهولة تسيير مخاطر الصرف خاصة في ظل وجود وحدات تابعة بالخارج.

تؤدي هذه المزايا للتسعير بالخارج بطبيعة الحال إلى تعظيم قيمة المؤسسة، بالرغم من ذلك لها جملة من المخاطر ذات

التأثير السلبي على قيمة المؤسسة و الموجزة في النقاط التالية :

✓ ارتفاع التكاليف خاصة تكاليف المعلومة<sup>182</sup> (مثلا في USA يشترط إعداد القوائم المالية وفق UAS GAAP) ؛

✓ القيود المفروضة من قبل لجنة مراقبة عمليات البورصة ففي الولايات المتحدة الأمريكية و وضعت SEC قيد بعدد المساهمين

الأمريكيين أن لا يقل عن 300 مساهم أمريكي<sup>183</sup>؛

✓ تشتت الملكية؛

✓ مخطر السيولة في السوق الأجنبي أين تكون الحصة قليلة و منه تراجع القيمة، حيث أن المستثمر يطلب الأسهم الأكثر

تداولاً.

يطرح التعدد في التسعير مشكل جوهري في عملية التقييم في ظل اختلاف المستثمرين و ثقافتهم و توقعاتهم، خاصة عند

تحديد معدل المردودية المفروض و الذي يمثل من الجهة المقابلة تكلفة الأموال التي تعتمد كمعدل خصم للتدفقات النقدية الحرة

(FCF) و من ثمة حساب قيمة المؤسسة. في حالة التعدد الدولي نكون بصدد تكلفة الأموال متعددة الجنسيات و التي سيتم

معالجتها في الفصل الثاني<sup>184</sup>.

رابعا : عوامل أخرى : كل العوامل المذكورة على سبيل الذكر لا الحصر و توجد عوامل أخرى منها :

♣ تكلفة التمويل؛

♣ بنية الملكية؛

♣ الهيكل المالي؛

♣ سياسة توزيع الأرباح، هذا العامل و سابقه تم تخصيص الفصلين المواليين لهما للتفصيل أكثر.

181 Pierre VERNIMEN, Op.cit, P879.

182 أنظر النماذج الخاصة بتكلفة المعلومة و أثرها على قيمة المؤسسة ص و ص .

183 Ibid P 881.

184 أنظر الفصل الثاني.

## خلاصة الفصل

تمثل القيمة السوقية العادلة في مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر و بائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، و في ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية و لهما مطلق الحرية و بدون وجود إكراه على إتمام الصفقة. أما مفهوم القيمة من المنظور الاستثماري أو الاقتصادي فهي قيمة المزايا و المنافع الاقتصادية المستقبلية المتولدة من الأصل المرغوب فيه، و يتم قياس وجود المنافع هذه من خلال استخدام مؤشرات إنشاء القيمة و التي تختلف باختلاف طبيعتها محاسبية، مالية، بورصية، مهجنة هذا على مستوى الأوراق المالية و المؤسسات، أما على مستوى المحافظ المالية فهناك مؤشرات معتمدة على العائد و أخرى على العائد و المخاطرة؛ و هي مؤشرات كل من : FAMA ، JENSENS ، TREYNORS ، SHARPES .

يكون السبيل لتحديد القيمة عبر منهجين؛ الأول يتمثل في التحليل الفني و الذي ينطلق من فكرة عدم وجود كفاءة عند المستوى الضعيف، و الثاني منهج التحليل الأساسي القائم على رفض هذا المنطلق. طرق التقييم تم تقسيمها إلى طرق كلاسيكية و أخرى حديثة، فالكلاسيكية انقسمت إلى طرق من منظور مباشر ذهبت إلى تقييم الأموال الخاصة مباشرة (نموذج GS, DCF...) و منظور غير مباشر ذهب إلى تقييم مجمل الأصول ثم إلى تحديد قيمة الأموال الخاصة. الطريقة الحديثة تمثلت في التقييم من منظور نظرية الخيارات و التي اعتبرت المؤسسة عبارة عن خيار شراء أين المساهمون اشتروا خيار بيع عند اللجوء للاستدانة، و المقرضون باعوا خيار بيع عندما منحوا قروضا.

مهما تعددت المناهج و الطرق لتحديد قيمة المؤسسة؛ لا بد من الأخذ في الحسبان محفظة من العوامل و المتغيرات ذات التأثير على هذه العوامل، و الممكن تقسيمها من منظور استراتيجي إلى متغيرات من المحيط الخارجي تمثل مخاطر نظامية لا بد من إدارتها تتمثل بالأساس في المتغيرات الاقتصادية الكلية، و متغيرات من المحيط الداخلي تتمثل في أنظمة الحوكمة، إستراتيجية النمو الخارجي، التسعير و التسعير المتعدد، و عوامل أخرى مثل الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح و اللذين خصص لهما الفصلين التاليين على التوالي للتفصيل فيهما جيدا.

الفصل الثاني : الهيكل المالي  
والنظريات المفسرة لتأثيره على  
قيمة المؤسسة



## تمهيد

يهدف علم الاقتصاد إلى تسيير الموارد المحدودة لتلبية احتياجات غير محدودة؛ فعلى مستوى المؤسسة هناك احتياجات ذات طبيعة تشغيلية، احتياجات ذات طبيعة استثمارية و احتياجات ذات طبيعة استثنائية، يقع على عاتق المسير المالي تمويل هذه الاحتياجات بطريقة عقلانية و رشيدة.

شهدت الأسواق المالية تطورا كبيرا في الآونة الأخيرة مما أدى إلى التحول من اقتصاديات الاستدانة لاقتصاديات رأس المال و نمو عمليات اللاموساطة المالية، حيث بفضل الهندسة المالية و استخدام أجهزة الإعلام الآلي تم إنتاج أدوات تمويلية مبتكرة؛ مثل الأوراق المالية المهجنة و المشتقات المالية (المستقبلية، الخيارات، المبادلات... .)؛ مما أتاح أمام المسير بدائل متعددة و متنوعة و ما عليه إلا اتخاذ قرار اختيار الهيكل المالي الذي أصبح جد معقد في ظل هذه الظروف.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بمختلف سبل تمويل الاحتياجات، و بالهيكل المالي، و محدداته في المبحث الأول، ثم إلى تكلفة سبل التمويل، و تكلفة رأس المال مع عرض بعض النماذج لتحديد معدل المردودية المطلوب MEDAF, FAMA, APT في المبحث الثاني، المبحث الثالث تم تخصيصه للمقاربات النظرية التي حاولت تفسير وجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

## المبحث الأول : سبل تمويل الاحتياجات المالية

نود تحت هذا العنوان التعرّف على سبل التمويل المتاحة أمام المسير المالي قبل الحديث عن الهيكل المالي، و محددات الاختيار، يجوي هذا المبحث سبل تمويل الاحتياجات و التي تم تقسيمها إلى مجموعتين؛ الأولى تخص التمويل بالأموال الخاصة و الثانية تتعلق بالتمويل بالاستدانة، أين تم عرض أهم الأوراق المالية لكل مجموعة مع الوقوف عند مزايا و حدود كل نوع، في الأخير تم التعريف بالهيكل المالي و محدداته.

### المطلب الأول : التمويل بالأموال الخاصة

تعتبر الأموال الخاصة أحد المصادر الطويلة الأجل لأن ليس لها تاريخ استحقاق مثل الديون، و تشمل كل من رأس المال، الاحتياطات و نتيجة الدورة الصافية، حيث ترتفع كل سنة عند تحقيق نتيجة صافية موجبة ( ربح) و تنخفض عند تحقيق نتيجة صافية سالبة ( تآكل الأموال الخاصة)، و تنخفض كذلك عند دفع التوزيعات على المساهمين. يكون التمويل عن طريق الأموال الخاصة إما داخليا أو خارجيا، فالأول يتمثل في التمويل الذاتي و الثاني يتمثل في الرفع في رأس المال نقدا<sup>185</sup>.

### أولا : التمويل الذاتي

#### 1- مفهومه :

يعرف التمويل الذاتي على أنه الآلة التي تسمح بتحويل الطاقة إلى عمل.<sup>186</sup>

يتعلق التمويل الذاتي بجزء من الموارد الكامنة Potentielles للمؤسسة لدورة معينة، حيث يُخصص لتمويل استثماراتها و بحسب بالعلاقة التالية:<sup>187</sup>

$$AF = CAF - DD \dots\dots(2 - 1)$$

حيث AF : التمويل الذاتي هو الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي CAF و التوزيعات المدفوعة DD. تتمثل القدرة على التمويل الذاتي CAF في النتيجة التي يمكن أن تتحول إلى خزينة في أي لحظة زمنية ما عند انعدام التباعد الزمني بين النواتج و التحصيلات من جهة، و التكاليف و النفقات من جهة أخرى (BFR=0). و بحسب بالعلاقة التالية:

$$CAF = Rnet + DAM \pm PV / MV \dots\dots(1 - 2)$$

حيث: CAF : القدرة على التمويل الذاتي.

Rnet : النتيجة الصافية.

DAM : الاهتلاكات و المؤونات.

PV/MV : فائض القيمة/ نقصان القيمة.

<sup>185</sup> هناك من يضيف عملية التنازل عن الأصول كطريقة للتمويل الخاص.

186 - P.vernimmen, **finance d'entreprise**, Op.cit, p 785.

187 - José Destours, outils mathématiques à la gestion, Dunod, paris, 1998, p 42.

تسمى هذه الطريقة لحساب القدرة على التمويل الذاتي بالطريقة غير المباشرة ( طريقة الإضافة)، هناك طريقة مباشرة ( طريقة الطرح) يتم عن طريقها حساب  $CAF$  كما يلي:

$$CAF = EBE - F.F.Net + S.O.E - IBS \dots (2 - 3)$$

حيث: EBE : الفائض الإجمالي للاستغلال؛

F.F.Net : المصاريف المالية الصافية؛

S.O.E : رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة؛

IBS : الضرائب على أرباح الشركات؛

2- مزايا و حدود التمويل الذاتي : يتصف هذا النوع من التمويل بعدة مزايا نذكر منها :<sup>188</sup>

- يضمن الاستقلالية المالية للمؤسسة ويعمل على رفعها؛
  - ينمي الأموال الخاصة؛
  - يسمح بتمويل المشاريع ذات المخاطرة؛
  - يؤدي إلى تخفيض الاستدانة، و زيادة القدرة الاقتراضية<sup>189</sup>؛
- إلا أنه لا يخلو من عدة انتقادات من بينها :
- غير كاف دائما؛
  - يتعلق بالنتيجة وتسيير المؤسسة؛
  - قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة في حالة عدم توزيع العوائد.

ثانيا : الرفع في رأس المال نقدا :

يتمثل في بيع المؤسسة للأسهم ( العرض العمومي للبيع  $OPV$ ، ... ) للحصول على مبلغ نقدي من طرف الشركاء أو العمال أو مساهمين جدد، وتكون الأوراق المالية حسب النوعية المقدمة من طرف إدارة المؤسسة وتكون عادة أسهم عادية أو أوراق مالية مهجنة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم  $OCA$ ، السندات القابلة للتسديد بأسهم، الأسهم الممتازة.....إلخ.

1- الأسهم العادية :

هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية حيث القيمة الاسمية هي القيمة المدونة على السهم، عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس؛ في بعض الأحيان لها حد أدنى والقيمة الدفترية تتمثل في مقدار الأموال الخاصة مقسوما على عدد الأسهم وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون}}{\text{عدد الأسهم}} \dots (2-4)$$

تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وتحدد عن طريق تفاعل قوى العرض و الطلب، و عوامل أخرى<sup>190</sup>، ويحق لحامل هذا النوع من الأسهم<sup>191</sup> ما يلي :

3 Ibid, P 42.

<sup>189</sup> J.BARRAEU et J.DELHAYE, Gestion financière, 9eme édition, paris : Dunod, 2001, P353.

- حق الحصول على عوائد إذا ما قررت الجمعية العامة التوزيع؛
- حق التصويت في الجمعية العامة إذا ما كان المستثمر يمتلك الحد الأدنى من الأسهم الذي يقره نظام الرقابة الداخلية (SCI) للشركة؛
- الحق في نقل الأسهم بالبيع أو بأي طرق أخرى؛
- مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال.

### 1-1 مزايا و حدود التمويل بالأسهم العادية : يتسم التمويل بالأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة ببعض المزايا من بينها :

- المؤسسة ليست ملزمة قانونا بدفع توزيعات على المساهمين؛
  - تمثل الأسهم العادية مصدر تمويل طويل الأجل كونها ليس لها تاريخ استحقاق؛
  - زيادة الطاقة الاقتراضية مستقبلا.
- كما يتسم هذا التمويل ببعض العيوب من بينها :
- تكلفة عالية تتكبدها المؤسسة نتيجة معدل الرد ودية المفروض *TRE* الذي عادة ما يكون مرتفعا بسبب المخاطر التي تهدد أموال المستثمرين (المساهمين)؛
  - لا ينجم عن هذا النوع من التمويل اقتصاد في الضريبة لأن التوزيعات لا يمكن خصمها ضمن التكاليف؛
  - تشتت للأصوات في الجمعية العامة خاصة عند دخول مساهمين جدد.
- بالإضافة إلى ما سبق ذكره ظهرت أنواع جديدة للأسهم العادية مثل :

- ▲ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المضمومة** : ظهرت في الثمانينات، حيث صدر قانون تشريعي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للمؤسسات بحصم العوائد وبالتالي تحقيق الاقتصاد في الضريبة.
- ▲ **الأسهم العادية المضمونة** : ظهر هذا النوع سنة 1984 حيث يحق لحامل السهم المطالبة بالتعويض لقيمة الانخفاض إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، ولا يوجد تحقيق حد أقصى للعوائد التي يحصل عليها المستثمر.

### 2- الأسهم الممتازة :

- يعتبر هذا النوع من الأوراق المالية المهجنة كونها تجمع بين صفات السهم العادي والسندات<sup>192</sup> وهي تمثل مستند ملكية له قيمة دفترية وقيمة اسمية وقيمة سوقية.
- حيث القيمة الدفترية هي حاصل قسمة قيمة الأسهم الممتازة الظاهرة في الميزانية على عدد الأسهم المصدرة أما القيمة الاسمية والسوقية فشأنها شأن الأسهم العادية. يشبه السند هذه الأخيرة في بعض النواحي أهمها :
- ليس له تاريخ استحقاق؛
  - مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته؛
  - لا يحق لحامله المطالبة بالتوزيع إلا إذا قررت الجمعية العامة ذلك؛

190 أنظر الفصل الأول الخاص بالقيمة.

191 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 551-552.

192 - نفس المرجع السابق، ص 559.

ويشبه السندات في بعض النواحي كذلك منها:

- نصيب العوائد محدد بنسبة من قيمته الاسمية؛
- الحصول على قيمة السهم في حالة الإفلاس عند التصفية؛

## 2-1 مزايا و حدود التمويل بالأسهم الممتازة : يتسم التمويل بالأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة ببعض المزايا من بينها :

- المؤسسة ليست ملزمة بتوزيع العوائد؛
- ليس لصاحبها حق التصويت في الجمعية العامة؛
- إصدار هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى زيادة القدرة الافتراضية مستقبلا؛
- قرار إصدار هذا النوع من الأسهم قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية؛

كما يتسم هذا النوع من التمويل ببعض العيوب من بينها :

- ارتفاع التكلفة نسبيا كون العوائد المدفوعة غير قابلة للخصم وبالتالي عدم وجود اقتصاد في الضريبة؛
- ليس لصاحبها حق التصويت في الجمعية العامة؛

إضافة إلى ما تم ذكره ظهر نوع جديد من الأسهم الممتازة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982 حيث ترتبط عوائد هذه الأسهم بأذونات الخزانة، على أن يعدل نصيب العائد كل ثلاثة أشهر، كون السندات الحكومية أقل مخاطرة، ومنه أقل تذبذب.

## ثالثا : رأس المال المخاطرة Capital-risque كحل لمشكل التمويل

### 1- المفهوم

تعتبر هذه التقنية أسلوب لتمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق اللجوء لشركة متخصصة، حيث تقدم هذه الأخيرة التمويل كشريك و ليس كمقرض كما في النظام المصرفي<sup>193</sup>، في العادة يتعلق هذا النوع بالمؤسسات المتوسطة و الصغيرة .PME

عرّفت الجمعية الأوروبية (EVCA<sup>194</sup>) رأس المال المخاطرة على أنه : (كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات)<sup>195</sup>.

<sup>193</sup> J.DAYAN et autres, Manuel de gestion, vol 2, paris : ELLIPSES/AUE,1999.P170.

<sup>194</sup> European Venture Capital Association

<sup>195</sup> بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات المتوسطة و الصغيرة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE،

مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2007/05، ص7.

## 2- رأس مال المخاطرة في الجزائر

تلعب هذه التقنية أهمية بالغة في تمويل المؤسسات المتوسطة و الصغيرة، و التي لا تكون لها ضمانات عند اللجوء للبنوك، و بالرغم من الأهمية البالغة تبقى تجربة الجزائر حد محدودة في هذا المجال حيث تم إنشاء مؤسستين و هما SOFINANCE، . FINLEP

▲ مؤسسة FINLEP : تم إنشاؤها سنة 1991 بمساهمة كل من القرض الشعبي الجزائري CPA، بنك التنمية المحلية BDL، و الوكالة الفرنسية للتنمية، برأسمال قدره 732 مليون دج، بهدف مساعدة PME الإنتاجية لتخطي مشكل التمويل.

▲ مؤسسة SOFINANCE : تم تأسيسها في 2000/04/04 بالشراكة مع مؤسسة مالية أجنبية برأسمال قدره خمسة (5) مليار دج. و بدأت نشاطها في 9 جانفي 2001.

تعتبر تجربة الجزائر في هذا النوع من التمويل جديدة و متواضعة كون أن نسبة التمويل لا تتعدى 35% من رأس مال الشركة<sup>196</sup>، و في قطاعات ذات مخاطر غير مرتفعة (الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية،... .) دون غيرها من المشاريع التي تتوافق مع التسمية.

### المطلب الثاني : التمويل بالاستدانة

يمثل التمويل بالأموال الخاصة سبيل للتمويل ذو مخاطر مرتفعة و من ثمة تكلفة أعلى، و صعب التحقق خاصة في ظل غياب السوق المالي لاسيما في الدول النامية أين تكون سبل الاستدانة أكثر؛ نحاول في هذا المطلب عرض التمويل بالاستدانة و الذي قسّم على قسمين :

أولا : التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل

#### 1- القروض طويلة ومتوسطة الأجل

نعني بكلمة القرض تسليف المال دفعة واحدة لمدة معينة (ما بين خمسة سنوات و ثلاثين سنة طويلة الأجل) مقابل سعر فائدة، حيث يتم الاتفاق على شروط القرض ( سعر الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهانات... .) بالتفاوض بين المؤسسة المقترضة و المقرضة، التي عادة ما تكون مؤسسات مالية كالبنوك أو شركات التأمين، بالرغم من أن سعر الفائدة هو نسبة محددة من قيمة القرض إلا أن المؤسسة المقرضة قد تشترط بعض الشروط التي تختلف باختلاف المخاطر كعدم تثبيت سعر الفائدة (تعويم سعر الفائدة) أو تشترط دفع الفوائد جملة واحدة عند منح القرض.

يكون التسديد حسب الاتفاق، دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق أو عن طريق دفعات Annuité، عادة ما تكون هذه الأخيرة نهاية المدة و تعرف بدفعات السداد<sup>197</sup> و تحسب بالعلاقة التالية :

196 دادن عبد الغني ، مرجع سابق، ص 225.

197 - Gérard Charreaux, finance d'entreprise, EMS, parais, 2003, p 134.

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{at}{(1+i)^t} \dots\dots\dots(2-5)$$

حيث:

M : مبلغ القرض؛

t : السنوات؛

a : قيمة الدفعة؛

i : معدل الفائدة؛

إذا كانت الدفعات متساوية تصبح العبارة I مجموع متوالية هندسية حدها الأول مساوٍ لأساسها  $1/(1+i)$  ممثلة في

العلاقة التالية:

$$M = A \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} \Rightarrow A = M \cdot \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}} \dots\dots(2-6)$$

## 2- السندات :

يمثل السند مستند مديونية صادر عن المؤسسة لأجل الحصول على مصدر التمويل طويلة الأجل حيث ، يعطي لحامله الحصول على عوائد دورية و القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق ، حيث العوائد تتمثل في سعر الفائدة على القيمة الاسمية، وهو قابل للتداول ( إذا كان لحامله) أي له قيمة سوقية مما يعطي لحامله فرصة تحقيق أرباح غير عادية عند ارتفاع قيمته السوقية التي تتحدد وفقا لدرجة المخاطر، والظروف الاقتصادية، كسعر الفائدة مثلا والذي له علاقة عكسية مع القيمة السوقية للسند. يوجد للسندات عدة أنواع مستحدثة<sup>198</sup> من بينها :

### 1-2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

يتضح من خلال التسمية أنه بإمكان المؤسسة المصدرة للسندات تحويله إلى أسهم عادية<sup>199</sup> ، و شهد هذا النوع تطورا كبيرا في العشر سنوات الأخيرة<sup>200</sup>.

### 2-2- السندات القابلة للاستبدال

ظهر هذا النوع سنة 1986 في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي لا تختلف عن السندات القابلة للتحويل إلا في كون الأولى أن السند والسهم صادرين عن نفس المؤسسة؛ أما الثاني( القابلة للاستبدال) فالسهم المراد استبداله يكون لمؤسسة أخرى وكلا النوعين تكلفتها أقل من السندات التقليدية مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل.

### 2-3- السندات ذات معدل الفائدة الصفري

تعرف على أنها سندات لا يحصل حاملها على فوائد حتى تاريخ الاستحقاق؛ ومن أبرز صورها التقليدية أذونات الخزانة التي لا تحمل سعر فائدة، ولكن العائد يتمثل في الفرق بين قيمة الشراء والقيمة الاسمية التي يتحصل عليها عند تاريخ

198- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف بالإسكندرية، طبعة ثانية، 2005، ص 59.

<sup>199</sup> J.BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P362.

<sup>200</sup> أنظر P.Vernimmen.OP.Cit, P557.

الاستحقاق، وهي ليست جديدة ولكن الجديد فيها هو التوريق من السندات التقليدية الأصلية سندات مبتكرة (معدل صفري) تحمل تواريخ استحقاق التدفقات النقدية الناتجة من السندات الأصلية إضافة إلى أصل الدين.

#### 2-4- السندات التي تعطي الحق في شراء أسهم المؤسسة :

تلجأ المؤسسة في بعض الأحيان إلى إصدار سندات تعطي لصاحبها الحق في شراء أسهمها مستقبلاً بسعر يعلن مستقبلاً؛ يطلق عليه سعر التنفيذ الذي قد يكون ثابت أو متغير من طرف المؤسسة، وهو ما يشبه في مضمونه خيار الشراء.

#### 2-5- السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة :

تعتبر هذه السندات أوراق مالية جديدة ابتكرها المهندسون الماليون في سنة 1983 تساهم في الحد من مخاطر عدم السداد<sup>201</sup>.

#### 2-6- سندات الدخل (النتيجة) :

يستجيب هذا النوع إلى احتياجات البنوك الإسلامية، ولا يحق لحاملها المطالبة بالعوائد إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً. بعد التطرق لمختلف أشكال الديون طويلة الأجل القروض، السندات بأنواعها لا بد من وقفة تقييمية على هذا النوع والتي تتمثل في إبراز المزايا والعيوب<sup>202</sup>.

#### 3- مزايا و عيوب التمويل عن طريق الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل: تتمثل المزايا في :

- يعتبر التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل أقل تكلفة من التمويل عن طريق الأموال الخاصة كونها أقل مخاطرة وتؤدي إلى الاقتصاد في الضريبة؛
- تكاليف ثابتة ولا تتغير بمستوى الأداء المتمثل في النتيجة؛
- ليس للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة؛
- حق الاستدعاء وهو حق تشترطه المؤسسة عند إصدار السندات؛
- تكلفة التعاقد أقل من تكلفة إصدار السهم؛

العيوب : تتمثل في عدة نقاط نذكر منها ما يلي :

- مخاطر الإفلاس؛
- المخاطر المالية كإفراط ربحية السهم DPA؛
- فرض قيود على المؤسسة مثل عدم الحصول على قروض من جهة أخرى أو عدم بيع الأصول..... إلخ؛
- لا يعتبر متاحاً للعديد من المؤسسات مثل PME بسبب عدم توفر الضمانات؛

201 هي الآن في أمريكا تحدث مشكلة كبيرة على المستوى المالي،

202- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 568.



#### 4- قرض الإيجار :

ظهر هذا النوع في الخمسينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية ومنه انتشر إلى بقية دول العالم<sup>203</sup> و هو تقنية تمويل حديثة النشأة، يتم بواسطة عقد يعطي الحق للمؤسسة المستأجرة استعمال أصل معين لفترة زمنية معينة مقابل أقساط إيجارية متفق عليها في العقد ويكون على صورتين.

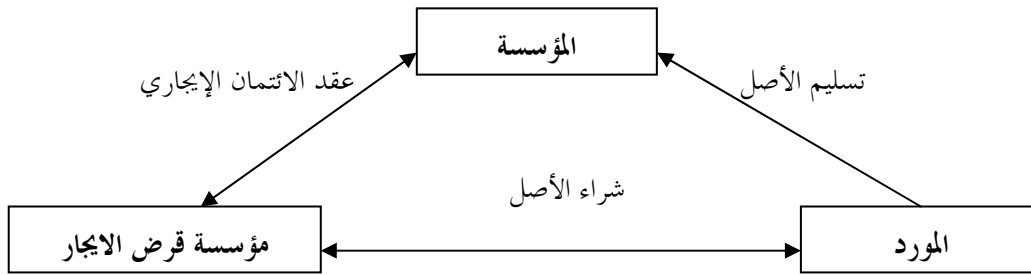
#### 4-1- الإيجار التشغيلي :

يتم هذا النوع من التمويل بواسطة عقد قابل للإلغاء يشمل المعدات والأدوات.....إلخ، فيه تتحمل مؤسسة قرض الإيجار نفقات الصيانة التي تأخذها في الحسبان عند تقدير دفعات قرض الإيجار دون انتقال الملكية، ومدة العقد عادة لا تغطي العمر الافتراضي للأصل.

#### 4-2- الإيجار المالي :

يتم وفقا لهذا الصنف الحصول عن التمويل بقيام المؤسسة بتقديم مواصفات الأصل المراد اقتناؤه إلى مؤسسة قرض الإيجار، هذه الأخيرة تقوم بشراء الأصل عن المورد الذي يقوم بتسليمه إلى المؤسسة، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل (2-1): سير عملية قرض الإيجار التمويلي:<sup>204</sup>



Stéphane Griffiths et jean, Cry degos, **Gestion financière de l'analyse à la stratégie**, éditions d'organisation, paris, 2eme tirage, 2001, p 188

تتم هذه العملية عن طريق عقد غير قابل للإلغاء لمدة تساوي العمر الافتراضي للأصل، مع بقاء الملكية لمؤسسة قرض الإيجار، تكاليف الصيانة تتحملها المؤسسة، و عادة ما ينص العقد على خيار الشراء بمبلغ رمزي مستقبلي أو بالتفاوض. إذا لم ينص العقد على ذلك فتكون المؤسسة أمام ثلاث حالات و هي :

- إمكانية الشراء؛
- إمكانية تجديد الإيجار لفترة قصيرة؛

<sup>203</sup> J.DAYAN et al,Op.cit, P178.

<sup>204</sup> Stéphane Griffiths et jean, Cry degos, **Gestion financière de l'analyse à la stratégie**, éditions d'organisation, paris, 2eme tirage, 2001, p 188.

- إرجاع الأصل للبنك؛

يتسم هذا النوع من التمويل بعدة مزايا من بينها ما يلي :

- سهولة الحصول عليه خاصة التشغيلي؛

- حصول المؤسسة على أصول غير قادرة على اقتنائها مع فرصة تملكها في النهاية؛

- لا يتعلق بالقدرة الافتراضية للمؤسسة؛

- المؤسسة تستخدم الأصل مع أصولها دون أن يظهر في الميزانية، وأقساط الإيجار تدخل ضمن التكاليف دون أي اعتراضات جبائية، هذا في الجزائر وفي بعض الدول الأخرى، لكن في هذه الحالة لا توجد عدالة في تقييم الأداء خاصة المؤسسات المسعرة لذلك أوجبت المعايير المحاسبية الدولية معالجة خاصة لهذا النوع من التمويل في المعيار الدولي رقم *IAS17* والذي يشترط تسجيل الأصل ضمن الأصول في الميزانية والفصل بين مبلغ سداد القرض ومبلغ الفوائد.

ثانيا : التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل

1- الائتمان التجاري :

يعتبر من أنواع التمويل قصيرة الأجل يتمثل في قرض المورد، حسب هذا النوع تحصل المؤسسة على مواد أولية و سلع يكون سداد قيمتها آجلا، وتعتمد عليه بشكل كبير أكثر من المصرفي وغيره من المصادر الأخرى كونه تلقائيا أي يزيد وينقص حسب حجم النشاط<sup>205</sup> ويتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية<sup>206</sup>.

2- الائتمان المصرفي:

تولد دورة الاستغلال احتياجا ماليا (BFRE) مع عدم كفاية الأموال المتاحة، في أغلب الأحيان تلجأ المؤسسة إلى عملية الائتمان قصير الأجل من المؤسسات المالية(البنوك) وتكون على صورتين :

1. القرض: هو تسليم المال دفعة واحدة مقابل سعر فائدة معين إضافة إلى بعض الشروط التي تشترطها البنوك.
2. الاعتماد: هو ترك مبلغ مالي تحت التصرف لمدة معينة مقابل سعر فائدة معين على ما تم سحبه فعلا، وعادة ما يوضع له حد أقصى يعرف بالسقف الائتماني، توجد عدة أنواع للائتمان قصير الأجل، وسنتطرق إلى أبرزها و المتمثل في :

1-2- إتمادات الخزينة:

تمويل الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) عادة ما يكون عن طريق إتمادات الخزينة، يستعمل في بعض الأحيان لتمويل احتياجات متخصصة مثل اعتماد الموسم(الحملة)، اعتماد التخزين (على البضائع)، إتمادات متعلقة بالتجارة الخارجية ( المستندي)، أو لتمويل احتياجات غير متخصصة أهمها<sup>207</sup> تسهيلات الصندوق و المكشوف.

205 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 546.

<sup>206</sup> لتفصيل أكثر أنظر: أعراب عبد العزيز، تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالي حالة مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير

في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2000-2001، ص 19.

207- Gérard Chareau, Op.cit, p 239.

### 2-1-1- تسهيلات الصندوق :

عندما تكون المؤسسة في حالة توسع ولا تستطيع الموائمة بين نفقاتها و تحصيلاتها؛ يعرف حسابها الجاري حالة من الانكشاف المستمر و اللاستقرار، يقترح البنك في هذه الحالة صيغة تسهيلات الصندوق؛ حيث يرفع الحد الائتماني ويشترط التسديد الدوري لهذه القروض ورقم الأعمال الشهري كسقف ائتماني، و تكون هذه الصيغة برخصة من البنك بعد الموافقة على الملف المقدم له، وتكون سارية لمدة سنة قابلة للتجديد، إضافة إلى بعض الصيغ الأخرى مثل اعتماد الوصل، اعتماد المعتمد، التوطين<sup>208</sup>، خطاب الضمان،..... إلخ.

### 2-1-2- المكشوف :

عندما تكون المؤسسة في حالة توسع والمساهمون لا يرغبون في دفع مساهمات جديدة وتسجل المؤسسة تجاوزا مستمرا لسقف تسهيلات الصندوق، يقترح البنك صيغة المكشوف، ولا يمنح هذا النوع إلا بعد ضمانات قوية من الشركاء لضمان أمواله في حالة الإفلاس، كما أن المؤسسة لا تطلب هذا النوع إلا إذا كانت في انتظار تحصيلات مالية كبيرة، وتكون مدته ما بين بضعة أسابيع أو بضعة أشهر، وهو جد مكلف كونه يعتمد على نظام الأيام المقيمة فعلا.

### 2-1-3- اعتماد الموسم (الحملة):

يمنح هذا النوع للمؤسسات التي تسجل فارقا زمنيا كبيرا بين مدخلاتها ومخرجاتها؛ أي ذات الأنشطة الموسمية والتي تعرف احتياجات كبيرة لا تستطيع تغطيتها بأموالها الخاصة فتلجأ إلى الاستدانة، القرض الممنوح يغطي جزء من هذه الاحتياجات، أما عن الدفع فيكون بالتقسيم حسب البيع والقرض<sup>209</sup>، يكون متغير من شهر لآخر وقد تبلغ مدته إلى سنتين كأقصى حد.

### 2-1-4- الإعتمادات على البضائع (التخزين):

في حالة احتياج المؤسسة لتمويل مخزونها ، لكن في نفس الوقت لديها كمية من المخزون تستعملها كضمان للحصول على قرض و يكون بطريقتين. التسبيق على البضائع، خصم سند الرهن.

### 2-1-5- الاعتماد المستندي :

يمثل الاعتماد المستندي عقد يلتزم به البنك مباشرة أمام الغير بناء على طلب العميل الذي يسمى بالأمر، بدفع أو قبول كمبيالة مسحوبة عليه من طرف الغير يسمى بالمستفيد، وذلك بشروط معينة واردة في العقد ومضمونة برهن حيازي على المستندات الممثلة للبضائع المصدرة و يستعمل عادة في التجارة الخارجية.

208 سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، جمعية التراث، الطبعة الأولى، 2002، ص 219.

209 - نفس المرجع السابق، ص 222- 248.

## 2-2- إتمادات تحريك الحقوق التجارية (CMCC):

تعني (CMCC) من خلال التسمية تحويل المؤسسة لحقوقها التجارية المتمثلة في الأوراق التجارية (الكمبيالة، السند الإذني، السند لأمر) أو إثباتات أخرى كالفواتير إلى مؤسسات مالية (بنوك) أو مؤسسات مالية متخصصة وتكون على عدة صور هي :

### 2-2-1- الخصم :

الخصم هو قيام العميل الحامل للورقة التجارية بتظهيرها تظهيراً ناقلاً للملكية لصالح البنك الذي يقدم للعميل قيمة الورقة التجارية منقوصاً منها الآجيو<sup>210</sup>. و يكون الخصم على صورتين تجاري و مالي .

### 2-2-2- طريقة Dailly :

تقصد بهذه الطريقة تحويل المؤسسة لديونها أو لجزء منها إلى بنك أو مؤسسة مالية متخصصة، خاصة التي لا تكون ممثلة في الأوراق التجارية، و إنما ممثلة في إثباتات أخرى كالفواتير أو غيرها وتكون على شكلين:

1- طريقة الخصم : تتمثل في تحويل الفواتير إلى مؤسسة متخصصة مقابل الحصول على قرض يساوي تقريبا قيمة الإثباتات لأنه تم خصم تكلفة الخصم العادي.

2- طريقة الضمان : تتمثل في تحويل الفواتير إلى مؤسسة متخصصة مقابل الحصول على قرض يساوي قيمة الإثباتات، و المؤسسة المتخصصة تمسك هذه الإثباتات كضمانات.

نلاحظ أن هذه الطريقة ذات تكلفة أقل لكن مخاطر عدم السداد يبقى قائما<sup>211</sup>.

### 2-2-3- طريقة L'affacturage :

تتجلى طريقة L'affacturage في عملية تحويل المؤسسة لحقوقها التجارية لمؤسسة Facteur، هذه الأخيرة عموما منظمة مالية متخصصة، تدفع للمؤسسة هذه الحقوق متزوعا منها عمولة ومختلف مصاريف التحصيل من العملاء حيث المؤسسة تقارن ما بين هذه الحقوق.

التحويل يمكن أن يكون كليا أو جزئيا، في الفرضية الأخيرة، المؤسسة تختار الأوراق سهلة التحصيل التي يتميز أصحابها بملاءة جيدة نسبيا<sup>212</sup>. هذه العملية لها ميزة جيدة كونها تضمن حسن نهاية الديون ومخاطر عدم السداد تتحملها المؤسسة المتخصصة.

## المطلب الثالث : الهيكل المالي المفهوم و المحددات

تطرقنا في المطلبين السابقين لمختلف مصادر تمويل الاحتياجات المالية المتاحة أما المسير المالي الذي يقع على عاتقه اختيار التوليفة المثلى التي تسمح بتحقيق مردودية أعلى و مخاطرة أقل؛ هذه التوليفة تسمى بالهيكل المالي. يهدف هذا المطلب إلى تعريف الهيكل المالي و العوامل المحددة له.

### أولا : تعريف الهيكل المالي :

توجد عدة تعاريف مختلفة للهيكل المالي نذكر منها ما يلي :

210 الآجيو : مصطلح إيطالي يعني مبلغ مقتطع من طرف البنك والذي يتمثل في أجرة خصم الورقة التجارية ( شراء أو بيع ورقة تجارية).

211- سليمان ناصر، مرجع سابق، ص 231.

212- Patrice vizzavon, **gestion financière**, 9em édition, BERTI, 1999 p 405.

- ▲ يقصد بالهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل<sup>213</sup>.
- ▲ يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة (مساهمين) أو من الغير على شكل قروض بكافة أنواعها، وأيضا مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة<sup>214</sup>.
- ▲ يمثل الهيكل المالي جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل<sup>215</sup>.

▲ يطلق مصطلح هيكل رأس المال (بالإنجليزية: Capital Structure) على الطريقة التي تمويل الشركة بها أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية (الأموال الخاصة) والمديونية، ويتم وصف هيكل رأس المال بحسب نسبة كل من حقوق الملكية والمديونية إلى رأس المال، ويمكن وصفه أيضا بحسب معدل الرفع المالي للشركة. وهيكل رأس المال علاقة مباشرة بمتوسط تكلفة رأس المال وهو أحد عناصر تقييم الشركات فتغير الهيكل يتغير المتوسط و بالتالي تتغير قيمة الشركة<sup>216</sup>.

من المفاهيم الواردة أعلاه للهيكل المالي يمكن القول أن الهيكل المالي هو البنية التي يتم بها تمويل الأصول من خلال المزج بين أموال الخاصة و الاستدانة و يقاس بنسبة كل عنصر في التمويل.

بعد التعرف على سبل التمويل المتاحة في المحيط الخارجي، لابد من القيام بتحليل المحيط الداخلي لبناء مصفوفة SWOT و من ثمة اتخاذ قرار ناجح و فعال و المتمثل في اختيار التوليفة المثلى أو الهيكل المالي المناسب. لعوامل المحيط الداخلي للمؤسسة تأثير بالغ الأهمية على اختيار الهيكل المالي و هو ما سوف نتناوله في النقطة الموالية.

ثانيا : العوامل المحددة للهيكل المالي : هناك جملة من العوامل نذكر منها :

#### 1- معدل نمو المبيعات و استقرارها :

يعد ارتفاع معدل نمو المبيعات أحد المؤشرات الدالة على أداء المؤسسة في أغلب الأحيان (أول مصدر لإنشاء القيمة)، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ومنه ارتفاع أسعارها، و هو دليل على إنشاء القيمة و انخفاض معدل المردودية المطلوب، هذا من جهة و من جهة أخرى يمكن النظر من خلال العلاقة بين BFRE و معدل النمو، و زيادة الاحتياجات التشغيلية يتطلب اللجوء عادة إلى الاستدانة البنكية قصيرة الأجل. أما وفقا للنظريات الحديثة ترى كل من نظرية تكلفة الإفلاس و نظرية تكلفة الوكالة أن هناك علاقة عكسية بين معدل النمو و معدل الاقتراض، بينما نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل POT لا تتفق<sup>217</sup> معهما.

213 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، 2003 ص 545.

214 - أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1994، ص 38.

215 - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقض، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 200، ص 128.

216 ويكيبيديا (الموسوعة الحرة)، هيكل رأس المال، 2008/10/20.

[http://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=%D9%86%D8%B8%D8%B1%D9%8A%D8%A9\\_%D9%85%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%AC%D9%84%D9%8A%D8%A7%D9%86%D9%8A\\_-\\_%D9%85%D9%8A%D9%84%D8%B1&action=edit&redlink=1](http://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=%D9%86%D8%B8%D8%B1%D9%8A%D8%A9_%D9%85%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%AC%D9%84%D9%8A%D8%A7%D9%86%D9%8A_-_%D9%85%D9%8A%D9%84%D8%B1&action=edit&redlink=1)

217 الياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي دروس و تطبيقات، ط1، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2006، ص 412.

من منظور المخاطرة لتشتت المبيعات دور مهم في طلب الديون، حيث يعتبر رقم الأعمال أول رصيد المعبر عن إنشاء القيمة، فكلما كان هناك استقرار في رقم الأعمال مما يعني قلة المخاطر و الذي له علاقة مباشرة بالاقتراض.

## 2- المردوديات :

تلجأ المؤسسة للاستدانة في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية و المتمثلة أساسا في المردودية هذا هو منطلق نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، من هذه الزاوية تكون العلاقة عكسية بين المردودية و معدل الاقتراض. من زاوية أخرى نتيجة للعلاقة الطردية بين المردودية و المخاطرة فكلما زادت المخاطر التشغيلية و من ثمة تحاول المؤسسة التقليل من المخاطر بالحد من اللجوء للاستدانة و هي نتيجة خلص<sup>218</sup> إليها MARSH .

## 3- حجم المؤسسة :

قد يكون لحجم المؤسسة تأثير على الهيكل المالي من خلال تراجع تكلفة الإفلاس فالدولة عن تطبيق قوانين الإفلاس قد تراعي جوانب أخرى كمعدل البطالة الناجم عن تصريح العمال، تراجع الصادرات ... فكلما كان الحجم مهم قد تنخفض تكلفة الإفلاس و منه من المحتمل وجود علاقة طردية بين معدل الاقتراض و حجم المؤسسة. من جهة أخرى يمكن النظر لتأثير الحجم من خلال القدرة على استخدام المشتقات المالية و التنوع الدولي الذي بدوره يقلل من المخاطر النظامية.

## 4- هيكل الأصول :

تعتبر الأصول الجهة المقابلة للهيكل المالي، فاستخدام الأموال يتمثل في تمويل الأصول، لذلك إذا كان للمؤسسة أصول ثابتة تريد تمويلها فهي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل نسبيا، أما إذا كان للمؤسسة أصول متداولة تريد تمويلها فهي تحتاج إلى تمويل قصير الأجل سواء كان مصرفيا أو تجاريا. تشير نظرية POT إلى أن المؤسسات التي لها أصول ثابتة قليلة أقل ضمانا و أكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومة لذلك تستعمل القروض بصفتها المورد الأقل حساسية لعدم التناظر في المعلومة مقارنة<sup>219</sup> بالأسهم العادية.

## 5- طبيعة القطاع :

يمكن ملاحظة أثر هذا المتغير مبدئيا من خلال نسبة بازل، و التي تعتبر محدد للهيكل المالي لقطاع البنوك حيث يشترط عدم تجاوز نسبة 8% كحد أدنى لضمان الكفاية الحدية لرأس المال. أما على مستوى الواقع العملي لبقية القطاعات فكانت النتائج مختلفة بين مؤيد و رافض<sup>220</sup>.

## 6- تركيز الملكية و اتجاهات رجال الإدارة :

يرز من منظور نظرية الوكالة صراع بين أصحاب المصالح SH في المؤسسة لاسيما المالكين و المسيرين، المالك أو المستثمر يهدف إلى تعظيم مردوديته مهما كانت المخاطر لكن المسير في بعض الحالات لا يعزف على اختيار مشاريع ذات

218 نفس المرجع السابق ص 409.

219 نفس المرجع السابق، ص 410.

220 دراسة Schwartz et Aronson كشفت عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل التمويلية للمؤسسات التي تنتمي على قطاعات مختلفة. لمزيد من التفصيل أنظر المرجع السابق ص 413.

مردودية و مخاطر جد مرتفعة. في حالة تركيز الملكية في يد مجلس الإدارة تكون المصالح متقاربة و يقل الصراع<sup>221</sup>، من جهة أخرى تركيز الملكية قد يهدد مصالح المقرضين كون المسير هو المساهم.

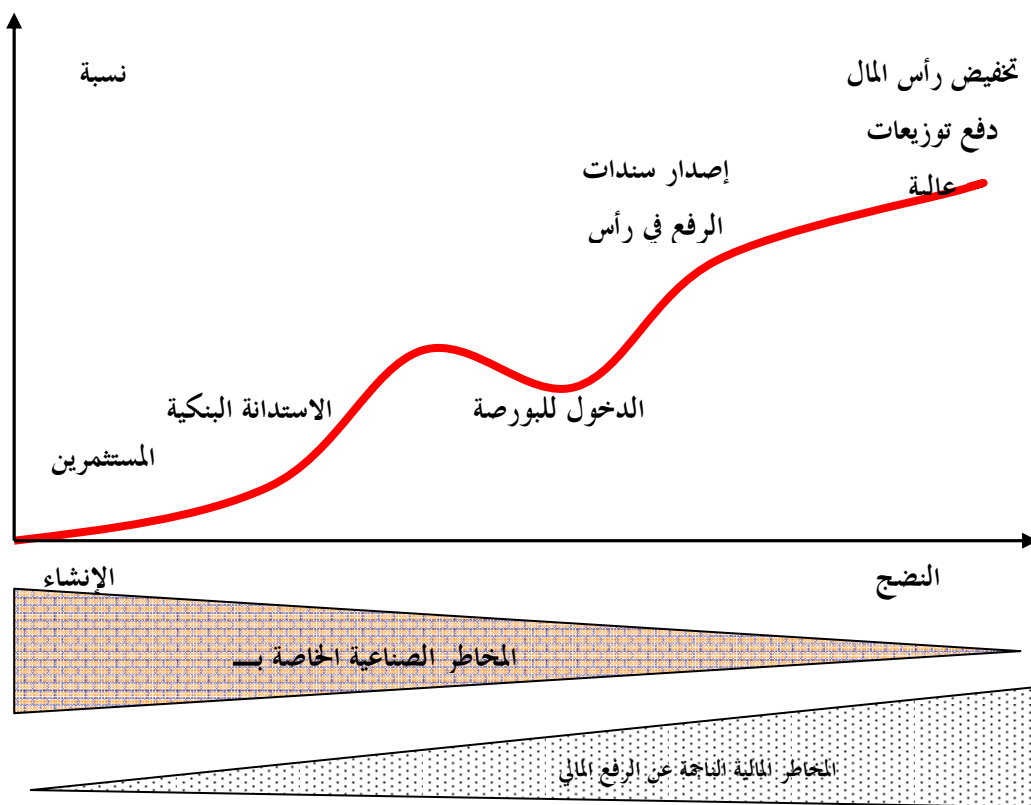
يعتبر اتخاذ قرار التمويل أحد أهم العوامل التي لها تأثير بصفة مباشرة على الهيكل المالي ويكون بأحد الأمرين :

1. الحفاظ على ملكية المؤسسة: إذا كان الملاك لا يرغبون في إدخال مساهمين جدد مثلاً يجربون الإدارة إلى اللجوء إلى مصادر أخرى كالاقتراض مثلاً حتماً يكون له تأثير على المزيج التمويلي أي على الهيكل المالي.
2. مخطر الإفلاس: في بعض الأحيان يخشى الملاك بلوغ المؤسسة مرحلة معينة من الاستدامة قد يعرضها للإفلاس في أي لحظة عجز عن سداد التزاماتها لذلك يطلبون من الإدارة تحديد مزيج تمويلي مناسب.

#### 7- دورة حياة المؤسسة :

تمر المؤسسة كغيرها من الكائنات الحية بدورة تبدأ بالانطلاق و تنتهي بالزوال، مروراً بمرحلتي النمو و النضج، فتبعاً لكل مرحلة يتغير الهيكل المالي المعتمد نتيجة الظروف التي يمر بها الأصل الاقتصادي و لإبراز ذلك نعرض الشكل التالي :

الشكل (2-2) : دورة حياة المؤسسة و هيكلها المالي



Source : P.VERNIMMEN.Op.cit.P710.

يبدو من الشكل أعلاه الذي يبرز الهيكل المالي كدالة في عمر المؤسسة، يمر بثلاث مراحل و هي الإنشاء، النمو، النضج؛ في المرحلة الأولى تكون الديون شبه معدومة و المخاطر الصناعية في قمته حيث المنتج غير معروف في السوق،

<sup>221</sup> كما رأينا في البحث الخاص بحوكمة الشركات في كندا أنظر الفصل الأول.

المخاطر المالية معدومة بسبب انعدام الديون في الهيكل المالي، في نهاية مرحلة الإنشاء تكون المخاطر الصناعية في تراجع مما يتيح للمؤسسة إمكانية اللجوء للاستدانة البنكية مما يؤدي إلى زيادة الرفع المالي و من ثمة تبدأ المخاطر المالية في الزيادة. يكون بإمكان المؤسسة في مرحلة النمو الدخول للبورصة؛ مما يجعل الاستدانة في تراجع إلى حدود معينة، و بعد فترة تزداد تكاليف الوكالة لاسيما للاقتراض، و تكاليف المعلومة مما يجعل المسير أما المراجعة بين الرفع في رأس المال و إصدار السندات. تزداد تكلفة الوكالة في مرحلة النضج بسبب انعدام الأصل الاقتصادي نظريا، و تكلفة المعلومة، مما يستدعي القيام بتمويل عمليات النمو الخارجي بمصادر معظمها قروض LBO، أو التخفيض في رأس المال.

### 8- سياسة توزيع الأرباح :

قد يفرض المحيط الذي تنشط به المؤسسة سياسة معينة لا تتلاءم مع الوضع المالي و النقدي للمؤسسة، ففي حالة وجود معدل توزيع الأرباح للقطاع الذي تنشط به المؤسسة و المؤسسة ليس لها سيولة مما يستدعي الرفع المالي من أجل ذلك. وفق نظرية الإشارة قد يصعب إيصال المعلومة للمستثمر مما يستدعي رفع معدل التوزيعات النقدية بالاعتماد على الرافعة المالية كون المؤسسة في حالة احتياج كبير للسيولة.

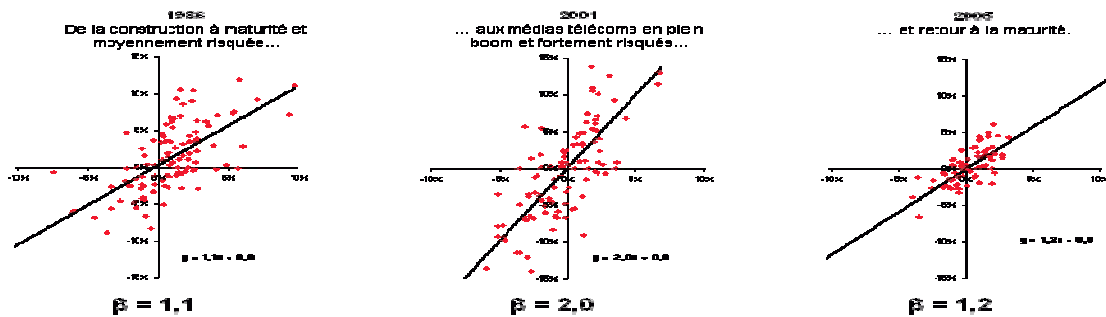
### 9- حجم السيولة :

حسب المنظور المحاسبي التقليدي المتاحات (النقديات) هي عبارة عن أحد الأصول الظاهرة بالميزانية، لكن من المنظور الاقتصادي الحديث<sup>222</sup> تعتبر أحد مكونات الخصوم حيث تطرح من الديون للحصول على الاستدانة الصافية و هذا كونها تعبر عن تكلفة لفرصة ضائعة هذا من جهة من جهة أخرى متطلبات الاستدانة و المتمثلة في الدفعات الدورية تستوجب الاحتفاظ بجزء من السيولة للوفاء بالالتزامات.

### 10- المخاطر النظامية Bêta :

تعتبر المخاطر النظامية من بين أهم محددات معدل المرودية المفروض<sup>223</sup> فزيادة هذه المخاطر يعني زيادة تكلفة الأموال الخاصة. هذه الزيادة قد تدفع المسير للاقتراض كون تكلفة الاستدانة أقل. يتأثر هذا المتغير بجملة من العوامل منها القرارات الإستراتيجية، و لإبراز ذلك نعرض الشكل التالي :

الشكل (2-3) : تأثير نمو الأنشطة على المخاطر النظامية Bêta لمجمع Bouygues



Source : Ibid.P760.

<sup>222</sup> تظهر المتاحات في جهة الخصوم وفقا للمعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، و كذلك مشروع المخطط المحاسبي الجزائري الجديد.

<sup>223</sup> أنظر المبحث الثاني من هذا الفصل.



قام مجمع Bouygues بتطوير أنشطته سنة 2001 في مجال تكنولوجيا الإعلام و الاتصال؛ التي تتميز بمخاطر مرتفعة مما أدى إلى ارتفاع المخاطر النظامية، و من ثمة ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة، ثم تراجعت بعد التخلي عن الأنشطة سنة 2005.

### المبحث الثاني: تكلفة التمويل كمؤشر لاختيار الهيكل المالي

بعدها تم التعريف بمختلف مصادر التمويل، الهيكل المالي، و محدداته في المبحث السابق، نحاول في هذا المبحث عرض لأهم المؤشرات التي يعتمد عليها المسير المالي في المراجعة بين هذه المصادر و المتمثلة أساسا في المردودية، المخاطرة، التكلفة... . يهدف هذا المبحث إلى عرض مختلف المؤشرات و معايير المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة في المطلب الأول، و في بقية المطالب تم التركيز على أهم عامل و هو تكلفة مصادر التمويل باعتبارها همزة الوصل بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة. و يمكن وضع تصور لدالة الهدف في ظل القيود المفروضة كما يلي :

$$MaxV_E = f(D/CP).....(2-7)$$

$$S/C \begin{cases} Re \leq \alpha i \\ \sigma(Re) \leq \beta i \\ IBS \leq \delta i \\ K_{cp} \leq \epsilon i \\ K_D \leq \phi i \end{cases}$$

$$Re, \sigma(Re), IBS, K_{cp}, K_D \geq 0$$

#### المطلب الأول : مؤشرات اختيار الهيكل المالي

شمل المبحث السابق مختلف مصادر التمويل المتاحة سواء تمثلت في الأموال الخاصة أو الاستدانة، و المزيج بينهما الذي يمثل الهيكل المالي، يستند المسير المالي للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة على محفظة من المؤشرات، و العوامل أهمها أثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة، و على درجة مخاطرتها.

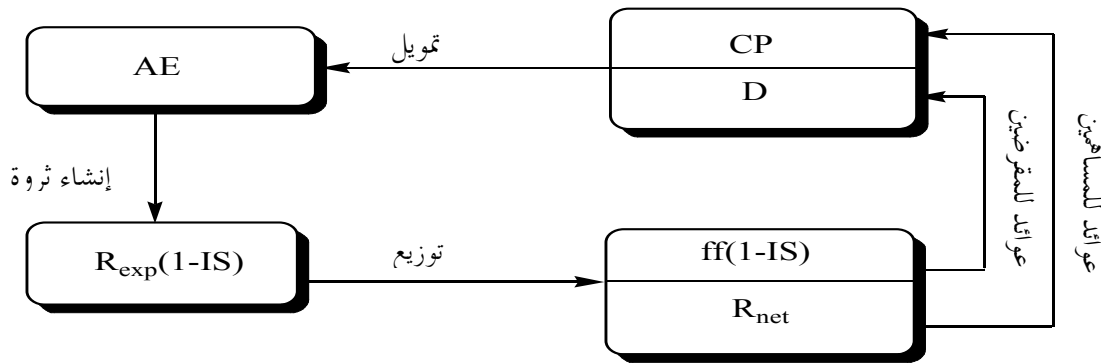
#### أولا : أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة و درجة مخاطرتها

تعتبر عملية إنشاء القيمة هي الدليل على وجود المؤسسة و نقطة اهتمام المستثمر، لذلك نستهل أثر الرفع المالي عليها.

#### 1- أثر الرفع المالي على مردودية الموال الخاصة

نعني بالرفع المالي زيادة نسبة الاستدانة في الأموال المستثمرة، ولدراسة الهيكل المالي لا بد من التعرف على الأثر الذي قد تتركه عملية الرفع على معدل مردودية الأموال الخاصة ؛ الأثر هو دالة تابعة لمعدل المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة أي الفرق بين مردودية الأموال الخاصة و المردودية الاقتصادية. تحصل المؤسسة على أموال تمّول بها أصلها الاقتصادي والذي بدوره يحقق نتائج تقارن بالأصل من جهة و بمصادر التمويل من جهة أخرى، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي:

الشكل (2-4): دورة التمويل و توزيع ثروة المؤسسة كتغذية رجعية



Source : Prière,vernimmen, Op.cit, p 294.

يتم تمويل الأصل الاقتصادي بالأموال الخاصة و الاستدانة، الأصل الاقتصادي يفرز نتيجة تشغيلية أو للاستغلال و التي تتوزع بدورها بين الدائنين و الملاك و المتمثلة في المصاريف المالية و النتيجة الصافية لكل منهما على التوالي.

تحسب كل من المردودية الاقتصادية و المالية بنسبة النتائج المحققة على الأموال المستثمرة بالعلاقة التالية :

$$R_e = \frac{R_{exp}(1-IBS)}{AE} \dots\dots\dots(2-8)$$

$$R_{f(cp)} = \frac{R_{net}}{cp} \dots\dots\dots(2-9)$$

ويمكن إعطاء صيغة بشكل آخر للمردودية الاقتصادية حيث :

$$R_e = \underbrace{\frac{R_{exp}(1-IBS)}{CA}}_{\text{هامش الاستغلال}} \times \underbrace{\frac{CA}{AE}}_{\text{نسبة دوران الأصل الاقتصادي}} \dots\dots\dots(2-10)$$

من العلاقة الخاصة بكل من المردودية الاقتصادية و المالية يمكن استنتاج علاقة أثر الرافعة المالية كما يلي :

$$R_{cp} = \frac{R_{net}}{cp} = \frac{(R_{exp} - ff)(1-IBS)}{CP} \dots\dots\dots(2-11)$$

$$= \frac{R_{exp}(1-IBS)}{CP} - \frac{ff(1-IBS)}{CP}$$

$$= \frac{R_{exp}(1-IBS)}{AE} \times \frac{AE}{cp} - \frac{K_D \cdot D(1-IBS)}{cp}$$

$$= R_e \times \left(1 + \frac{D}{cp}\right) - K_{Dnet} \frac{D}{cp}$$

$$= R_e + R_e \times \frac{D}{cp} - K_{Dnet} \frac{D}{cp}$$

ومنه

$$R_{cp} = R_e + (R_e - K_{Dnet}) \frac{D}{cp} \dots\dots\dots(2-12)$$

حيث:

$\frac{D}{cp}$  : يمثل ذراع الرافعة (الاستدانة/الأموال الخاصة).

$(R_e - K_{Dnet})$  : يمثل فرق الرافعة (المردودية الاقتصادية بعد الضريبة-تكلفة الاستدانة بعد الضريبة).

$(R_e - K_{Dnet}) \frac{D}{cp}$  : يمثل أثر الرافعة المالية.

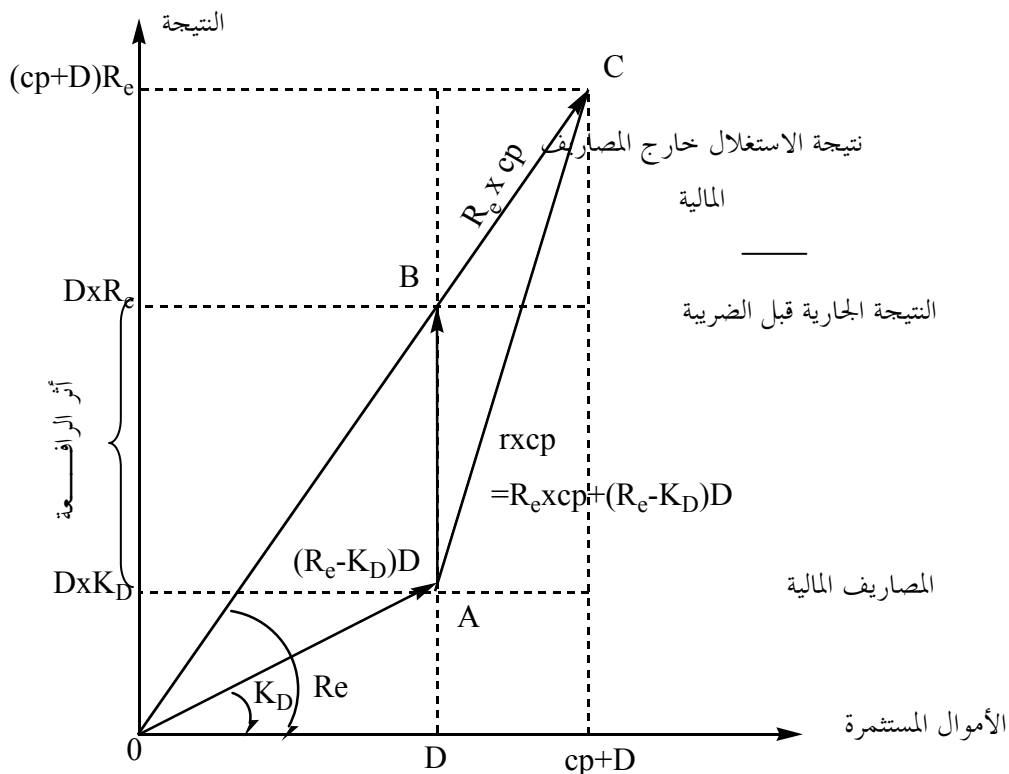
$R_e$  : المردودية الاقتصادية بعد الضريبة.

$R_{cp}$  : مردودية الأموال الخاصة بعد الضريبة.

من خلال المعادلة (3) يمكن استنتاج أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة كما يلي :

- 1- إذا كانت الاستدانة معدومة نستنتج أن مردودية الأموال الخاصة هي المردودية الاقتصادية و الأثر معدوم؛
  - 2- إذا كانت تكلفة الاستدانة أقل من المردودية الاقتصادية يكون للاستدانة أثر إيجابي على مردودية الأموال الخاصة أي في هذه الحالة يمكن الاعتماد على القروض<sup>224</sup>؛
  - 3- إذا كانت تكلفة الاستدانة تفوق المردودية الاقتصادية يكون للاستدانة أثر سلبي على مردودية الأموال الخاصة، أي في هذه الحالة ليس من صالح المؤسسة الاعتماد على القروض؛
  - 4- إذا كانت تكلفة الاستدانة مساوية للمردودية الاقتصادية فإنه لا أثر للرفع المالي.
- يمكن توضيح أثر الرفع المالي الإيجابي و السلبي<sup>225</sup> من خلال الشكلين التاليين :

الشكل (2-5) : التقديم الهندسي للأثر الإيجابي الرافعة المالية



Source : Stéphane Griffiths et jean, Cry degos ,op.cit ,p 91.

<sup>224</sup> J.BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P379.

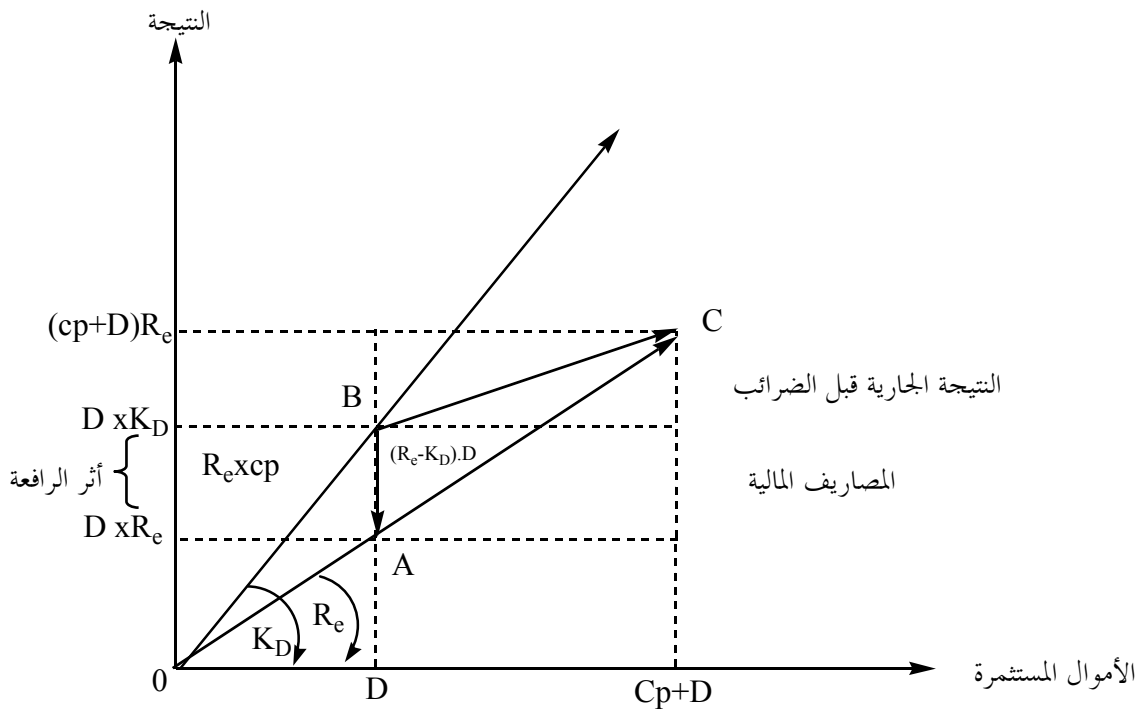
<sup>225</sup> - Stéphane Griffiths et jean, Cry degos, Op.cit, p 90.

يتضح من خلال الشكل أن الزاوية  $Re$  تمثل معدل المردودية المفروض و الشعاع  $\overrightarrow{BC}$  يمثل النتيجة التي تعود للأموال الخاصة، أما الزاوية  $K_D$  تبين معدل الفائدة على الاستدانة والشعاع  $\overrightarrow{OA}$  ما هو إلا النتيجة المتحصل عنها بسبب الرفع المالي ( أثر الرفع المالي) والشعاع  $\overrightarrow{AC}$  يمثل النتيجة الإجمالية قبل الضريبة.

ما يمكن استنتاجه أنه في حالة  $Re > KD$  يكون للرفع أثر موجب مما يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

أما في حالة  $Re < KD$  يكون الأثر سلبى حيث يمكن توضيح ذلك بنفس الطريقة من خلال الشكل التالي :

الشكل (2-6): التقديم الهندسي للأثر السلبى للرافعة المالية.



Source : Idem.

## 2- أثر الرفع المالي على درجة مخاطرة الأموال الخاصة

تتمثل المخاطرة في التقلبات التي تطرأ على المردودية؛ هذه المخاطر تنقسم إلى قسمين مخاطر النشاط ومخاطر مالية، الأولى ترتبط أساسا بالقرارات الاستثمارية؛ يتوقف حجمها على طبيعة المنتجات، و درجة تنوعها، و مدى مرونة الطلب عليها ودرجة المنافسة، أما المخاطر المالية ترتبط أساسا بقرارات التمويل والمتمثل في اختيار الميزج التمويلي؛ فكلما زاد الاعتماد على التمويل بالاستدانة أدى إلى زيادة التكاليف الثابتة مما يكون له التأثير على النتيجة الصافية.

تتأثر مردودية الأموال الخاصة، و درجة المخاطرة التي تعترض لها بدرجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها عن المصادر ذات التكلفة الثابتة ( الاستدانة)، فمن وجهة نظر المردودية كلما زادت المؤسسة من اعتمادها على الاستدانة زادت مردودية الأموال الخاصة نتيجة انخفاض تكلفة الاستدانة، أما من وجهة نظر المخاطرة فإن الاعتماد على الاستدانة يترتب عليه الزيادة في تقلب مردودية الأموال الخاصة، و يمكن إثبات ذلك رياضيا من خلال مؤشرات التشتت؛

حسب نظرية المخفضة تعتبر مقاييس التشتت؛ أدوات لقياس المخاطرة، و على رأسها الانحراف المعياري الانحراف المعياري ومعامل<sup>226</sup> الاختلاف.

**2-1 الانحراف المعياري :** يفسر الانحراف المعياري مدى ابتعاد مردودية الأموال الخاصة عن وسطها الحسابي، فكلما زاد هذا الابتعاد دل ذلك على وجود مخاطر و يحسب هذا الانحراف بالعلاقة التالية :

$$\delta = \sqrt{\sum_{I=1}^n (X_i - E(X_I))^2 p_I} \dots\dots\dots(2-13)$$

حيث:

$\delta$  : الانحراف المعياري؛

$p_I$  : احتمال تحقق المردودية؛

$X_I$  : المردودية المحتملة؛

$E(X_I)$  : الأمل الرياضي للمردودية؛

$n$  : عدد المشاهدات؛

**2-2 معامل الاختلاف :** يعتبر الانحراف المعياري مقياس غير كاف لوحده للقيام بعملية المقارنة، و اختيار مجموعة من البدائل المتاحة خاصة عند عدم تساوي المردودية المتوقعة؛ لذلك يلجأ إلى معامل الاختلاف الذي يقيس التشتت النسبي، و ذلك بحساب نسبة الانحراف المعياري إلى مردودية الأموال الخاصة، يحسب بالعلاقة التالية :

$$CV = \frac{\delta}{E(X_I)} \dots\dots\dots(2-14)$$

بالرجوع إلى العلاقة الخاصة بالرافعة المالية :

$$R_{cp} = R_e + (R_e - K_{Dnet}) \frac{D}{cp}$$

يادخال التباين على طرفي المعادلة سوف نحصل<sup>227</sup> على ما يلي :

$$\sigma(R_{cp}) = \sigma(R_e) + \sigma(R_e \cdot \frac{D}{cp}) \dots\dots\dots(2-15)$$

يبدو من المعادلة أعلاه أن المخاطر الإجمالي عبارة عن المجموع الجبري لكل من مخاطر الاستغلال (تشتت المردودية الاقتصادية) و المخاطر المالي<sup>228</sup> (تشتت المردودية الاقتصادية المرتبط بالاستدانة).

<sup>226</sup> - مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة،

العدد الثالث، أكتوبر 2002، ص 93.

<sup>227</sup> تم اعتبار تكلفة الاستدانة ثابتة و منه تشتتها معدوم.

<sup>228</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 462.

ثانيا : المؤشرات التقليدية لاختيار الهيكل المالي

توجد تحت هذا التصنيف أربعة مؤشرات و هي :

**1- الملاءة :** حسب هذا المؤشر لا بد أن يتم تمويل الاستثمارات الثابتة بموارد دائمة<sup>229</sup>. تمويل الأصول الثابتة بموارد قصيرة يعبر عن وجود خلل مالي<sup>230</sup>، يتم قياس هذا المؤشر إما بنسبة التمويل الدائم (الأموال الدائمة/الأصول الثابتة) و التي يجب أن تكون أكبر من الواحد، و إما برأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNG و الذي يشترط أن يكون موجب.

**2- الاستقلالية المالية :** يقيس هذا المؤشر مدى تبعية المؤسسة للعالم الخارجي، يتم الحصول عليها بنسبة الأموال الخاصة على بحمل الديون.

**3- الكفاية الحدية لرأس المال<sup>231</sup> :** يكون هذا القيد على مستوى القطاع البنكي، و يحسب بقسمة الأموال الخاصة (حقوق الملكية) إلى إجمالي الأصول؛ حيث يشترط عدم تجاوز هذه النسبة 8%، و تعرف بنسبة كوك (بال أو بازل).

**4- القدرة على السداد :** عندما تتقدم المؤسسة للبنك للاستدانة يقوم البنك بحساب هذه النسبة بقسمة الديون على القدرة على التمويل الذاتي، و يشترط أن تكون هذه النسبة أقل من ثلاثة أضعاف<sup>232</sup>، حيث تعبر هذه النسبة عن تراجع احتمالات الإفلاس.

تم اعتبار هذه المؤشرات تقليدية كونها نابعة من منظور ذمي، و هذا الأخير لقي اهتمامات كبيرة في سنوات مضت. بالإضافة لهذه القيود هناك قيود أخرى تتحكم في اختيار الهيكل المالي، تتمثل في بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية.

**ثالثا : المؤشرات الاقتصادية الكلية**

تعتبر هذه المؤشرات ذات طبيعة خارجية على عكس المؤشرات السابقة المرتبطة بالمؤسسة، و محيطها الداخلي، لا يمكن التحكم فيها بل لا بد من تسييرها، فوجودها إما فرصة لا بد من اغتنامها أو تهديد لا بد من التقليل منه، أهم هذه المؤشرات على سبيل الذكر لا الحصر هي :

**1. العرض النقدي :** تفيد معرفة المسير المالي لهذا المتغير في تحديد اتجاهات سعر الفائدة (تكلفة الاستدانة) الذي يعتبر مؤشرا هاما للرفع المالي.

**2. معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي :** يفيد كذلك هذا المتغير في معرفة الطاقة الاقراضية للبنوك، و مدى إمكانية اللجوء للاستدانة .

<sup>229</sup> J.BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P376.

<sup>230</sup> يسمى هذا المؤشر كذلك بقاعدة التوازن المالي الأدنى.

<sup>231</sup> تم اعتبار هذا المؤشر تقليدي بالرغم من حداثة و سريان مفعوله لأنه لم يجد من مخاطر إفلاس البنوك، و لا من العمليات خارج الميزانية و التي تشهد اليوم تحريرا تاما خاصة عقود المشتقات المالية و التي تعبر من أعقد الأمور في المجال المالي و المحاسبي.

<sup>232</sup> Ibid, P377.

3. **الإعانات الحكومية** : يفيد هذا المؤشر إلى تراجع تكلفة التمويل في القطاعات التي تحظى بهذه الإعانات.
4. **التضخم** : يكون هذا المؤشر ذو أهمية في المدى الطويل، بالنسبة للمساهم يكون هذا المتغير مدمج في معدل المردودية المفروض أما على مستوى القروض إذا كان معدل الفائدة مثبت و التضخم في زيادة؛ يعني تراجع معدل الفائدة الحقيقي و هذا ما يؤثر على اختيار الهيكل المالي.
5. **الضرائب** : يحظى هذا المؤشر بأهمية بالغة في اختيار الهيكل المالي؛ فغيابه (المناطق التي تعرف بجنة الاستثمارات) يعني غياب الاقتصاد في الضريبة الناجم عن خصم المصاريف المالية و الذي يعتبر من أهم مزايا الرفع المالي.
6. **سعر الصرف** : يكون هذا المؤشر ذو أهمية بالغة للشركات دولية النشاط، أو متعددة الجنسيات<sup>233</sup>، فتراجع سعر الصرف قد يكون فرصة لتسديد ديون بالعملة الأجنبية نتيجة انخفاض قيمتها بسبب تراجع سعر الصرف، و من ثمة التأثير على قرار اختيار الهيكل المالي.
7. **سعر الفائدة** : يعتبر هذا المؤشر ذو أهمية بالغة و هو يختلف من دين لآخر حسب طبيعته، و قد تضمن المطلب اللاحق هذا المؤشر تحت عنوان تكلفة الاستدانة و الذي سوف تتم مناقشته بنوع من التفصيل.
- تم عرض أهم مؤشرات اختيار الهيكل المالي في المطلب السابق، و التي تعتبر بمثابة قيود لهذا القرار، و أهم هذه القيود تكلفة سبل التمويل التي خصص لها المطلبين التاليين؛ نعرض المطلب الثاني تكلفة سبل التمويل أين تم التعريف بمعدل المردودية المفروض من قبل المساهم؛ الذي يمثل تكلفة للأموال الخاصة، ثم يتم بعد ذلك في المطلب الثالث التطرق لتكلفة الاستدانة بمختلف أنواعها، و عرض تكلفة رأس المال أو التكلفة الوسطية المرجحة، و طرق قياسها خاصة في الدول النامية.

#### المطلب الثاني: تكلفة سبل تمويل الاحتياجات المالية

تمثل تكلفة سبل التمويل من أهم القيود المحدد لقرار اختيار الهيكل المالي كونها تمثل هزمة الوصل بينه و بين قيمة المؤسسة؛ فبخصوص التمويل بالاستدانة التكلفة واضحة و صريحة، على عكس التمويل بالأموال الخاصة أين التكلفة ضمنية و غير صريحة، المساهم شريك في الربح و الخسارة مما يعني أن تكلفة الأموال الخاصة هي عبارة عن تصور لحد أدنى لا بد من تحقيقه لنيل رضا المساهم الذي يمثل هدف المسير المالي في ظل عدم تعارض المصالح.

#### أولاً : تكلفة الأموال الخاصة و نماذج قياسها

تتمثل تكلفة الأموال الخاصة<sup>234</sup> بمعدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من مشروع استثماري بحيث يعوض هذا المعدل الحرمان عن التأجيل من استعمال أمواله (عنصر الزمن)، و المخاطرة التي تتعرض لها أمواله. لقياس هذا المعدل هناك عدة نماذج سوف نعرض أهمها و هي :

<sup>233</sup> أنظر تكلفة رأس المال متعدد الجنسيات في المطلب الأخير من هذا البحث.

1. نموذج التوزيعات المخصوصة<sup>235</sup> (Gordon et Shapiro) :

حسب هذا المدخل تتمثل تكلفة السهم العادي في المعدل<sup>236</sup> الذي يساوي بين القيمة السوقية للسهم والتدفقات

المخينة

$$\frac{f_1}{1+t} + \frac{f_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{f_n}{(1+t)^n} = v_0 \dots (2-16) \text{ (المستحدثة)}$$

و نكتب :

ونميز هنا أربعة<sup>237</sup> حالات هي :

1- تدفقات ثابتة ولمدة محدودة :

$$\frac{f}{(1+t)} + \frac{f}{(1+t)^2} + \frac{f}{(1+t)^3} + \dots + \frac{f}{(1+t)^n} = v_0$$

$$\Rightarrow F \left( \frac{1}{(1+t)} + \frac{1}{(1+t)^2} + \frac{1}{(1+t)^3} + \dots + \frac{1}{(1+t)^n} \right) \dots (2-17)$$

نلاحظ أن  $a_1$  تمثل مجموع متوالية هندسية حدها الأول يساوي أساسها ويساوي  $\frac{1}{(1+t)}$  ومنه :

$$\Rightarrow F \left[ \frac{1}{(1+t)} \left( \frac{1 - \frac{1}{(1+t)^n}}{1 - \frac{1}{(1+t)}} \right) \right] = v_0 \Rightarrow F \left[ \frac{1}{(1+t)} \left( 1 - \frac{1}{(1+t)^n} \right) \left( \frac{1+t}{1} \right) \right] = v_0$$

$$\Rightarrow \frac{F}{t} \left( 1 - \frac{1}{(1+t)^n} \right) = v_0 \dots (2-18)$$

2- تدفقات ثابتة ولمدة غير محدودة :  $n \rightarrow \alpha$

$$n \xrightarrow{\text{lim}} \alpha \Rightarrow \frac{F}{t} \left( 1 - \frac{1}{(1+t)^n} \right) = v_0$$

$$\Rightarrow \frac{F}{t} = v_0 \dots (2-19)$$

حيث :

$f_i$  : التدفق السنوي؛

234 تكلفة التمويل الذاتي هي تكلفة الفرصة البديلة؛ فعند استخدام التمويل الذاتي في تمويل المشاريع الاستثمارية لا يمكن اعتبار هذه الموارد بدون تكلفة، إذ لا بد أن يكون معدل العائد من هذا المشروع على الأقل يساوي معدل العائد في فرصة بديلة. تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في معدل المردودية الذي يطلبه حملة الأسهم العادية رغم أن هذا التمويل أقل تكلفة كونه لا ينطوي على أية مصاريف (مصاريف الإصدار).

<sup>235</sup> يسمى كذلك نموذج GS

236 - عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 334.

237 Prière, vernimmen, Op.cit, p 388-389.



t : معدل الاستحداث؛

n : السنة .n

### 3- تدفقات تنمو بمعدل ثابت g خلال فترة محدودة :

بافتراض أن التدفق ينمو من البداية لدينا :

$$\frac{f(1+g)}{(1+t)} + \frac{f(1+g)^2}{(1+t)^2} + \frac{f(1+g)^3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{f(1+g)^n}{(1+t)^n} = v_0$$

$$\Rightarrow f \left( \frac{(1+g)}{(1+t)} + \frac{(1+g)^2}{(1+t)^2} + \frac{(1+g)^3}{(1+t)^3} + \dots + \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} \right) \dots (2-20)$$

نلاحظ أن  $a_2$  يمثل مجموع متتالية هندسية حدها الأول يساوي أساسها ويساوي  $\frac{1+g}{1+t}$

$$\frac{f_0(1+g)}{t-g} \left( 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} \right) = v_0 \quad \text{أي:}$$

### 4- التدفقات تنمو بمعدل ثابت g خلال فترة غير محدودة $n \rightarrow \infty$

$$n \xrightarrow{\text{limite}} \alpha \frac{f_0(1+g)}{t-g} \left( 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+t)^n} \right) = v_0$$

$$n \xrightarrow{\text{limite}} \alpha \frac{(1+g)^n}{(t-g)^n} = 0 \quad \begin{cases} \frac{(1+g)}{(1+t)} \\ g < t \end{cases}$$

$$\Rightarrow \frac{f_0(1+g)}{t-g} = v_0 \dots (2-21)$$

$$\Rightarrow \frac{f_1}{t-g} = v_0$$

و لدينا  $f_1 = f_0(1+g)$

$$\Rightarrow t = \frac{f_1}{v_0} + g \dots (2-22)$$

لحساب معدل المردودية المطلوب t نتبع أحد الطرق التالية:

- طريقة التجريب : نأخذ في كل مرة معدل t معين ونعوضه في المعادلة حتى نحصل على المساواة بين الطرفين أي VAN=0.

- طريقة الجداول المالية: للبحث عن t نتجه نحو الجدول المالي رقم (04) ونقارن القيمة  $\frac{1 - \frac{1}{(1+t)^n}}{t}$  مع المدة المقابلة لها.

- الطريقة الرياضية (الحصر) : نعطي قيمتين مختلفتين لـ  $t$  حيث إحداهما تجعل  $VAN$  سالبة والأخرى تجعلها موجبة، يعني أن  $t$  محصور بين هاتين القيمتين<sup>238</sup>، و نعوض في المعادلة:

$$t = (t_2 - t_1) \left( \frac{van_1}{van_1 + van_2} \right) + t_1 \dots \dots (2-23)$$

## 2. نموذج MEDAF ( نموذج توازن الأصول المالية) :

يتمثل الإسهام الرئيسي لنظرية المحفظة في السماح بتحديد معدل المردودية المفروض من قبل المساهم<sup>239</sup>؛ حسب نموذج MEDAF المعدل هو عبارة عن المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن، و علاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية  $\beta$ <sup>240</sup>، و يحسب بالعلاقة الرياضية التالية :

$$K = r_{sr} + \beta(r_m - r_{sr}) \dots \dots (2-24)$$

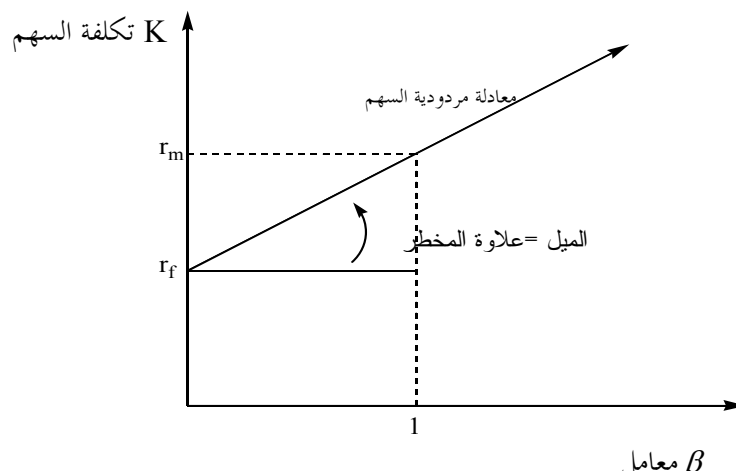
حيث :

- $K$  معدل المردودية المتوقع للورقة المالية
- $r_{sr}$  معدل العائد الخالي من المخاطر مثل معدل السندات الحكومية ؛
- $r_m$  معدل العائد المطلوب في السوق ؛
- $\beta$  معامل المخاطر يبين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق و يحسب بالعلاقة التالية:

$$\beta = \frac{\text{cov}(K, r_m)}{\text{var}(r_m)} \dots \dots (2-25)$$

و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل (7-2) منحنى تكلفة السهم العادي حسب نموذج MEDAF (خط السوق)



Source :Gérard Charreaux , finance d'entreprise, p 143.

<sup>238</sup> حسب هذه الطريقة يتم البحث عن حل لمعادلة ذات مجهول واحد من الدرجة  $n$ ، و يتم هذا بالاعتماد على نظرية القيم المتوسطة بافتراض أن الدالة خطية، و للاستخدام الصحيح لهذه الطريقة لا بد من تقليل الفجوة بين المعدلين إلى أدنى قيمة ممكنة من أجل جعلها قطعة مستقيمة.

<sup>239</sup> Prière, vernimmen, Op.cit.P444.

<sup>240</sup> J.BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P50.

إذا كان  $K=rm \leftarrow B=1$  فهذا يعني وجود ارتباط تام بين معدل المرودية المطلوب، ومعدل المرودية السوقي أي تكلفة الأموال تساوي معدل المرودية السوقي.

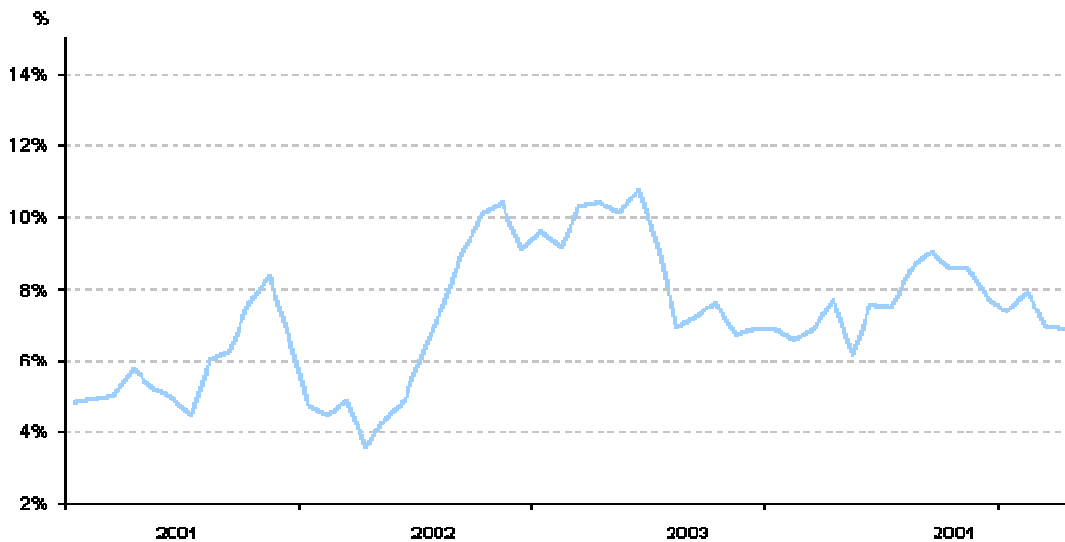
أما إذا كان  $t=rf \leftarrow B=0$  فهذا دليل على عدم وجود ارتباط بين معدل المرودية السوقي، ومعدل المرودية المطلوب؛ أي تكلفة الأموال تساوي معدل المرودية المحسوب عن طريق خصم التوزيعات.

**1-2 معدل المرودية بدون مخاطرة :** يتمثل هذا المعدل في معدل الفائدة على السندات الحكومية، أو معدل الاقتراض لدى البنوك مثل LIBOR, EURIBOR<sup>241</sup>.

**2-2 علاوة المخاطرة :** إذا كان معدل المرودية بدون مخاطرة تعويض عن عنصر الزمن، فإن علاوة مخاطر الورقة المالية هي عبارة عن علاوة مخاطر السوق (الفرق بين مردودية السوق و المرودية بدون مخاطرة) مرجحة بدرجة الحساسية المعبر عنها بـ  $\beta$ .

علاوة المخاطرة هي بمثابة تعويض عن المخاطر النظامية؛ باعتبار أن المخاطر غير النظامية لا وجود لها بسبب التنويع الجيد، و تختلف هذه العلاوة من دولة لأخرى بسبب اختلاف المخاطر النظامية؛ ففي الدول النامية تكون المخاطر النظامية جد مرتفعة بسبب ارتفاع المخاطر السياسية، الاقتصادية ... ؛ و من ثمة علاوة المخاطرة تكون مرتفعة مقارنة بالدول المتقدمة و هو ما يبرزه الشكلان التاليان .

الشكل (2-8) : علاوة المخاطرة في الدول النامية خلال الفترة 2001-2004

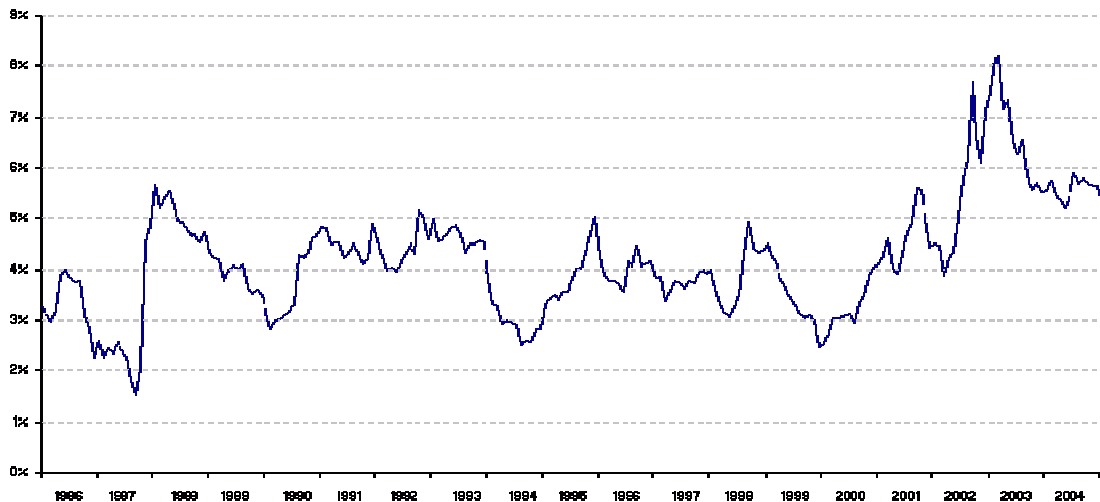


Source : Prière, vernimmen, Op.cit, P447

نلاحظ من الشكل أن علاوة المخاطر النظامية في الدول النامية بلغت أقصاها في سنتي 2002، 2003 حوالي 11% في حين لم تتجاوز 9% في سنتي 2001، 2004 و هي علاوة جد مرتفعة نتيجة ارتفاع المخاطر في هذه الدول مقارنة بالدول الأوروبية و التي كان تطورها كما يلي :

<sup>241</sup> London Interbank Offered Rate, European Interbank Offered Rate.

الشكل (2-9) : علاوة المخاطرة في أوروبا خلال الفترة 1986-2004



Source : Ibid, P446

تظهر علاوة المخاطرة على مستوى المنطقة الأوروبية جد منخفضة على المدى المتوسط مقارنة بالدول النامية؛ حيث لم تتجاوز 5% كمتوسط خلال الفترة المعروضة. نلاحظ في سنتي 1986، 1987 لم تتجاوز العلاوة 4%؛ في حين بلغت 5% سنة 1988، و هي أقصى قيمة حتى سنة 2001. في سنة 2003 بلغت العلاوة أقصاها منذ سنة 1988 حيث تجاوزت 8% لتشهد تراجعا إلى 8% سنة 2004؛ على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية لم تتجاوز هذه العلاوة 6% خلال نفس الفترة<sup>242</sup>.

- بالرغم من أهمية نموذج MEDAF في تحديد معدل المدودية المفروض و الاستخدام المكثف من قبل الممارسين في الواقع العملي<sup>243</sup>، إلا أن له جملة من الانتقادات التي نوجز أهمها في النقاط التالية :
- الاعتماد على فرضية كفاءة السوق المالي و التي تبقى نظرية؛
  - الاعتماد على البيانات التاريخية؛
  - فرضية العلاقة الخطية بين معدل المدودية و المخاطر النظامية<sup>244</sup>؛
  - الفرضيات المتعلقة ببواقي النموذج  $\epsilon_t$  حيث يفترض أنها تشويش أبيض و ذات تباين ثابت و أثبتت العديد من النماذج عدم ثباته مثل نماذج ARCH<sup>245</sup>, GARCH؛
  - فرضية استقرارية  $\beta$ ، نموذج MEDAF هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية يسمح بتحديد المدودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية، و من ثمة يستوجب حساب  $\beta$  التقديري و ليس التاريخي و هو غير مستقر عبر الزمن.
  - التنوع : هذا النموذج هو نتيجة لنظرية المحفظة التي تقضي بأن التنوع يقلل من المخاطر غير النظامية؛

<sup>242</sup> أنظر. P.VERNIMMEN, Op.cit, P446.

<sup>243</sup> Idem.

<sup>244</sup> أنظر الفصل الرابع، في علاقة الانحدار بين قيمة المؤسسة و المخاطر النظامية.

<sup>245</sup> لمزيد من التفصيل انظر Le marché financière

- صعوبة التطبيق خاصة في تحديد معدل المردودية بدون مخاطرة، و الذي يبقى نظري فسنندات الحكومة حقيقة ليس بما  
مخطر الإفلاس لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى؛
  - الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل المردودية.
- على أعقاب هذا الانتقاد الأخير اللاذع ظهرت مقاربات نظرية و نماذج حاولت تقديم معدل المردودية كدالة خطية  
تابعة لعدة متغيرات، أهم هذه النماذج هو نموذج التسعير بالمراجعة APT/MEA.

### 3. نموذج التقييم بالمراجعة APT/MEA

يعتبر نموذج APT المقترح من قبل ROSS سنة 1976 تعميما لنموذج CAMP، هذا الأخير يفترض بأن معدل  
المردودية للورقة المالية هو مرتبط بمخطر السوق لهذه الورقة، و هو دالة في عامل واحد يتمثل في المخاطر النظامية، بينما APT  
تفترض أن منحة أو علاوة الخطر هي مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية<sup>246</sup>، و الورقة المالية تكون كثيرة أو قليلة  
الحساسية لهذه المتغيرات ؛ و أيضا بتشويش  $\varepsilon$  خاص بالمؤسسة. النموذج لا يعطينا قائمة محددة لهذه المتغيرات لكن في المقال  
التأسيسي الأول<sup>247</sup> لـ S.Ross الكاتب اعتمد في تحليله على عدد من المتغيرات تمثلت في :

- التغير غير المتوقع للتضخم؛
- التغير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي؛
- التغير غير المتوقع في منحة الخطر؛
- الارتفاع في منحنى المعدلات.

يرتكز نموذج CAPM على معرفة المحافظ الاستثمارية الكفوة<sup>248</sup> بينما يركز نموذج APT على فكرة مختلفة كلياً،  
حيث لا يبحث عن تحديد المحافظ الكفوة لكن يفترض بأن مردودية كل الأوراق المالية تتأثر جميعاً بمعطيات الاقتصاد الكلي  
و بأحداث خاصة بكل مؤسسة، المردودية تعطى بالعلاقة<sup>249</sup> التالية :

$$\tilde{R}_{it} = E_i + b_{i1} \cdot \tilde{f}_{1t} + b_{i2} \tilde{f}_{i2} + \dots + b_{ik} \tilde{f}_{kt} + \tilde{\varepsilon}_{it} \dots \dots (2 - 26)$$

حيث :

$\tilde{R}_{it}$  : المردودية العشوائية في الفترة t للأصل i و المحسوبة على الفترة t-1، t؛

$E_i$  : المردودية المتوقعة للأصل i؛

$\tilde{b}_{ik}$  : معامل حساسية الأصل i للعامل k؛

$\tilde{f}_{kt}$  : القيمة العشوائية التي يأخذها العامل K لحمل الأصول في الفترة t؛

$\tilde{\varepsilon}_{it}$  : القيمة العشوائية للعامل الخاص بالأصل i في الفترة t. و يشترط النموذج فرضيات يمكن تلخيصها في<sup>250</sup> الصيغة

$$E(\tilde{f}_{1t}) = 0, E(\tilde{f}_{i2}, \tilde{\varepsilon}_{it}), E(\tilde{\varepsilon}_{it}) = 0, E(\tilde{\varepsilon}_{it}, \varepsilon_{ji}) = 0 \dots \dots (2 - 27)$$

<sup>246</sup> Thierry Vessereau, étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des actions suisses, Cahier de recherche a CIRANO, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA.

<sup>247</sup> Prière, vernimmen, Op.cit, P452.

<sup>248</sup> Richard Brealey et Stewart Myers, Principe de gestion financière, 7ème édition , Paris: Pearson Education, 2003,p232.

<sup>249</sup> G auteur p267.

<sup>250</sup> Idem.

يقوم نموذج APT على جملة من الفرضيات<sup>251</sup>، نوجز أهمها في النقاط التالية :

- كل الأوراق المالية لها مردوديات بأمل و تباين محددين؛
- إمكانية تشكيل الأفراد لمخاطر ذات تنوع جيد؛
- لا وجود للرسوم و الضرائب؛
- لا وجود لتكلفة الصفقات؛
- لا وجود لمحددات البيع على المكشوف؛
- الأفراد لهم معتقدات متجانسة و يعتقدون أن المردوديات تنتج من خلال نموذج خطي لعدة متغيرات؛
- السعر واحد .

تمنح APT للمستثمرين مجموعة صغيرة من المتغيرات التي تسمح بتحديد مردودية أغلب الأسهم، حيث أن الفكرة الأساسية لهذا النموذج هي أن مجموعة صغيرة من المتغيرات تؤثر نظاميا في المردودية المتوسطة للأوراق المالية<sup>252</sup> في الأجل الطويل؛ تعتبر هذه النظرية<sup>253</sup> بديلة لنموذج تسعير الأصول المالية كونها أكثر عمومية منه ، وتستند على قيود ومحددات أو فروض أقل، لكنهما لا يمثلان النموذجين الوحيدين بل هناك العديد من النماذج. يشبه نموذج APT نموذج CAPM من حيث وجود علاقة خطية موجبة بين العائد والمخاطر النظامي، و مع هذا فهي تستند على مجموعة من الفروض والإجراءات المختلفة عن نموذج تسعير الأصول المالية؛ فهي لا تعتمد على المحفظة السوقية ولكنها تتنبأ بالمخاطر السوقية المؤثرة على معدل العائد المتوقع حيث ترى هذه النظرية وجود العديد من المخاطر النظامية المؤثرة على عائد الورقة المالية.

تستند نظرية التسعير بالمراجعة على وجود قانون السعر الواحد؛ والذي يعني أن أي أصلين متماثلين لا يتم بيعهما بأسعار مختلفة، و العوائد مرتبطة بمجموعة من المؤشرات، يمثل كل مؤشر عاملا مؤثرا على عائد أي أصل - إذ يبيّن المتعاملون في السوق المالية توقعاتهم على أساس درجة حساسية هذا الأصل مقارنة بهذا العامل - لذا يتم البيع والشراء للأوراق المالية في ظل قانون السعر الواحد. تتأثر هذه الأوراق المالية بنسب متساوية نتيجة هذه العوامل وبالتالي يتوقع تحقيق عوائد متساوية ينتج عن عملية البيع والشراء هذه عملية المراجعة أو الموازنة والتي تحدد أسعار الأوراق المالية.

لتطبيق هذا النموذج لابد من القيام بمجموعة من الخطوات و التي تعتبر شروط لتطبيق<sup>254</sup> هذا النموذج و هي :

- تحديد عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية؛
- قياس منحة الخطر الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات؛
- تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات.

**4- نماذج أخرى :** ظهرت على أعقاب نموذج APT نماذج أخرى حاولت بعضها حصر العوامل المحددة لمعدل المردودية و من بين أهم النماذج نذكر :

<sup>251</sup> Steve Ambler, **Le modèle d'évaluation par l'arbitrage (MÉA)**, Université du Québec à Montréal, Automne 2007, (22.10.2007) <http://www.er.uqam.ca/noble/r10735/6080/referance.pdf>

<sup>252</sup> Massoud Mussavian et autre, **L'Art de la Finance**, Paris: Village MONDIAL, 1998, p18.

<sup>253</sup> عبد الغفار حنفي ، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2004/2003، ص377.

<sup>254</sup> Richard Brealey et Stewart Myers, op-cit, p234.

#### 4-1 نموذج Fama et French

هذا النموذج عبارة عن نتائج لدراسة ميدانية<sup>255</sup>، خلصت إلى أن معدل المردودية المفروض يتحدد بثلاثة عوامل بالإضافة لمعدل مردودية السوق؛ هي معدل الرسملة البورصية إلى الأموال الخاصة<sup>256</sup> PBR، و الفرق بين المردودية للأوراق ذات الرسملة الكبيرة و الصغيرة، و علاوة السيولة.

#### 4-2 نموذج Hammon et Jaquilat

تم تقديم هذا النموذج من طرف Hammon et Jaquilat؛ حيث أثبتنا أن معدل المردودية يتحدد بمتغيرات نموذج MEDAF و متغير علاوة السيولة و التي كانت معدومة بالنسبة للأوراق المالية ذات الرسملة البورصية الكبيرة و ذات معنوية بالنسبة للأوراق المالية ذات الرسملة البورصية الصغيرة؛ تتحدد علاوة السيولة بجملة من العوامل أهمها الحجم، التشتت، حجم الصفقة، الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع. حسب هذا النموذج معدل المردودية المفروض هو عبارة عن دالة خطية في علاوة المخاطر النظامية و علاوة السيولة<sup>257</sup> و الصيغة الرياضية للنموذج كالتالي :

$$K = r_{sr} + \beta(r_m - r_{sr}) + \lambda.PL \dots \dots (2 - 28)$$

حيث :

$\lambda$  عدد حقيقي ثابت؛

PL : علاوة السيولة.

#### 4-3 نموذج MEDAFI/CAPMI

قام Merton ببناء هذا النموذج بإسقاط أحد افتراضات السوق الكفاء و المتمثلة في عدم وجود تكلفة للمعلومة<sup>258</sup>، تبعا لهذا النموذج يتم تحديد معدل المردودية المطلوب انطلاقا من نموذج توازن الأصول المالية MEDAF مع إدخال تكاليف المعلومة<sup>259</sup>، و الصيغة الرياضية للنموذج كالتالي :

$$R_T = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda_T - \beta.\lambda_M \dots \dots (2 - 29)$$

حيث :

$\lambda_T$  : تكلفة المعلومة للورقة المالية T (shadow cost)؛

$\lambda_M$  : تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأوراق المالية بالسوق.

<sup>255</sup>Prière,vernimmen, Op.cit ,p452.

<sup>256</sup> أنظر مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء المالي في الفصل الثاني.

<sup>257</sup> في شهر جوان 2005 تم تقدير معلمات هذه الدالة من طرف إحدى الشركات المالية في أوروبا و كانت النتائج كالتالي :

$K = 2.6\% + 5.76\%\beta + 0.52\%\lambda$  Voire P.VERNIMME, Op.cit;P452.

<sup>258</sup> BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information, OP.cit.p13.

<sup>259</sup> لمزيد من التفصيل انظر الفصل الثالث.

## ثانيا : تكلفة الاستدانة

يترتب عن عملية الاقتراض بنوعها قروض أو سندات دفع فوائد منسوبة إلى القيمة الاسمية، إذا هذه التكلفة اسمية وليست فعلية لأن استخدام هذا النوع من التمويل يتولد عنه اقتصاد في الضريبة، كون الفوائد قابلة للخصم دون أي اعتراضات جبائية وللحصول على التكلفة الفعلية لا بد من استبعاد هذه الوفرات<sup>260</sup> من جهة ومن جهة أخرى قد تكون هناك مصاريف أخرى كمصاريف التحصيل، وعمولات الوساطة التي لا بد أن تطرح من أصل القرض.

### 1- تكلفة الاقتراض

يكون في معظم الأحيان سداد الفوائد وأقساط السداد في شكل دفعات دورية، كما تمت الإشارة لذلك سابقا، لحساب التكلفة الفعلية لا بد من الفصل بين أقساط التسديد والفوائد لاستبعاد الوفرات الضريبية؛ بعد حساب قيمة الدفعة الثابتة A نحسب الفائدة للسنة الأولى عن طريق ضرب معدل الفائدة الاسمي في أصل القرض، هذه القيمة تطرح من قيمة الدفعة للحصول قسط الاهتلاك، هذا الأخير يطرح من أصل القرض والرصيد المتبقي يعتبر كأصل قرض للسنة الثانية، وهكذا تتكرر العملية حتى نهاية المدة أين يصبح أصل القرض معدوم، وعادة ما تلخص هذه العمليات في جدول يسمى جدول اهتلاك القرض.

الجدول (1-2) : جدول اهتلاك القرض

| السنة | أصل القرض في بداية المدة M | الدفعة A | الفائدة FF | قسط اهتلاك القرض RB | الرصيد المتبقي |
|-------|----------------------------|----------|------------|---------------------|----------------|
| 1     | ..                         | ..       | ..         | ..                  | ..             |
| N     | ..                         | ..       | ..         | ..                  | ..             |

المصدر : من إعداد الطالب.

بعد الفصل بين الفوائد والأقساط نقوم بحساب الفوائد بعد الضريبة لكل سنة، نقوم بتجميع الفائدة الجديدة مع القسط للحصول على قيمة دفعة جديدة، ثم نبحث عن معدل الاستحداث i الذي يساوي بين القيمة الحالية للدفعات و أصل القرض، الذي يمثل التكلفة الفعلية<sup>261</sup> للاقتراض.

$$M = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{rb_t + ff_t(1 - IBS)}{(1 + rd)^t} \dots (2-30)$$

rd : تكلفة الاقتراض، يتم الحصول عليها باستخدام أحد الطرق السالفة الذكر عند تناول نموذج GS تكلفة الأسهم العادية. بالإضافة إلى ما تم ذكره لا بد من الأخذ بعين الاعتبار طبيعة الدفعات التي قد تكون في بداية المدة مما يكون له تأثير على تكلفة الاقتراض.

### 2- تكلفة السندات:

السندات لها سعر فائدة اسمي ثابت، وهذا المعدل لا يعبر عن التكلفة الفعلية، لذلك لا بد الأخذ بعين الاعتبار الاقتصاد في الضريبة، ومصاريف الإصدار، السعر السوقي للسهم، لهذه العوامل تأثير مباشر على تكلفة السندات الفعلية، والتي تحدد بالعلاقة التالية:

<sup>260</sup> تسمى في بعض المراجع بسر تكلفة الاقتراض أنظر : J.BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P155.

<sup>261</sup> - Gérard Charreaux, op.cit, p 133.



$$P = \sum_{t=1}^n \frac{ff_t(1-IBS)}{(1+i)^t} + \frac{v_0}{(1+i)^n} \dots\dots\dots(2-31)$$

حيث:

P : السعر السوقي للسند.

VO : قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.

### 3- تكلفة الأسهم الممتازة :

يحصل حامل السهم الممتاز على عائد ثابت في شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، في الحقيقة هذا العائد هو تكلفة بالنسبة للمؤسسة، ولكنها ليست فعلية بل هي مجرد تكلفة اسمية؛ نتيجة وجود مصاريف الإصدار، التي من شأنها أن ترفع التكلفة، وتكون في هذه الحالة تكلفة الأسهم الممتازة<sup>262</sup> كما يلي :

$$t = \frac{F}{v_0 - C} \dots\dots\dots(2-32)$$

حيث:

F : عوائد الأسهم الممتازة.

v 0 : القيمة الاسمية للأسهم الممتازة.

C : مصاريف الإصدار.

### 4- تكلفة قرض الإيجار:

يحصل المؤجر على دفعات دورية من المستأجر؛ و التي يعتبرها كإيراد، لكن الأصل المؤجر لا زال في ذمته أي يسجل الاهتلاكات السنوية، وهذا يعني أن المؤجر يحصل على نتيجة R تتمثل في الفرق<sup>263</sup> بين الأجرة والإهلاك.

$$R_t = L_t - DA_t \dots\dots\dots(2-33)$$

لكن المؤجر عند التقييم يأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية التي تتحدد كما يلي:

$$CF_t = R_t net + DA$$

$$CF_t = (L_t - DA_t)(1 - IBS) + DA$$

$$CF_t = L_t(1 - IBS) + IBS.DA \dots\dots\dots(2-34)$$

يصبح معدل المردودية المطلوب من طرف المؤجر هو الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الضريبة

مضافا لها القيمة المتبقية مستحدثة و مبلغ الاستثمار.

$$M = \sum \frac{(1-IS)L_t + IBS.DA}{(1+r_d)^t} + \frac{VR}{(1+r_d)^n} \dots\dots\dots(2-35)$$

هذا باعتبار الأجرة كإيراد، لكن في الحقيقة مبلغ الأجرة السنوية تضم الفوائد و أقساط التسديد كما أشارت إليه المعايير المحاسبية الدولية في IAS17، في هذه الحالة تصبح تكلفة قرض الإيجار لا تختلف تماما عن تكلفة القروض المتطرق لها آنفا إضافة إلى أنه تم افتراض عدم وجود خيار شراء والذي يكون له تأثير على التكلفة.

<sup>262</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسة الجدوى، مرجع سابق، ص 333.

<sup>263</sup> Ibid , p 137.

ثالثا : تكلفة الديون قصيرة الأجل: تختلف تكلفة الديون قصيرة الأجل باختلاف طبيعتها حيث نعرض أهمها وهي :

**1- تكلفة الخصم :** المصاريف المالية المتعلقة بالخصم دالة تابعة لمعدل الفائدة، و عدد أيام الخصم، يتمثل الخصم في مبلغ الآجيو المقتطع من طرف البنك، والذي يتكون من:<sup>264</sup>

**1-1 سعر الفائدة :** هو سعر الفائدة السائد في السوق النقدية فمثلا في الاتحاد الأوروبي يعرف بالمعدل الوسطي المرجح TMB الذي يحسب من طرف البنك المركزي الأوروبي ويراجع من طرف الفيدرالية البنكية للإتحاد الأوروبي FBE.

**2-1 العمولة والعلوة الخاصة بالاعتماد :** وهي متغيرة حسب طبيعة الاعتماد تبلغ نسبتها في الإتحاد الأوروبي 0.06% تتأثر بدرجة المخاطرة.

**3-1 مصاريف التحصيل :** تتمثل في مختلف المصاريف التي يتحملها البنك وتختلف من بنك لآخر وقد تضاف لها بعض المصاريف الأخرى كـ TVA في الجزائر مثلا.

هذا الآجيو لا يعبر عن التكلفة الفعلية التي تتحدد بالعوامل التالية :

1. الآجيو المقتطع؛

2. السنة الحقيقية بدلا من السنة التجارية (365 ≠ 360)؛

3. المبلغ المتحصل عليه من الخصم.

تحسب عن طريق إيجاد معدل الاستحداث الذي يعدم VAN بالعلاقة الآتية:

$$M - ff = \frac{M}{(1 + y_q)^{j+3}} \dots\dots\dots(2-36)$$

حيث:

M : مبلغ الورقة التجارية المخصوصة

Ff : المصاريف المالية (الآجيو).

J : المدة ما بين تاريخ الاستحقاق وتاريخ الخصم

yq : معدل الاستحداث اليومي حيث:

$$y = (1 + y_q)^{365} - 1 \dots\dots\dots(2-37)$$

**2- تكلفة المكشوف:**

ينشئ البنك كل ثلاثة أشهر قائمة للعمليات مرتبة حسب التواريخ بالقيمة، و بالرصيد، وسلم الفوائد؛ تحسب هذه الأخيرة عن طريق تطبيق المعدل الاسمي للمكشوف، ومبلغ الفوائد الذي يدفع كل ثلاثة أشهر. تحسب التكلفة الحقيقية للمكشوف عن طريق معدل الاستحداث السابق الذكر كما يلي :

$$M = \frac{M + CFPD + ff}{(1 + y_q)^j} \dots\dots\dots(2-38)$$

حيث:

M : مبلغ الاعتماد؛

CFPD : العمولة الجرد مرتفعة الخاصة بالمكشوف؛

FF : الفوائد؛

Yq : معدل الاستحداث اليومي؛

<sup>264</sup> Idem.

J : مدة الانكشاف.

بعد التطرق لمختلف مصادر التمويل وتكلفتها، والتمييز بين ما هو داخلي و خارجي و اللذان يكونان معا الهيكل المالي للمؤسسة، عند تقدير تكلفة الهيكل المالي عادة ما نركز على تكلفة الأموال الدائمة لأن التمويل قصير الأجل لا ينطوي على اتخاذ قرار بشأنه إذا كان تجاريا كونه تلقائيا، أما إذا كان مصرفيا فهو مؤقت بطبعه وينطوي على قدر كبير<sup>265</sup> من التقلب في رصيده؛

### المطلب الثالث : تكلفة رأس المال (التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMP)

تم تعريف تكلفة الأموال الخاصة على أنها معدل المدودية المفروض من قبل المساهم الذي يعوضه عن عنصر الزمن و المخاطر النظامية، و تكلفة الاستدانة على أنها سعر تكلفة الاقتراض التي تستبعد الاقتصاد في الضريبة الناجم عن خصم المصاريف المالية، ليبقى التساؤل المطروح حول تكلفة الهيكل التمويلي؛ أين نكون بصدد الحديث عن تكلفة رأس المال.

#### 1- مفهومها

تعرف تكلفة رأس المال على أنها معدل المدودية الأدنى الواجب تحقيقه من مشروع استثماري؛ و الذي يسمح في الأخير بتغطية معدل المدودية المفروض من قبل مولي المؤسسة (المساهمين) (تكلفة الأموال الخاصة) و الدائنين (تكلفة الاستدانة)؛ تعتبر تكلفة رأس المال عنصر ذو أهمية بالغة في المجال المالي فهي المعيار الفاصل في قرار اختيار الاستثمار و المحدد الرئيس لقيمة المؤسسة أو الورقة المالية<sup>266</sup>.

يقوم المستثمرون في ظل فرضيات السوق الكفاء بتنويع محافظهم بشكل جيد مما يعني أن تكلفة رأس المال لا تنطوي على علاوة المخاطر غير النظامية؛ أي أن تكلفة رأس المال دالة غير تابعة لمخاطر الأصل الاقتصادي، و تابعة للمخاطر النظامية التي قد تتأثر ببعض الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنشط<sup>267</sup> به المؤسسة.

### ثانيا : العوامل غير النظامية المؤثرة على تكلفة رأس المال

1- هيكل التكاليف : كلما كانت التكاليف الثابتة مرتفعة كلما كانت المؤسسة حساسة للطرفية الاقتصادية و من ثمة تكلفة رأسمالها مرتفعة؛

2- الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية : توجد هناك بعض القطاعات جد حساسة للظروف الاقتصادية؛ مثل قطاع النقل أين تكون تكلفة رأس المال مرتفعة على خلاف بعض القطاعات ذات الحساسية الضعيفة؛ مثل قطاع صناعة الجبن الذي تكون به تكلفة رأس المال جد منخفضة؛

3- خصوصية النشاط : نضرب هنا مثلا لقطاعين مختلفين؛ القطاع العقاري، و قطاع صناعة الطائرات؛ هذا الأخير يعتبر ذو مخاطر نظامية جد مرتفعة مقارنة بسابقه؛ مما يدل على اختلاف تكلفة رأس المال؛

4- معدل نمو النتائج : تعني زيادة النمو زيادة المخاطر من خلال زيادة<sup>268</sup> الحساسية لتغيرات السوق.

ثالثا : طرق حساب تكلفة رأس المال : لحساب تكلفة رأس المال هناك طريقتين<sup>269</sup> و هما :

<sup>265</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 573.

<sup>266</sup> أنظر الفصل الأول تحت عنوان طرق التقييم.

<sup>267</sup> Prière, vernimmen, Op.cit, P748.

<sup>268</sup> Idem.

**1- الطريقة المباشرة عن طريق حساب  $\beta$  الخاص بالأصل الاقتصادي :**

حسب هذه الطريقة يتم الاعتماد على نموذج MEDAF مع الأخذ في الحسبان تغيير المعلمة  $\beta$ ، ففي النموذج المعروف في تكلفة الأموال الخاصة كانت المعلمة  $\beta$  تتعلق بالأموال الخاصة؛ أما الآن فهي تتعلق بالأصل الاقتصادي المتمثل في المجموع الجبري للأموال الخاصة و الاستدانة الصافية، تحسب تكلفة رأس المال حسب هذه الطريقة بالعلاقة الرياضية التالية :

$$K = r_{sr} + \beta_{AE} (r_m - r_{sr}) \dots\dots\dots (2 - 39)$$

حيث  $\beta_{AE}$  تمثل درجة حساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردودية السوق؛ و يتم حسابه إيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لـ  $\beta$  الأموال الخاصة و  $\beta$  الاستدانة<sup>270</sup> و نكتب :

$$\beta_{AE} = \beta_{CP} \cdot \frac{CP}{AE} + \beta_D \cdot \frac{Dnet}{AE}$$

$$\Rightarrow \beta_{AE} = \frac{\beta_{CP} + \beta_D \cdot \frac{D}{CP}}{1 + \frac{D}{CP}} \dots\dots\dots (2 - 40)$$

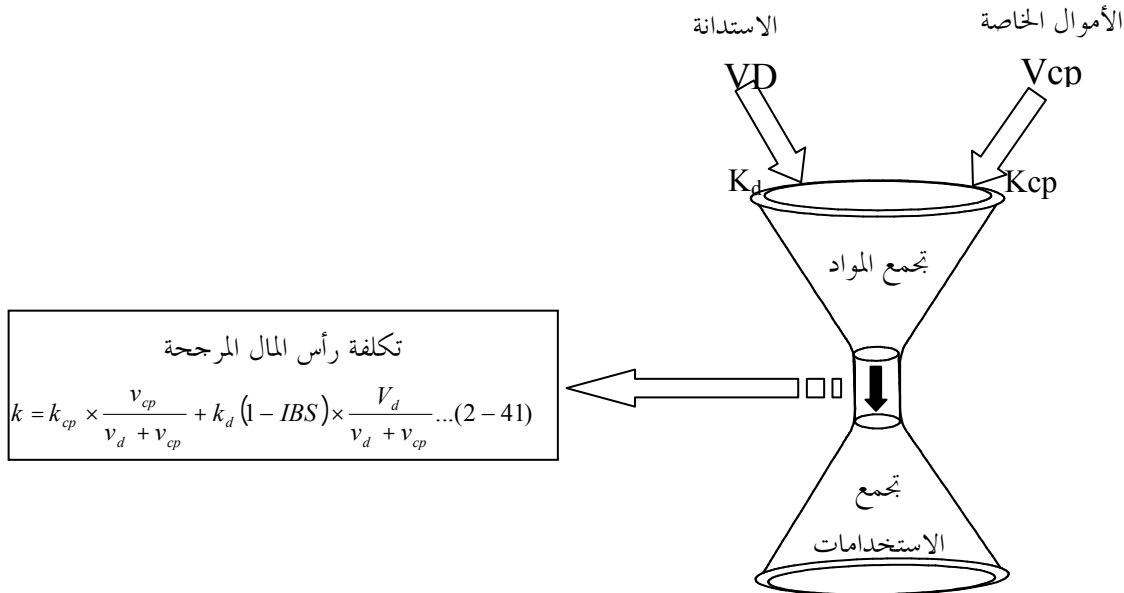
نلاحظ من العلاقة أعلاه أن  $\beta_{AE}$  ترتبط بالاستدانة الصافية،  $\beta_D$  تحسب كسابقتها عن طريق إجراء الانحدار بين مردودية الديون المسعرة و مردودية السوق؛ في حالة انعدام  $\beta_D$  تبقى  $\beta_{AE}$  ترتبط بالاستدانة الصافية.

اقترحت هذه الطريقة لحساب  $\beta_{AE}$  من طرف MM في المقال التصحيحي لسنة 1960، تحت فرضيتين أساسيتين و هما :

- المؤسسة تستدين بمعدل مردودية بدون مخاطرة؛
- قيمة المؤسسة المستدنة تساوي المجموع الجبري لقيمة مؤسسة غير مستدنة و القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

**2- الطريقة غير المباشرة :** يتم حسب هذه الطريقة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ثم يتم حساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، و الشكل التالي يبرز ذلك :

الشكل (2-10): التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال.



Source : Ibid, p 752.

<sup>269</sup> هناك من يضيف طريقة ثالثة و هي البحث عن معدل المردودية الذي يسمح بالمساواة بين سلسلة تدفقات الخزينة المتاحة و القيمة السوقية للأصل الاقتصادي، هذه الطريقة هي كذلك استخدام لنموذج GS لكن الأمر يتعلق بالأصل الاقتصادي و تدفقاته.

<sup>270</sup> J.DAYAN et al, Op.cit.P296.

بعد الحصول على تكلفة هيكل رأس المال  $k$  نستخدمها في تقييم المشاريع الاستثمارية كمعدل استحداث للتدفقات التي يولدها <sup>271</sup> ولقد اختلفت الآراء <sup>272</sup> بحساب هذه الأوزان ومنها نجد :

## 1-2 مداخل حساب نسب الترجيح (الأوزان)

### 1-1-2 مدخل الأوزان الفعلية :

يتم في هذه الحالة ترجيح تكلفة كل عنصر على أساس نسبته الفعلية في الهيكل المالي، و لا بد من المحافظة على نفس النسبة ونفس المصدر؛ أي إذا زادت الاستدانة بمبلغ  $A$  لا بد من زيادة الأموال الخاصة بـ  $A$ ، هذا بافتراض أن هذا الهيكل هو مثالي ومستقر؛ هذا الطرح غير واقعي إلى حد كبير ووجهت له عدة انتقادات أهمها أن التكلفة  $CMP$  متغيرة تبعا لتغير هيكل رأس المال والذي أدى إلى ظهور مدخل آخر يعرف بمدخل الأوزان المستهدفة.

### 2-1-2 مدخل الأوزان المستهدفة :

تقوم فكرة هذا المدخل على أن المؤسسة تضع هيكل مالي مستهدف محددة بذلك نسبة كل عنصر فيه، وتسعى إلى تحقيقه؛ مما يعني ثبات التكلفة المحسوبة واستقرارها بغض النظر عن الهيكل الحالي أو الفعلي، لكن في حقيقة الأمر قد يؤدي هذا المدخل إلى اتخاذ قرارات خاطئة إذا كان هناك تفاوت بين الأوزان الفعلية والمستهدفة، وبالتالي استخدام هذا المدخل يترتب عليه عيوب أكبر من مزاياه.

### 3-1-2 المدخل الحدي:

نلاحظ أن المدخلين السابقين اعتمدا على الأوزان سواء الفعلية أو المستهدفة في هيكل رأس المال، لكن هناك من يرى أن التكلفة المرجحة يتم حسابها على أساس أوزان العناصر المستخدمة في تمويل المشروع الاستثماري، وهي تختلف من مشروع لآخر أي اختلاف أوزان تلك المصادر، وهو الأكثر واقعية.

## رابعا : حالات خاصة لتكلفة رأس المال

### 1- تكلفة رأس المال متعدد الجنسيات

تسمى تكلفة رأس المال في أدبيات المحاسبة الدولية بمعدل التخطي <sup>273</sup>  $Hurdel-rate$ ، هذا المعدل جد معقد نتيجة لاختلاف الأنظمة بين الدول؛ النظام الجبائي (الضرائب المؤجلة  $IAS12$ )، النظام المحاسبي (قبول خصم المصاريف المالية)، مخاطر سعر الصرف، اختلاف الثقافة و تكنولوجيا المعلومات <sup>274</sup>؛ كل هذه العوامل تزيد عملية تحديد تكلفة رأس المال تعقيدا.

### 2- تكلفة رأس المال في الدول النامية

يعد معدل المردودية المفروض من بين أهم المشاكل الميدانية في تقييم المشاريع الاستثمارية في الدول النامية، حيث هذه الدول تكون بها أسواق مالية ضعيفة الكفاءة و المخاطر النظامية جد مرتفعة <sup>275</sup>، و لتحديد معدل المردودية بهذه الدول <sup>276</sup>

<sup>271</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقض، مرجع سابق، ص 175.

<sup>272</sup> بالإضافة لمشكل الأوزان أي قيمة يتم بها الترجيح، هل القيمة الدفترية، السوقية ... .

<sup>273</sup> فردريك تشوي، كارول آن فروست & جاري ميبك، المحاسبة الدولية، ترجمة محمد عصام الدين زايد، دار المريخ، الرياض، 2004. ص 473

<sup>274</sup> J. PEYRARD, Gestion financière internationale, Paris : Vuibert, 1999.PP327-331.

<sup>275</sup> Prière, vernimmen, Op.cit,P757.

هناك عدة نماذج : نموذج Damodaram 1998، نموذج Godfrey et Espinosa 1996، نموذج F.Bancel et T.Perrotin.

أقر النموذج الأخير بأن تكلفة رأس المال في الدول النامية عبارة عن تكلفة رأس المال في الدول الأوروبية أو الأمريكية مضافا عليها علاوة تسمى بـ *Spread souverain*، و تتعلق هذه العلاوة بالفرق بين علاوة السندات الأوروبية في السوق الدولية الصادرة من طرف هذه الدول و الصادرة من قبل الدول الأوروبية، في حالة عدم وجود هذه العلاوة يمكن اللجوء إلى نظام التنقيط<sup>277</sup> Rating. تأخذ دالة تكلفة رأس المال في الدول النامية الشكل التالي :

$$K = r_{sr} + spread.souverain + \beta_{AE}(r_m - r_{sr}) \dots (2 - 42)$$

حيث معدل المردودية بدون مخاطرة في الدول الأوروبية أو الأمريكية، و *Spread souverain* مقياس للمخاطر السياسية أما  $\beta$  فتمثل مقياس المخاطر النظامية في دولة المستثمر<sup>278</sup>.

### 3- تكلفة رأس المال في حالة الاستدانة الصافية سالبة

تساوي الاستدانة الصافية إجمالي الديون مطروحا منها التوظيفات المالية و المتاحات، فوجود استدانة صافية سالبة يعني أن هذه الأخيرة أكبر من إجمالي الديون، و في حالة وجود متاحات أكبر من الديون الإجمالية، دليل على وجود تكلفة لفرصة ضائعة لا بد من إدماجها ضمن معدل المردودية المفروض، و هو أساس طرحها حيث المنظور الاقتصادي يفرض استبعاد الأصول التي لا تساهم في إنشاء القيمة.

## المبحث الثالث : النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

شمل المبحث الأول من هذا الفصل مختلف سبل تمويل الاحتياجات المالية المتاحة أمام المؤسسة و مؤشرات اختيار المزيج أو الهيكل المالي، ليتم بعد ذلك التطرق لأهم مؤشر و المتمثل في تكلفة التمويل بما فيها تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الاستدانة و تكلفة رأس المال أو ما يعرف بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

نحاول من خلال هذا المبحث الربط بين المبحثين السابقين؛ من خلال دراسة العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة رأس المال، من ثمة مع قيمة المؤسسة باعتبار أنهما دالة في التدفقات النقدية المتاحة و تكلفة رأس المال. عملية الربط هذه محل جدل كبير بين المحللين و المفكرين الماليين، فكل عالج العلاقة من زاوية معينة، يهدف في هذا القسم إلى عرض أهم المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، التي تم تقسيمها إلى ثلاث كتل في مطالب ثلاث؛ نستهلها بالمقاربات القائمة على تحقق فرضيات السوق الكفاء.

<sup>276</sup> F.Bancel et T.Perrotin, Le coût du capital dans les pays émergents, 20/06/2008  
[www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

<sup>277</sup> أنظر الملحق رقم 03.

<sup>278</sup> Ibid, P18.

### المطلب الأول: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة

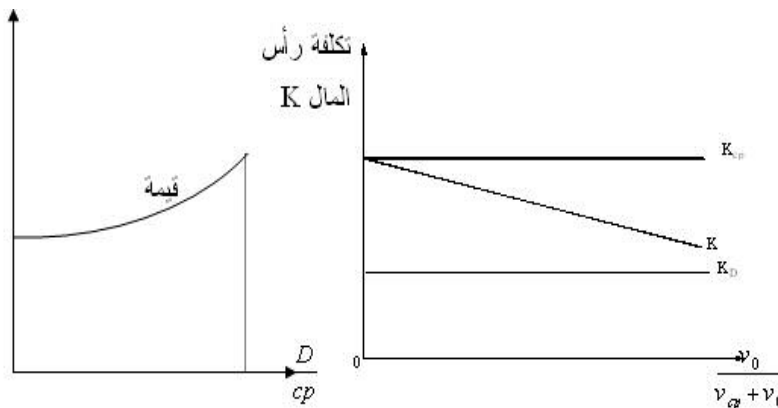
نتناول تحت هذا العنوان بعض المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل تحقق فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة و نبدأ بالنظرية التقليدية :

أولاً : النظرية التقليدية : تضم ثلاثة<sup>279</sup> مداخل و هي :

#### 1- مدخل صافي الربح :

يقوم هذا المدخل على فكرة وجود استقلالية تامة بين تكلفة هيكل رأس المال ونسبة الرفع المالي، أي أن تكلفة الاستدانة ( $Kd$ ) وتكلفة الأموال الخاصة ( $Kcp$ ) لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض، فزيادة أو انخفاض الرفع المالي  $\frac{D}{cp}$  لا يترتب عنه زيادة أو نقصان في معدل المردودية المفروض ( $TRE$ ). بما أن الاقتراض هو أقل المصادر تكلفة فإن الزيادة في نسبة الرفع المالي تعني انخفاض تكلفة رأس المال ( $k$ )، وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة كما هو موضح في الشكل التالي :

الشكل (2-11): العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة الأموال المالي و قيمة المؤسسة حسب المدخل الحدي



المصدر(بتصرف) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 91.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن كل من تكلفة الأموال الخاصة ( $Kcp$ ) وتكلفة الاستدانة ( $Kd$ ) ثابتتين عند مختلف مستويات الرفع المالي، لكن التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال  $K$  تنخفض تدريجياً مع زيادة نسبة الاقتراض بسبب انخفاض تكلفة هذا الأخير إلى أن تصل إلى حدها الأدنى عند مستوى 100% من الرفع؛ أين تكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

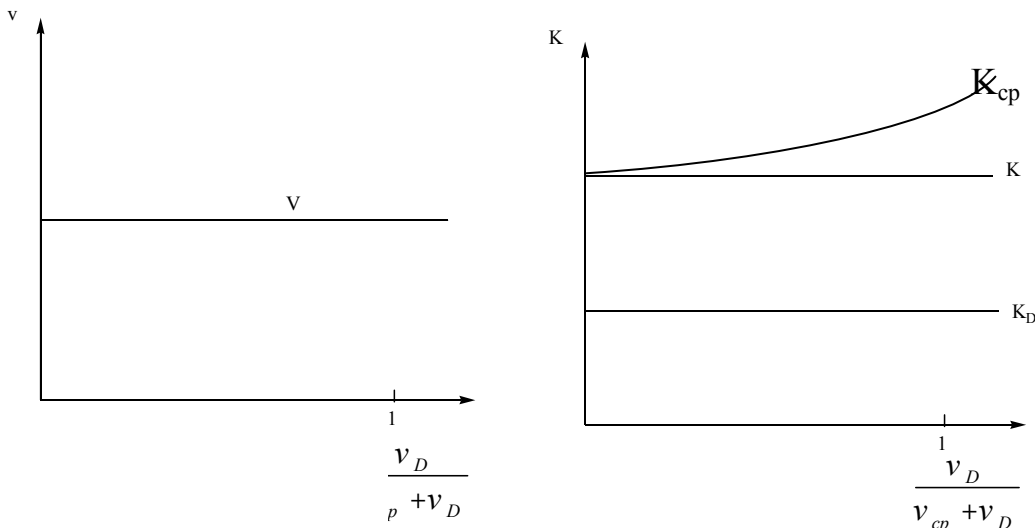
يبقى الإشكال الرئيسي المطروح حتى وإن تم افتراض عدم وجود تكلفة إفلاس ( في ظل سوق ذات كفاءة تامة)، أثر المخاطر المالية الناجمة عن زيادة الرفع المالي؛ كون معدل العائد المطلوب من قبل الدائنين ثابت، و يترتب عليه تقلب العائد الذي يطلبه الملاك؛ والذي له علاقة طردية بسابقه، وهو ما أشار إليه MM.

<sup>279</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 91.

## 2- مدخل صافي ربح العمليات :

حسب المدخل السابق تكلفة الاستدانة، وتكلفة الأموال الخاصة مستقلتين عن الهيكل المالي، لكن MM اعتبراً أن تكلفة الاقتراض تبقى ثابتة فعلاً مهماً كان مستوى الرفع المالي، أما تكلفة الأموال الخاصة فتكون في ارتفاع عند الزيادة في نسبة الاستدانة، وهذا نتيجة المخاطر المالية المصاحبة للاعتماد على الاستدانة في التمويل، وهو ما يعرف بأثر الرافعة المالية؛ يرى MM أن الزيادة في تكلفة رأس المال بسبب الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سوف يقابلها انخفاض بنفس القيمة نتيجة الاعتماد على مصادر التمويل الأقل تكلفة، لذا تظل تكلفة هيكل رأس المال ثابتة مهما تغيرت الاستدانة كما هو مبين أدناه.

الشكل (2-12): العلاقة بين الهيكل المالي من جهة وتكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة من جهة حسب مدخل صافي ربح العمليات



المصدر (بتصرف) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، مرجع سابق، ص 104

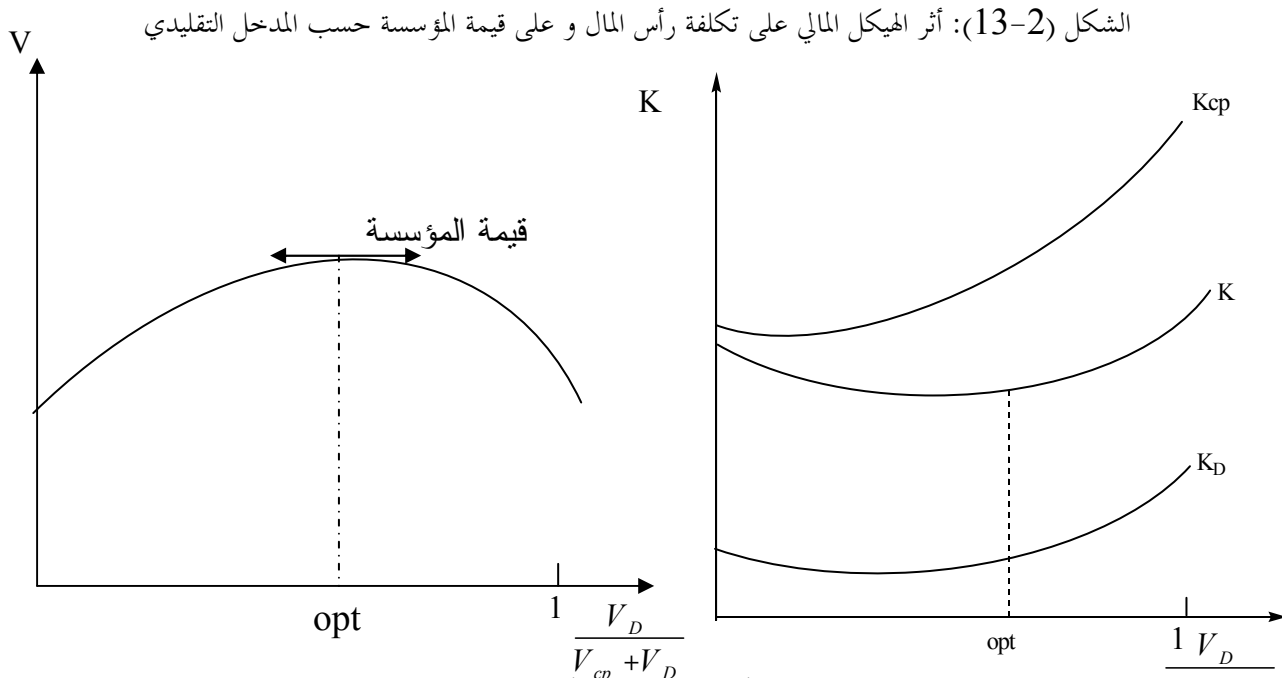
يتضح لنا من خلال الشكل (2-12) أن تكلفة الاستدانة ثابتة عند مستويات مختلفة من الرفع المالي، و وجود علاقة طردية بين هذا الأخير وتكلفة الأموال الخاصة؛ مما يجعل تكلفة هيكل رأس المال ثابتة مهماً كان شكل الهيكل المالي، يرجع ذلك إلى أن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة يقابلها انخفاض بنفس القيمة نتيجة الاعتماد على مصادر أقل تكلفة (الاستدانة)، مما يؤدي إلى ثبات قيمة المؤسسة ولا وجود لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة كما هو موضح في الشكل.

## 3- المدخل التقليدي :

اعتبر المدخل السابق أن هناك استقلالية تامة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، لكن هذا المدخل على عكسه اعتبر وجود هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى؛ أين تكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى، وذلك بافتراض أن تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة في زيادة مع ارتفاع الرفع المالي؛ بسبب زيادة المخاطر المالية. إذا كيف يمكن أن تنخفض التكلفة الكلية؟ وكيف يمكن إيجاد نسبة مثالية ما دامت النسبتين في زيادة؟



تقوم فكرة هذا المدخل على أن الاعتماد على الاستدانة في حدود معينة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال عند نسبة معينة (مثالية)، وبعد هذه النسبة تبدأ النسبتين في الزيادة نتيجة المخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي، في الجهة المقابلة تكون قيمة المؤسسة في ارتفاع إلى أن تصل إلى أقصى قيمة لها عند النسبة المثالية، أين تبدأ في الانخفاض تدريجياً بعد هذه النسبة ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي :



المصدر (بتصرف): منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، مرجع سابق، ص 106

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أن زيادة الرفع المالي في حدود معينة (دون Opt) يجعل تكلفة الاستدانة ثابتة؛ أين تكون تكلفة الأموال الخاصة في زيادة لكن تكلفة هيكل رأس المال تكون في حالة انخفاض، وهذا راجع إلى أن قيمة الانخفاض في تكلفة هيكل رأس المال الناجم عن زيادة الرفع المالي يفوق الارتفاع الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة، في هذه الحالة تكون قيمة المؤسسة في زيادة إلى أن تصل إلى قيمتها القصوى عند النسبة المثلى Opt، بعد النقطة Opt تبدأ تكلفة الأموال في زيادة، وكذلك تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة، بالرغم من ذلك تبقى الاستدانة أقل تكلفة لكن الاعتماد عليها لم يكن كافياً لتحقيق التخفيض في تكلفة هيكل رأس المال، لكي يعوض الارتفاع الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة.

#### ثانياً : النظرية الحديثة

يعتبر هذا المدخل الأساس الذي بنيت عليه النظرية الحديثة للتمويل سنة 1958 من طرف الباحثين MM، ويعرف كذلك بمدخل السوق التام؛ كونهما انطلقا من عدة فرضيات بالإضافة إلى فرضيات السوق الكفاء<sup>280</sup> وهي متمثلة في :

- 1- إمكانية تصنيف المؤسسات إلى طبقات مخاطر متماثلة وكل مؤسسة داخل كل طبقة لها نفس درجة المخاطرة؛
- 2- لا يوجد تأثير لقرار التوزيع؛

280 - جمال بدير علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، غير منشورة، 1995، القاهرة، ص 26.

3- افتراض عدم وجود معدلات نمو (g) أي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة ثابتة؛

4- المستثمر يمكنه شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغر قدرها؛

مضمون هذه الدراسة أنه توجد استقلالية بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي :

« **L' actif économique est indépendant de son mode de financement**<sup>281</sup> »

المؤسسات المتماثلة التي تحقق نفس النتيجة وتنتمي إلى نفس طبقة المخاطرة تكون قيمتها السوقية متساوية بصرف النظر عن هيكلها المالي؛ قيمة المؤسسة في هذه الحالة مساوية لنتيجة الاستغلال بعد الضريبة مرسمة بمعدل مناسب لدرجة المخاطرة.

قيمة المؤسسة المقترضة = قيمة المؤسسة غير المقترضة

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

=

تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المقترضة

التكلفة الوسطية المرجحة k

يعتمد بدل المخاطرة على الفرق بين تكلفة كل من الأموال الخاصة للمؤسسة غير المقترضة، و تكلفة القروض، و على نسبة القروض إلى الأموال الخاصة. لتبرير التساوي بين القيمتين السويتين للمؤسستين اللتان تنتميان إلى نفس درجة المخاطرة قدم MM فكرة المراجعة (L'arbitrage)؛ التي تقوم على فكرة استبدال الرافعة المالية للمؤسسة برافعة مالية شخصية فإذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين تماما سوى هيكلهما المالي، المؤسسة (A) تمويلها عن طريق الأموال الخاصة فقط، والمؤسسة (B) عن طريق مزيج تمويلي (Cp + D)، بطبيعة الحال تكلفة رأس المال (K) تكون في (B) أقل من (A) مما يعني إن القيمة السوقية لـ (B) أكبر من القيمة السوقية لـ (A)؛

بما أن المستثمر رشيد يقوم ببيع الأسهم التي يمتلكها في المؤسسة (B) بعد ذلك يستدين بمبلغ؛ تكون نسبته إلى القيمة المتحصل عليها من بيع الأسهم مساوية لنسبة الرفع المالي في المؤسسة التي باع أسهمها (B)، ويقوم بشراء نسبة (مساوية للنسبة المتنازل عليها) من أسهم المؤسسة (A)، التي تكون قيمة أسهمها منخفضة (بهدف المضاربة)؛

يحقق المستثمر في هذه الحالة نفس المدودية التي كان يحققها من قبل، ولكن بمبلغ استثماري أقل دون التعرض إلى مخاطرة إضافية، مما يعني حصوله على مبلغ إضافي، عند شعور المستثمرين بهذه الفكرة؛ ستنشر و تعم مما يزيد الطلب على أسهم المؤسسة (A) وانخفاض الطلب في الجهة المقابلة على أسهم المؤسسة (B) حتى الوصول إلى التوازن، ومنه تصبح القيمة السوقية للمؤسستين (A.B) متساوية.

وجهد لفكرة المراجعة هذه عدة انتقادات<sup>282</sup> أهمها :

- تماثل الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة؛ والتي تختلف في الواقع من حيث الآثار لأن مخاطر الاقتراض على المؤسسة لا تتعدى إلى ثروة المستثمر عند الإفلاس، لكن مخاطر الاقتراض الشخصية تعدى إلى ثروة المستثمر؛
- عدم وجود تكاليف للمعاملات : توجد في الحقيقة تكاليف للمعاملات؛ قد تفوق قيمتها قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجعة؛
- افتراض تماثل معدل الفائدة على القروض الشخصية، و على القروض الممنوحة للمؤسسة، و الذي يصعب تحقيقه إلى حد كبير.

<sup>281</sup> Prière,vernimmen, Op.cit, p654.

<sup>282</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 658.

المطلب الثاني : النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة الاقتصادية

بعد عرض نظريات تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة، و التي تبقى نظرية نتيجة الفرضيات غير الواقعية، حيث توجد في الواقع كفاءة اقتصادية، يتم الاحتفاظ بفرضية الرشادة مقابل إسقاط الفرضيات الأخرى مثل : وجود الضرائب، تكاليف الإصدار، المعلومات المميزة، تكلفة المعلومة، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة؛ و التي لها تأثير على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، فمثلا وجود تكلفة الإصدار تجعل المؤسسة تلجأ إلى التمويل الذاتي، أو وجود الضرائب التي ينشأ عنها اقتصاد في الضريبة قد تكون هي الاختيار، و التي لها انعكاس فيما بعد لتظهر تكلفة الإفلاس. ظهرت نتيجة للفرضيات غير الواقعية عدة نظريات مختلفة نذكر منها ما يلي :

أولا : نظرية الاقتصاد في الضريبة

رفض MM تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة، أي لا وجود للضرائب؛ لكن في الواقع توجد نقائص خاصة منها الضرائب على أرباح الشركات، والضرائب الشخصية، و التي تمثل عيبين المحجر حسب هذه النظرية .

تعتبر المصاريف المالية (FF) من بين المصاريف القابلة للخصم ( دون اعتراضات جبائية)؛ مما يتولد عنها اقتصاد في الضريبة، لذا يرى كل من MM حسب هذا المدخل أن للهيكل المالي أثر وحيد على قيمة المؤسسة من خلال هذه الاقتصاد في الضريبة فقط؛ مما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل وجود ضرائب على أرباح الشركات (IBS) تزيد عن القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة غير مقترضة بما يعادل القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، بشرط أن الفرق لا يزيد ولا ينقص عن القيمة الحالية لهاته الوفرات<sup>283</sup> ، ويمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية :

$$V_B = V_A + VAEI \dots\dots(2 - 43)$$

حيث :

$V_B$  : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة؛

$V_A$  : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة؛

$VAEI$  : القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة.

القيمة الحالية للوفرات الضريبية يتم الحصول عليها باستحداث مجمل الوفرات كما يلي :

$$EI = ff \times IBS = K_D \times D \times IBS$$

$$\Rightarrow VAEI = D \times IBS \dots\dots(2 - 44)$$

$EI$  : الاقتصاد في الضريبة.

$ff$  : المصاريف المالية.

$IBS$  : الضرائب على أرباح الشركات.

$K_D$  : تكلفة الاستدانة.

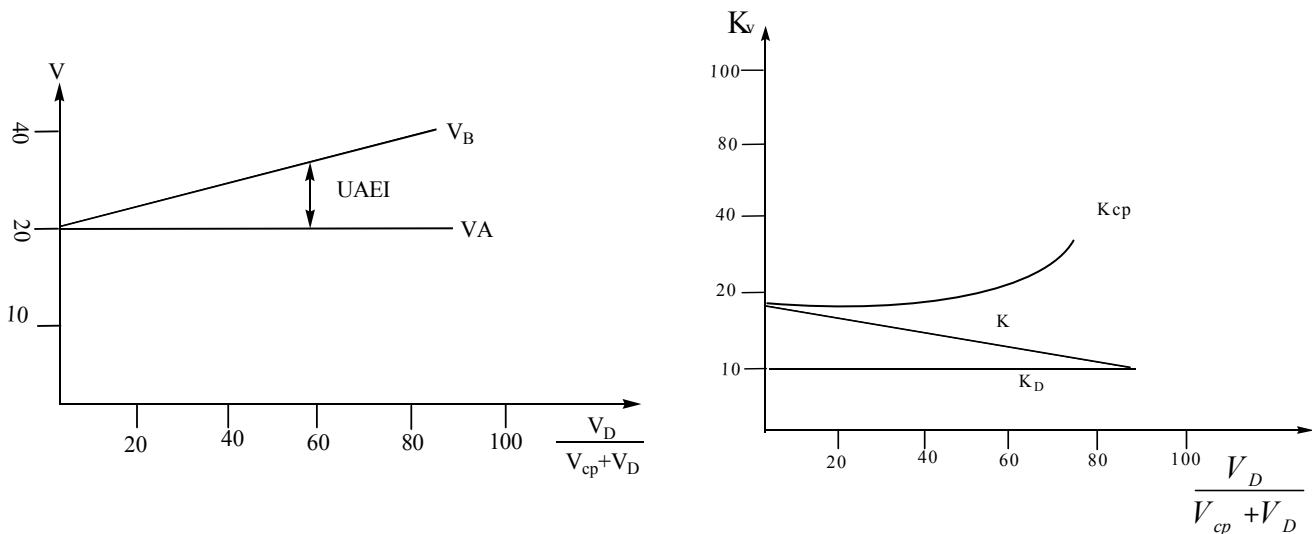
$D$  : الاستدانة.

$VAEI$  : القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة.

<sup>283</sup> جمال يدبر علي الخولي، مرجع سابق، ص 30.

نلاحظ أن القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، هي حاصل جُداء مبلغ الاستدانة ونسبة الضرائب على الأرباح؛ لقد تم الاستحداث عن طريق قسمة الوفرات الضريبية على تكلفة الاستدانة بدلا من استخدام  $(1 + K_D)$ ؛ كونه تم افتراض أن السندات ليس لها تاريخ استحقاق، واستخدام تكلفة الاستدانة كمعدل للخصم كونه لا توجد تكلفة للإفلاس. يتبين من هذا المنطلق أنه لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة لا بد من الاعتماد على الاستدانة في التمويل إلى أقصى حد ممكن؛ أين تتناقص تكلفة هيكل رأس المال  $k$  إلى أدنى قيمة لها، ومن ثم الهيكل المالي الأمثل هو الذي يعتمد على الاستدانة فقط، و يمكن توضيح ذلك من خلال المنحنيات البيانية في الشكل التالي :

الشكل (2-14): العلاقة بين الرافعة المالية و قيمة المؤسسة حسب نظرية الاقتصاد في الضريبة



المصدر(بتصرف) : جمال بدير علي الخولي، مرجع سابق، ص 32.

أضاف MM أنه إذا كان الفرق بين المؤسستين  $B, A$  يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، فإن طريقة المراجعة كفيلة بأن تعيد التوازن بينهما بنفس طريقة المراجعة المذكورة آنفا؛ لكن مع وجود ضرائب، و يمكن توضيح عملية المراجعة بعد الضرائب كما يلي :

تم شرح فكرة المراجعة في المدخل السابق في ظل سوق ذات كفاءة تامة (غياب الضرائب)، أما في حالة وجود ضرائب على أرباح الشركات؛ أضاف MM شرط أساسي هو عدم تساوي الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة بسبب الوفرات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة، وتصبح الرافعة المالية الشخصية تساوي الرافعة المالية للمؤسسة مضروبة في مقدار  $(1-IBS)$ ؛ و يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية :

$$EL_p = EL_E \times (1 - IBS) \dots\dots (2 - 45)$$

حيث:  $EL_p$ : الرافعة المالية الشخصية؛

$EL_e$ : الرافعة المالية للمؤسسة.

بغض النظر عن فكرة المراجعة، توصل الباحث روبرت حمادة (1966) باستخدام نموذج (MEDAF) إلى نفس النتائج المتوصل إليها<sup>284</sup>، أي أن الفرق بين القيمة السوقية لمؤسستين متماثلتين إحداهما مقترضة والأخرى لا يكمن فقط في القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وأن هناك علاقة بين الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة وزيادة الرفع المالي للمؤسسة.

أضاف Miller سنة 1977 نموذج للهيكل المالي للمؤسسة أثار الكثير من الجدل؛ حيث توصل إلى أنه في حالة التوازن وفي ظل خضوع المستثمر للضريبة على الدخل، ومع وجود ضرائب على أرباح الشركات، لا يكون هناك أي تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

وجهت لهذا المدخل عدة انتقادات من بينها :

- يبقى افتراض وجود كفاءة تامة للأسواق باستثناء وجود الضرائب محل انتقاد كون الأسواق المالية في الواقع لا تتميز بالكفاءة التامة؛

- افتراض الضريبة على فوائد القروض وعلى التوزيعات مساوية للضريبة الشخصية على الأرباح غير العادية<sup>285</sup> أسقط عند صدور التعديل الضريبي بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1986<sup>286</sup> الذي يقضي بأن معدل الضريبة الشخصية على الأرباح غير العادية يقل عن معدل الضريبة الشخصية على التوزيعات.

فرض MM في المدخل السابق وجود نقيض واحد من نقائص السوق ذات الكفاءة التامة وهو وجود ضرائب، وخلصا إلى أن استخدام القروض يتولد عنه وفورات ضريبية، و هي العامل الوحيد الذي من شأنه التأثير على قيمة المؤسسة لكن في حقيقة الأمر قد يترتب على الاستدانة عواقب وخيمة تتجسد في تكلفة الإفلاس.

### ثانيا : نظرية تكلفة الإفلاس

يؤدي عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها ( الفوائد، أصل القرض) بالذاتين إلى اتخاذ إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة، كل هذا يخص المؤسسة التي تعتمد في تمويلها عن الأموال الخاصة والاستدانة، أما المؤسسة التي تعتمد في تمويلها عن الأموال الخاصة فقط غير ملزمة أصلا بإرجاع قيمة الأسهم، وحتى دفع التوزيعات إذا لم تقرر هي ذلك؛ مما يجعلها لا تتعرض لمثل هذه الإجراءات؛ و من ثمة إذا كانت الاستدانة تعرض المؤسسة لمخطر الإفلاس فهل العلاقة بين الرفع المالي والإفلاس علاقة خطية؟

تكون في بداية الأمر علاقة خطية عند مستويات الرفع المالي الضعيفة نسبيا حتى الوصول إلى حد معين أين تبدأ مخاطر الإفلاس تزداد بزيادة أكبر من زيادة نسبة الرفع المالي، وبالتالي كلما زادت مخاطر الإفلاس انعكس ذلك سلبا على قيمة المؤسسة؛ من خلال ارتفاع تكلفة رأس المال. بعد الإطلاع على مخاطر الإفلاس يبقى السؤال المطروح ما هي تكلفة الإفلاس وما طبيعتها وكيف تتحدد؟

تمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس؛ سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة<sup>287</sup>؛

<sup>284</sup> نفس المكان.

<sup>285</sup> أنظر الفصل الثالث.

<sup>286</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 666.

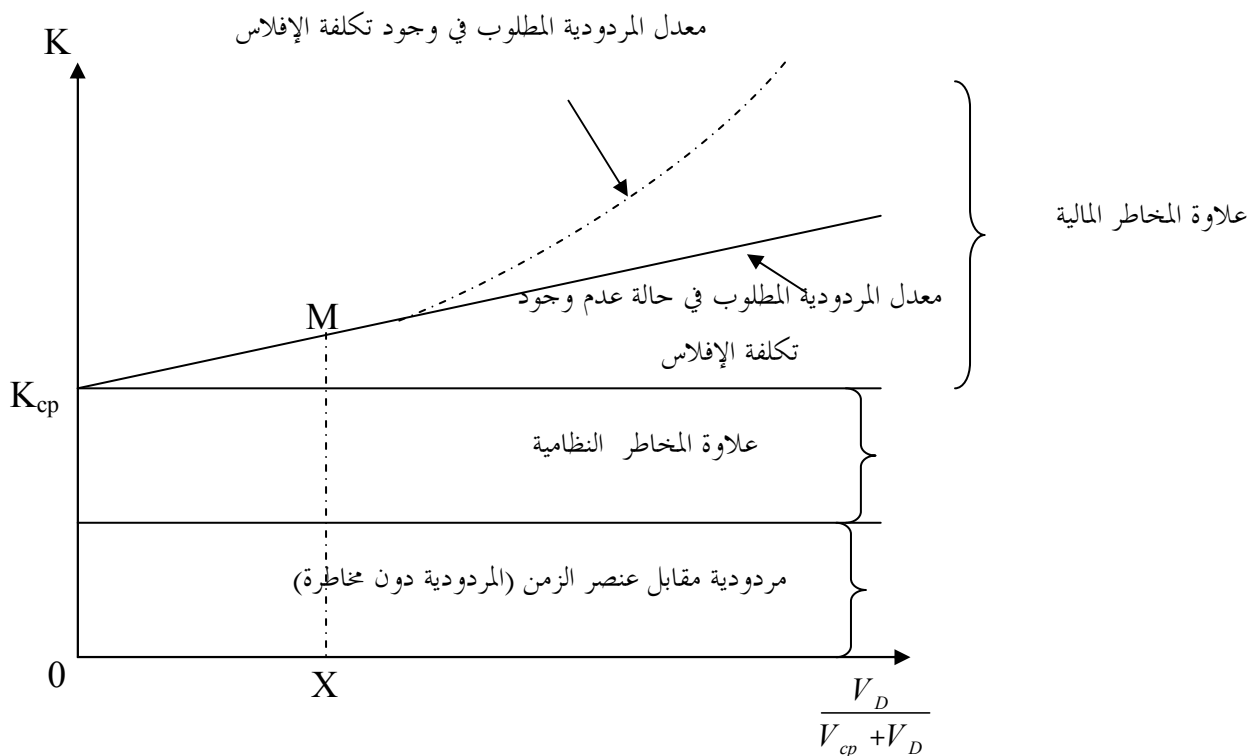
<sup>287</sup> Prière, vernimmen, Op.cit, p 644.

\*التكاليف المباشرة : تضم مختلف المصاريف كأتعاب المحامين، تعويضات التسريح للعمال، مصاريف الإجراءات الإدارية.....إلخ.

\* التكاليف غير المباشرة : مثل عدم إمكانية الحصول عن تمويلات ( حتى وإن كانت المشاريع ذات مردودية) تخفيض قروض الموردين.....إلخ؛

بعد التعرف على تكلفة الإفلاس، و ما تحتويه لا بد من الإطلاع عن كيفية تأثيرها على قيمة المؤسسة؛ من خلال الأثر الذي تتركه على تكلفة رأس المال. مخطر عدم السداد مخطر يأخذه المقرضون بعين الاعتبار عند منح القروض، و تحديد المعدل المطلوب أين يكون بدل المخاطرة مدمج فيه، أي أن الملاك يتحملون هذه التكلفة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بطريقة غير مباشرة ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-15): العلاقة بين نسبة الرفع المالي و معدل المردودية المفروض في ظل وجود تكلفة للإفلاس



المصدر(بتصرف) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، مرجع سابق، ص174.

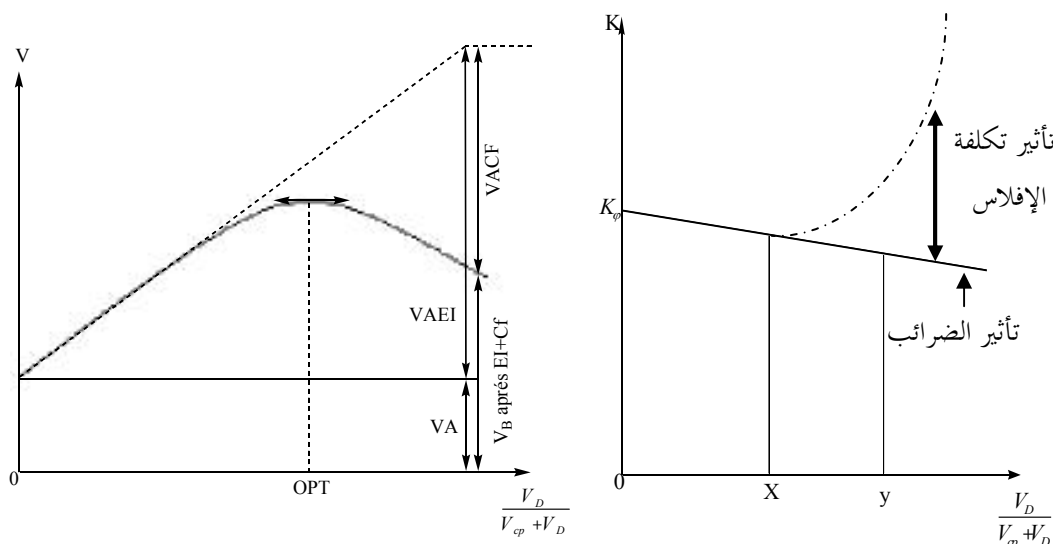
نلاحظ من خلال الشكل (2-15) أنه عند انعدام نسبة الرفع المالي معدل المردودية المفروض يكون مساويا لتكلفة الأموال الخاصة؛ و هو يغطي مخاطر عنصر الزمن ومخاطر النشاط، أما عند بداية الاستدانة فإن معدل المردودية المفروض يكون مرتفع؛ و الذي يعوض إضافة إلى عنصر الزمن ومخاطر النشاط المخاطر المالية أين نفرض وجود حالتين، حالة وجود تكلفة إفلاس وحالة عدم وجودها، معدل المردودية يكون متساوي في كلتا الحالتين ( تطابق المنحنيين) عند النقطة M أما عند تجاوزها يدق ناقوس خطر الإفلاس ومنه ترتفع تكلفة رأس المال بشكل حاد.

يقوم هذا التحليل كله بافتراض وجود تكلفة إفلاس دون الأخذ بعين الاعتبار الضرائب، وما تحققه القروض من اقتصاد في الضريبة، و هو ما نحاول الآن أخذه بعين الاعتبار، و تحديد تأثيرهما على تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة.

\* تأثير تكلفة الإفلاس في ظل وجود ضرائب :

تشير نتائج التحليل السابق أن الزيادة في الرفع المالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، ومنه تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛ و ذلك راجع إلى تخفيض التكلفة الفعلية للاستدانة بسبب الاقتصاد في الضريبة، وهذا كله في حدود معينة، لكن عند تجاوز نسبة من الرفع المالي تظهر تكلفة الإفلاس مما يعطي الاعتماد على الاستدانة خاصيتين متضادتين إحداهما تخفض في تكلفة رأس المال والأخرى ترفع منها؛ و لتوضيح ذلك نستعين بالشكل الآتي :

الشكل (2-16): تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأس المال و على قيمة المؤسسة في حالة وجود ضرائب



المصدر (بتصرف) : المصدر: نفس المرجع السابق، ص 175.

نستشف من خلال الشكل (2-16) أنه عند عدم وجود رفع مالي تكلفة رأس المال هي تكلفة الأموال الخاصة، وعند البدء في الرفع المالي تبدأ تكلفة رأس المال في الانخفاض؛ بسبب ما تحققه الاستدانة من اقتصاد في الضريبة، حيث لا توجد تكلفة للإفلاس قبل النقطة ذات الفاصلة  $x$ ، بعد تجاوز هذه النقطة تظهر تكلفة الإفلاس بسبب زيادة الاستدانة مما يجعل تكلفة الأموال في انخفاض، و لكن بمعدلات أقل، يعود ذلك إلى أن اقتصاد في الضريبة يفوق تكلفة الإفلاس حتى بلوغ النقطة ذات الفاصلة  $y$ ، وبعد هذه النقطة تبدأ تكلفة رأس المال في زيادة بسبب تجاوز تكلفة الإفلاس قيمة اقتصاد في الضريبة ، وعليه يمكن القول بأن النقطة ذات الفاصلة  $y$  هي النسبة المثلى لتحقيق أدنى تكلفة لرأس المال؛

أما عن قيمة المؤسسة فيتبين أنها في زيادة بسبب اقتصاد في الضريبة، و التي تفوق تكلفة الإفلاس (قبل  $y$ ) إلى أن تصل إلى قيمتها القصوى عند  $y$ ، و التي تمثل الحد الأدنى لتكلفة رأس المال، بعد تجاوز هذه النقطة تبدأ قيمة المؤسسة في التدهور بسبب تكلفة الإفلاس التي فاقت قيمتها قيمة الاقتصاد في الضريبة؛

لو لم نأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس؛ يكمن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة وغير المقترضة في القيمة الحالية للوفرات الضريبية، و هي النتيجة التي توصل إليها MM، لكن عند الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس يكون الفرق بين القيمتين يتمثل في القيمة الحالية للوفرات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والذي نعبّر عنه بالمعادلة الآتية :

$$VB = VA + VAEI - VACF \dots(2 - 46)$$

حيث:

VACF : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

ما دمنا دوما في ظل أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة في إطار سوق تتميز بالكفاءة الاقتصادية؛ و التي تقتضي وجود تكلفة للوكالة على عكس السوق ذات الكفاءة التامة، والآن نحاول دراسة أثر هذه التكلفة على قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على تكلفة الأموال.

### ثالثا : نظرية تكلفة الوكالة

كان في السابق ينظر للمؤسسة على أنها علبة سوداء Une boite noire تقوم بتحويل المدخلات إلى مخرجات و هي عبارة عن جزء من الكل الذي يمثله السوق الذي يتصف بالكفاءة في تخصيص الموارد. وفقا لنظريات المنظمة<sup>288</sup> (نظرية تكلفة الصفقات TCT، نظرية تكلفة الوكالة TCA) المؤسسة عبارة عن مركز للتعاقد سواء كانت العقود مكتوبة أم غير مكتوبة<sup>289</sup>، و على المسير تسيير هذه العقود و تكاليفها بالإضافة إلى التسيير التقليدي للتكاليف؛ نظرية TCT كانت نتيجة مشكل الرشادة المحدودة للأعوان و خصوصية الأصول، أما TCA فنتيجة لمشكل الرشادة المحدودة و خصوصية المعلومة.

### 1. مفهوم الوكالة

نقصد بالوكالة لغة التفويض و الاعتماد، أما اصطلاحا فهي تفويض حق من حقوق الملكية من المالك (الموكل) لشخص آخر (الموكل)؛ كحق الاستعمال أو التصرف. فوفقا لنظرية الوكالة الإدارة عبارة عن وكيل عن المساهم و هذا الوكيل انتهازي و ذو رشادة محدودة، على عكس ما كان يعتقد سابقا بأنه ذو رشادة غير محدودة؛ قد يهدف هذا الوكيل إلى تعظيم منفعته على حساب الموكل<sup>290</sup>، و ذلك من خلال :

- الحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز و المكافآت؛
  - رفض مشاريع استثمارية ذات مردودية و مخاطرة مرتفعتين خشية احتمال الفشل و خسارة سمعته؛
  - تحسين الأجور و المرتبات؛
  - تقديم خدمات للمجتمع نتيجة الشعور بالمسؤولية.
- هناك العديد من العوامل التي زادت أهمية هذه النظرية (TCA) أهمها :
- شكل المؤسسة (انفصال الملكية عن التسيير و المترجم في شركات المساهمة و انتشارها نتيجة نمو الأسواق المالية)؛
  - امتلاك أسهم المؤسسات لعدد كبير من المساهمين و انتشارهم مما يزيد عملية الرقابة صعوبة و تعقيدا مع وجود عوائق تقف أمام نشاط محافظ الحسابات (مثل الأوراق المالية المهجنة تقييما، تسجيلها...)

<sup>288</sup> لمزيد من التفصيل أنظر : Michel Albouy et al, **Les grands auteurs en finance**, EMS, Paris 2003, P128.

<sup>289</sup> J.DAYAN et al, Op.cit.P300.

<sup>290</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 178.



- محدودية الأضرار الناجمة عن سوء التسيير بفضل التنوع الجيد للمحافظ المالية، حيث تترجم هذه الأضرار كمخاطر غير نظامية يمكن تجنبها عن طريق التنوع الجيد؛

تم التركيز فيما سبق فقط على الصراع بين الإدارة و المساهمين؛ لكن دون أن ننسى باقي الأطراف فأصحاب المصالح (Stakeholders) SH متعددون مثل : المساهم، المسير، الدائن، العامل، المورد، الزبون، الدولة، المجتمع... فكل صراع ينشب بين أحد هذه الأطراف له تأثير سلبي على قيمة المؤسسة؛ و في هذه النقطة سوف يتم التركيز على الأطراف الثلاثة الأولى فقط<sup>291</sup>.

2. تكلفة الوكالة للأموال الخاصة : يركز هذا النوع على العلاقة بين الإدارة بوصفها وكيل عن المساهم، هذا الوكيل ذو رشادة محدودة حيث وكل له حق التصرف في شؤون المؤسسة، و استعمال أصولها في خدمة أهداف الموكل، لكن قد لا يكون كذلك مما يستدعي القيام بالرقابة<sup>292</sup> شخصيا أو بالاعتماد على وكيل للتأكد من ذلك، و من ثمة تنشأ تكلفة الوكالة للأموال الخاصة.

### 3. تكلفة الوكالة للاستدانة

عندما يمنح البنك قرضا للمؤسسة فهو تنازل عن أحد حقوق الملكية بعقد مكتوب؛ يتمثل هذا الحق في استعمال الأموال، في ظل لغة عدم تماثل المعلومة الذي يشكل الحجر الأساس في نظرية TCA خاصة عند بلوغ نسب مرتفعة من الاستدانة، يلجأ البنك للتأكد من احترام بنود العقد بنفسه أو بالاعتماد على وكيل مما يؤدي إلى بروز تكاليف تعرف بتكلفة الوكالة للاقتراض، و التي يتحملها المساهم في الأخير أين يتم إدماجها في معدل الفائدة. تكاليف الوكالة بنوعيتها تأخذ عدة أشكال منها :

- تكاليف الإثبات؛
- تكاليف الرقابة؛
- التكاليف الباقية<sup>293</sup>؛
- تكلفة الفرصة البديلة.

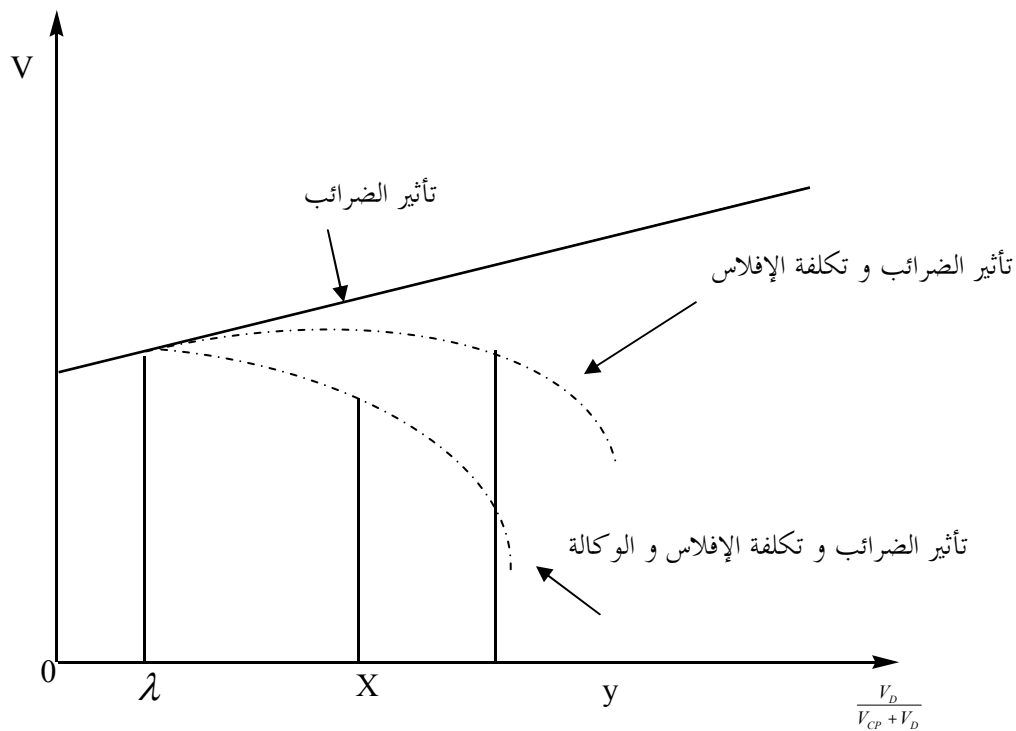
لتوضيح كيفية تأثير تكلفة الوكالة في ضل وجود تكلفة إفلاس، وضرائب على أرباح الشركات؛ نعرض الشكل الآتي :

<sup>291</sup> J.DAYAN et al,Loc.Cit.

<sup>292</sup> ظهرت بدائل أخرى للرقابة مثل بديل الحوافز المالية، آلية سوق العمل، التهديد بالاستغناء، التهديد بالسيطرة.

<sup>293</sup> Patrick NAVATTE, **Finance d'entreprise et la théorie des options**, Economica, Paris 1998.P61.

الشكل (2-17) : تأثير تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب.



المصدر: نفس المكان.

يتضح من خلال الشكل أعلاه؛ أن قيمة المؤسسة تصل إلى حدها الأقصى عند  $y$ ، والتي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى، هذا في حالة وجود ضرائب و تكلفة إفلاس، وغياب تكلفة الوكالة، لكن وجود تكلفة وكالة تجعل هناك حد للاستدانة يقل عن النسبة المتلى  $y$  المتمثل في النقطة ذات الفاصلة  $X$ ؛ أين تكون قيمة المؤسسة منخفضة عما كانت عليه عند  $y$ . تكون في هذه الحالة القيمة السوقية للمؤسسة في أقصاها عند  $X$ ؛ التي تتساوى عندها القيمة الحالية لكل من الاقتصاد في الضريبة من جهة و القيمة الحالية لتكلفة الوكالة و الإفلاس من جهة أخرى، ويمكن صياغة قيمة المؤسسة في هذه الحالة كما يلي :

$$VE = VENE + VAEI - VACF - VACA.....(2 - 47)$$

حيث :

$VE$  : قيمة المؤسسة؛

$VENE$  : القيمة الحالية لمؤسسة غير مستدينة؛

$VAEI$  : القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة؛

$VACF$  : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس؛

$VACA$  : القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

بالرغم من التفسير المهم الذي قدمته نظريات المنظمة في تفسير أثر الهيكل المالي على تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة، تبقى مجرد نظريات و فلسفة دون وجود مقاييس تذكر<sup>294</sup>، و هو أهم انتقاد ظهرت على أعقابها نظرية الخيارات التي حاولت تكميم تكلفة الإفلاس، و هو بيت القصيد في المطلب الموالي.

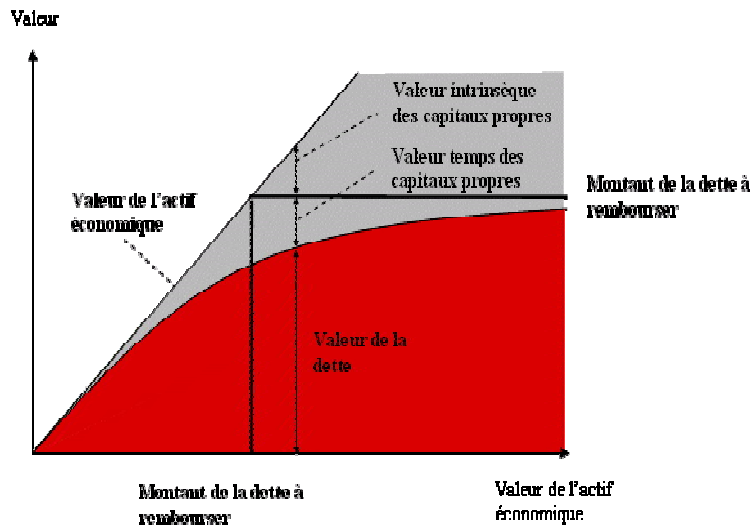
### المطلب الثالث : الهيكل المالي و نظرية الخيارات

ورد في الفصل الأول تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، بعدما تم تقديم القراءة الخيارية للميزانية، حيث خلصنا إلى أن قيمة الأصل الاقتصادي هي عبارة عن قيمة خيار شراء من منظور المساهمين<sup>295</sup>؛ ففي حالة تجاوز قيمة الأصل الاقتصادي قيمة الاستدانة الصافية يبقى الفارق لصالح المساهمين، لكن في حالة عدم بلوغ قيمة الأصل الاقتصادي قيمة الاستدانة الصافية قيمة الأموال الخاصة معدومة نظرياً؛ و الفارق يتحمله الدائنين<sup>296</sup> كتكلفة تعرف بتكلفة الفشل أو الإفلاس.

#### أولاً : قياس تكلفة الإفلاس حسب نظرية الخيارات

تُعد تكلفة الإفلاس بمثابة قيمة خيار بيع<sup>297</sup> من منظور الدائنين، و لإبراز ذلك نعرض الشكل الموالي :

الشكل (2-18) : تقسيم قيمة الأصل الاقتصادي من منظور الدائنين (خيار البيع)



Source : Idem.

تتمثل قيمة الأصل الاقتصادي في الشكل أعلاه في المساحة المحصورة بين حامل محور الفواصل، و المنصف الأول كما رأينا سابقاً<sup>298</sup>، أما قيمة الديون هندسيا هي المساحة المحصورة بين حامل محور الفواصل و المستقيم الأفقي ذو المعادلة

<sup>294</sup> في حدود علم الطالب.

<sup>295</sup> للتفصيل في هذا الموضوع أنظر:

Patrick NAVATTE, **Finance d'entreprise et la théorie des options**, Economica, Paris 1998

<sup>296</sup>J.BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P161.

<sup>297</sup> الدائنين باعوا خيار بيع للملاك فعند انخفاض قيمة الأصل الاقتصادي عن الاستدانة سوف يتحمل الدائنون الفرق.

<sup>298</sup> أنظر الشكل رقم (1-12).

( $Y=D$ )، ل يبقى الفرق للمساهمين، لكن مع الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية تتآكل قيمة الاستدانة بمبلغ يضاف إلى قيمة الأموال الخاصة أي أن هناك تحويل للثروة لصالح المساهمين على حساب الدائنين<sup>299</sup>؛ و هو ما يعرف بتكلفة الفشل المالي أو تكلفة الإفلاس؛ التي يتم تحديدها هندسيا حسب نموذج BS 1976 بالدالة التالية.

### 1- الصيغة الرياضية لنموذج BS1976 :

$$CF = -AE .N(-d_1) + D.e^{-R_{sr}.T} .N(-d_2).....(2-48)$$

حيث :

$$d_1 = \left( \ln\left(\frac{AE}{D}\right) + (R_{sr} + 0.5\sigma^2)T \right) / \sigma \sqrt{T} .....(2-49)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} .....(2-50)$$

CF : تكلفة الإفلاس (قيمة خيار البيع)؛

AE : القيمة السوقية للأصل الاقتصادي؛

N() : دالة كثافة احتمال القانون الطبيعي؛

D : قيمة الاستدانة عند تاريخ الاستحقاق؛

e : أساس اللوغاريتم النيبيري (...2.71)؛

$R_{sr}$  : معدل المردودية بدون مخاطرة؛

T : مدة استحقاق الدين بالسنوات .

يتمثل مدلول كل من  $N(d1)$ ,  $N(d2)$  في أن هذه الأخيرة تمثل احتمال بلوغ قيمة الأصل الاقتصادي ذلك المبلغ، و نفس الشيء بالنسبة للآخر الذي يمثل احتمال بلوغ الديون ذلك المبلغ.

إذا افترضنا أن هناك مؤسسة لها استدانة صافية تقدر بـ 15 مليون أورو بمعدل فائدة بدون مخاطر 10% تستحق بعد 3 أشهر (0.25 سنة)، قيمة الأصل الاقتصادي المبدئية 18 مليون أورو و بمخاطرة 15%. قيمة الأصل الاقتصادي عشوائية ففي حالة انخفاضها عن 18 مليون أورو تظهر تكلفة الإفلاس؛

2- قياس تكلفة الإفلاس بمحاكاة قيمة الأصل الاقتصادي : بتثبيت بقيت العوامل تجري محاكاة و نلاحظ تغيرات تكلفة الإفلاس و هو ما يبرزه الجدول التالي :

<sup>299</sup> من الشكلين السابقين (1-12) و (2-18) يمكن تقديم تفسير هندسي بالاعتماد على طبيعة كل دالة، دالة قيمة خيار الشراء هي دالة أسية في الزمن و معدل المردودية بدون مخاطرة و الذي أفترض أنه ثابت، أي هي دالة متزايدة على مجموعة الأعداد الحقيقية، و بما أن خيار الشراء هو عكس خيار البيع يمكن القول أن الدالة العكسية للدالة الأسية هي الدالة اللوغاريتمية بطبيعة الحال، و هو ما يبرزه الشكل (2-18). كما أن كلا المنحنيين يقبلان خط مقارب هو القيمة الجوهرية للأموال الخاصة من منظور المساهمين، و قيمة الجوهرية للاستدانة و التي تمثل القيمة الاسمية مطروحا منها القيمة الزمنية الناجمة عن الاستحداث.

الجدول (2-2) : محاكاة تكلفة الإفلاس باستخدام نموذج BS1976 بتغيير قيمة AE و تثبيت بقية المتغيرات

| VAE       | d1             | N(d1)              | d2               | N(d2)              | Cf                 |
|-----------|----------------|--------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| 10        | -5,0354        | 0,999999762        | -5,110368        | 0,999999839        | <b>4,629648713</b> |
| 11        | -3,7646        | 0,999916581        | -3,839566        | 0,999938374        | <b>3,629664726</b> |
| 12        | -2,6044        | 0,995398425        | -2,679414        | 0,996312443        | <b>2,630919922</b> |
| 13        | -1,5372        | 0,937875127        | -1,612178        | 0,946538385        | <b>1,655147393</b> |
| 14        | -0,5491        | 0,70852185         | -0,624072        | 0,733709724        | <b>0,814609607</b> |
| <b>15</b> | <b>0,37083</b> | <b>0,355380836</b> | <b>0,2958333</b> | <b>0,383678683</b> | <b>0,282371792</b> |
| 16        | 1,23135        | 0,109096565        | 1,1563469        | 0,123769636        | <b>0,065161255</b> |
| 17        | 2,03968        | 0,020691341        | 1,9646752        | 0,024725919        | <b>0,009978702</b> |
| 18        | 2,80179        | 0,002541017        | 2,7267874        | 0,003197711        | <b>0,001043079</b> |

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على Microsoft Excel

نلاحظ من الجدول أن تكلفة الإفلاس في تراجع مع زيادة القيمة السوقية للأصل الاقتصادي، فحتى عند بلوغ قيمة الأصل الاقتصادي قيمة الاستدانة إلا أن تكلفة الإفلاس موجودة، و تقدر بـ 0.2823 مليون أورو، و هي تعادل حوالي 1.88% من قيمة الاستدانة.

ثانيا : قياس تكلفة الإفلاس حسب نظرية الخيارات في ظل وجود تكاليف للمعلومة

يسمح هذا النموذج بتحديد تكلفة الإفلاس مع الأخذ بالحسبان تكاليف المعلومة<sup>300</sup>؛ فُدم هذا النموذج من طرف Bellalah et Jacquillat (1995)؛ حيث تم تقسيم تكاليف المعلومة إلى نوعين الأول خاص بمعالجة المعطيات المتعلقة بالأصل محل التعاقد، و الثاني يتمثل في تكلفة إنتاج و إرسال المعلومة من طرف الشركة و هي أساس نظرية الإشارة<sup>301</sup>، و ذلك بناءً على العلاقة الرياضية التالية :

**1- الصيغة الرياضية لنموذج BJ 1995**

$$CFI = -V_{AE}.e^{(\lambda_{AE}-\lambda_{CP}).T}.N(-d1) + V_D.e^{-(R_{sr}+\lambda_{CP}).T}.N(-d2).....(2-51)$$

حيث :

$$d1 = \left[ \ln \left( \frac{V_{AE}}{V_D} \right) + (R_{sr} + \lambda_{AE} + 0.5 \sigma^2).T \right] / \sigma \sqrt{T} \dots(2-52)$$

$$d2 = d1 - \sigma.T \dots(2-53)$$

<sup>300</sup> Bellalah M., Jacquillat B., (1995), " **Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests**", Financial Review, August : 617-635.

<sup>301</sup> بخصوص نظرية الإشارة أنظر : عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي-الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة

الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04-2006، ص111.

CFI : تكلفة الإفلاس في حالة وجود تكاليف للمعلومة؛

$\lambda_{CP}$  : تكلفة المعلومة المتعلقة بقيمة الأسهم أو الأموال الخاصة.

$\lambda_{AE}$  : تكلفة المعلومة المتعلقة بالأصل الاقتصادي للشركة.

2- قياس تكلفة الإفلاس بمحاكاة قيمة الأصل الاقتصادي : بنفس الأسلوب المعتمد يمكن حساب قيمة خيار البيع في ظل وجود تكاليف للمعلومة للمثال السابق، و محاكاتها عند قيم مختلفة، و ذلك كما في نموذج BLACK-SCHOLES(BS)1973 . يصبح هذا النموذج في حالة انعدام كل من  $\lambda_{AE}$  و  $\lambda_{CP}$  لا يختلف عن سابقه<sup>302</sup>.

الجدول (2-3) : محاكاة تكلفة الإفلاس في ظل وجود تكاليف للمعلومة باستخدام نموذج B1995 بتغيير قيمة

AE و تكاليف المعلومة، و تثبيت بقية المتغيرات

| VAE       | N(d1)              | N(d2)             | Cf                | $\lambda_{AE}$ | $\lambda_{CP}$ | CFI               |
|-----------|--------------------|-------------------|-------------------|----------------|----------------|-------------------|
| 10        | 0,999999762        | 0,999999839       | <b>4,62964871</b> | 0              | 0              | <b>4,62964871</b> |
| 11        | 0,999904727        | 0,99992945        | 3,62966456        | 0,01           | 0              | 3,60213278        |
| 12        | 0,995398425        | 0,996312443       | 2,59452618        | 0              | 0,01           | 2,62435084        |
| 13        | 0,929288329        | 0,938888675       | 1,620567042       | 0,02           | 0,01           | 1,59032739        |
| 14        | 0,673310004        | 0,699885637       | 0,805064494       | 0,03           | 0,003          | 0,74122147        |
| <b>15</b> | <b>0,307072131</b> | <b>0,33390097</b> | <b>0,2738895</b>  | <b>0,04</b>    | <b>0,004</b>   | <b>0,23224765</b> |
| 16        | 0,081054489        | 0,092915425       | 0,060750108       | 0,05           | 0,005          | 0,04607792        |
| 17        | 0,012556007        | 0,015206282       | 0,008677003       | 0,06           | 0,006          | 0,00577586        |
| 18        | 0,001202197        | 0,001537592       | 0,00081556        | 0,07           | 0,007          | 0,00047204        |

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على Microsoft Excel

نستشف من الجدول أعلاه أولاً أن تكلفة الإفلاس في حالة عدم وجود تكاليف المعلومة متساوية مع تكلفة الإفلاس المحسوبة بالنموذج السابق، كما أن تكاليف المعلومة في علاقة عكسية مع تكلفة الإفلاس؛ لكن في حالة وجود تكلفة للمعلومة المتعلقة للأصل الاقتصادي بـ 7% و تكلفة للمعلومة المتعلقة بالأموال الخاصة (الأسهم) بـ 0.7% تكلفة الإفلاس انخفضت بحوالي النصف.

### ثالثاً : نموذج Myers 1977

في ظل فرض الكفاءة التامة للأسواق المالية، عدم وجود تكاليف الوكالة و الإفلاس، و عدم وجود ضرائب قام Myers ببناء نموده الذي يقدر قيمة المؤسسة الكلية بأنها عبارة عن قيمة مجموع الأصول الموجودة بها، و التي تتشكل من القيمة الحالية Va و قيمة الخيار<sup>303</sup> التي تترجم إمكانية النمو مستقبلاً.

<sup>302</sup> BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information, Op.cit, P7.

<sup>303</sup> يعتبر Myers من بين الأوائل الذين استخدموا مصطلح الخيار في المجال المالي.

تم بناء النموذج على فترتين  $t=0$ ,  $t=1$ ، المؤسسة في الفترة  $t=0$  ليس لديها استثمار، و لكن لديها خيار الاستثمار بمبلغ  $I$ ، في الفترة  $t=1$ ؛ فإذا تم تنفيذ الخيار فالاستثمار سيتحقق، و المؤسسة لديها أصل اقتصادي<sup>304</sup> بقيمة  $V(s)$  و  $S$  هي تاريخ التنفيذ. لكن في حالة عدم تنفيذ الخيار فلا وجود للاستثمار، و من ثمة لا وجود لفائض القيمة. افترض Myers في بداية الأمر أن التمويل تم كلية بالأموال الخاصة؛ ففي الفترة  $t=1$  عند تنفيذ الخيار تصدر المؤسسة أسهم؛ حيث يشترط أن تكون قيمة الاستثمار  $V(s)$  أكبر أو تساوي سعر تنفيذ الخيار  $I$ ، و من ثمة قيمة المؤسسة تكتب على الشكل التالي :

### 1- الصيغة الرياضية لنموذج Myers 1977

$$V = \int_s^{\infty} q(s)(v(s) - I) ds \dots (2 - 54)$$

حيث :  $q(s)$  : معامل التوازن (معامل الاستحداث) الذي يساوي بين دينار الزمن  $I$  و الزمن  $S$ .

تم بعد ذلك الأخذ في الحسبان التمويل بالاستدانة؛ حيث المؤسسة لا تستدين بدون مخاطرة لأنه في حالة عدم تنفيذ الخيار الديون ذات مخاطرة، و مبلغ التسديد هو  $P$ ، و اللجوء للاستدانة قد يخفض معدل المردودية المفروض، و منه نكون أمام حالتين<sup>305</sup> :

- حالة استحقاق الديون قبل اتخاذ قرار الاستثمار : تكون في هذه الحالة قيمة المؤسسة عبارة عن المجموع الجبري لقيمة الاستدانة و قيمة الأموال الخاصة، و نكتب :

$$V_D = \int_{sa}^{sb} q(s)(V(s) - I) ds + \int_{sb}^{\infty} q(s)P ds \dots (2 - 55)$$

$$V_E = \int_{sa}^{sb} q(s)(V(s) - (I + P)) ds \dots (2 - 56)$$

$$V = V_D + V_E = \int_{sa}^{sb} q(s)(V(s) - I) ds + \int_{sb}^{\infty} q(s)P ds + \int_{sb}^{\infty} q(s)(v(s) - (I + P)) ds \dots (2 - 57)$$

$$V = \int_{sb}^{\infty} q(s)(V(s) - I) ds \dots (2 - 58)$$

النتيجة المتوصل إليها في هذه الحالة استقلالية قيمة المؤسسة عن الهيكل المالي؛ الذي لم تظهر معالمته في التكامل فحتى تكلفة الإفلاس التي أشرنا لها في النقطة السابقة لم تظهر، فقيمة المؤسسة دالة تابعة لقرار الاستثمار.

<sup>304</sup> Michel Albouy et al, Les grands auteurs en finance, EMS, Paris 2003, P240.

<sup>305</sup> Idem.

- حالة استحقاق الديون بعد اتخاذ قرار الاستثمار

نكون في هذه الحالة أمام وجود تكلفة للإفلاس في حالة تنفيذ خيار الاستثمار؛ الذي سوف تكون القيمة بعده أقل من سعر الممارسة، و منه قيمة الاستدانة تكتب من الشكل :

$$V_E = \int_{sa}^{sb} q(s)Pds \dots (2 - 59)$$

لا تتغير قيمة السهم عن سابقتها، و قيمة المؤسسة سوف تنخفض بمقدار التكامل التالي :

$$V_E = \int_{sa}^{sb} q(s)(V(s) - I)ds \dots (2 - 60)$$

يعتبر هذا التفسير الذي قدمه Myers جد مهم بخصوص الهيكل المالي من خلال القراءة الخيارية للقرارات المالية، إلا أنه بقي بعيدا عن الواقع العملي في ذلك الوقت، أما بخصوص الإضافة في الواقع العملي فقد قدم نموذج الالتقاط التدريجي للتمويل.

**2- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل :** في مقال Myers et Majluf 1984 الذي لقي اهتماما من الكونغرس الأمريكي سمح باندفاع البحث في الهيكل المالي؛ تم في هذا المقال اقتراح نموذج بسيط، و بديهي انطلاقا من الواقع العملي يتمثل في ترتيب المؤسسات لسبل تمويلها كما يلي :

1- التمويل الذاتي؛

2- الديون؛

3- في حالات استثنائية التمويل بالأسهم.

بالرغم من أهمية هذه النتيجة و التي ليست بمجددة<sup>306</sup> حيث تناولتها الدراسة المالية في سنوات الستينيات (1960) وهي نتيجة تطبيقية، و لا يوجد لها سند نظري يسمح بتسجيلها في النظرية المالية المعاصرة<sup>307</sup>.

<sup>306</sup>Ibid P245.

<sup>307</sup> Idem.



### خلاصة الفصل

يولد نشاط المؤسسة احتياجات مالية متعددة تبعا للدورات الأساسية؛ فدورة الاستغلال يتولد عنها احتياج في رأس المال العامل للاستغلال بصفة دورية، و لأجل قصير، دورة الاستثمار يتولد عنها احتياج خارج الاستغلال عادة طويل الأجل و بمبالغ كبيرة خاصة عند بداية النشاط أو التوسع، دورة التمويل هي الجهة المقابلة لهذه الاحتياجات لكن قد يترتب عنها احتياجات كدفع توزيعات أو غيرها.

يوجد أمام المسير المالي محفظة من البدائل لتمويل الاحتياجات المالية؛ منها ما هو داخلي مثل التمويل الذاتي أو الرفع في رأس المال نقدا، و منها ما هو خارجي يتمثل في الاستدانة، هذه الأخيرة يمكن تقسيمها من ناحية الأجل إلى طويلة الأجل (القروض، السندات)، و قصيرة الأجل (الائتمان التجاري و المصرفي). عملية الاستدانة تسمى بالرفع المالي الذي يتحدد بجملة من العوامل أهمها : حجم المؤسسة، مردوديتها، دورة حياتها، هيكل أصولها، معدل نمو مبيعاتها، ... تسمى المحفظة التمويلية المختارة بالهيكل المالي، و المشكلة بناءً على مؤشرات أساسية أهمها الأثر الذي تتركه عملية الرفع المالي على مردودية المساهم و على درجة مخاطرتها، و تكلفة كل مورد.

تعرف تكلفة الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية المفروض الذي يعوض المساهم علاوة الزمن، و علاوة المخاطرة النظامية؛ التي يمكن قياسها بعدة كنموذج  $GS, MEDAF, APT$ ، أما تكلفة الاستدانة فهي سعر تكلفة الديون؛ و المتمثل في المصاريف المالية بعد استبعاد الاقتصاد في الضريبة. تكلفة رأس المال هي عبارة عن تكلفة المحفظة التمويلية المختارة متمثلة في المتوسط الحسابي المرجح بوزن كل عنصر في هذه المحفظة؛ تسمى هذه الطريقة بالطريقة غير المباشرة، أما الطريقة المباشرة فهي المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطرة و علاوة المخاطر النظامية مرجحة بـ  $\beta_{AE}$ ، هذه الأخيرة هي عبارة عن المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لكل من  $\beta_{CP}$  و  $\beta_D$ .

يعتبر المساهمون الأكثر تحملا للمخاطرة من الدائنين؛ و من ثمة فمعامل المردودية المفروض أكبر من تكلفة الاستدانة، لتخفيض تكلفة رأس المال لا بد من الرفع المالي، مما يعني مبدئيا الرفع المالي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، و من ثمة تعظيم قيمة المؤسسة؛ للإجابة على هذا الإشكال هناك عدة مقاربات نظرية حاولت تفسير هذا الاختيار، و تأثيره على قيمة المؤسسة؛ في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة حيث لا توجد تكاليف صفقات، و لا ضرائب، و لا تكلفة الإفلاس، و لا لوجود لصراع الوكالة ليس للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة؛ و هو ما خلصت إليه النظرية التقليدية لـ  $MM$ . أما في حالة وجود ضرائب يوجد تأثير وحيد؛ يتمثل في القيمة الحالية للوفرات الضريبية، و هو نتيجة النظرية الحديثة حيث يكمن الفرق بين قيمة المؤسسة المستدينة، و غير المستدينة في القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، و إذا زاد الفرق أو قل عن ذلك ففكرة المراجعة القائمة على استبدال الرافعة المالية للمؤسسة بالرافعة المالية الشخصية كفيلة بإعادة التوازن بين القيمتين.

بناءً على خلاصة النظرية الحديثة لتدنية تكلفة التمويل يعني زيادة الرفع المالي إلى التشبع، لكن هذا الرفع يتوقف عند حد معين أين يدق ناقوس مخطر الإفلاس، و هو ما ذهب إليه نظرية تكلفة الإفلاس التي خلصت إلى أن للرفع المالي تأثير سلبي من خلال بروز تكلفة لمخطر الإفلاس، و تأثير إيجابي هو الاقتصاد في الضريبة، و لا بد من المراجعة بينهما. نظرية الوكالة هي الأخرى فسرت تأثير الهيكل المالي من خلال تكاليف الرقابة التي تظهر بين الدائنين، المسيرين، و المساهمين، فزيادة الصراع الناجم عن طبيعة الهيكل المالي بإمكانه التأثير على الهيكل المالي، و من ثمة على قيمة المؤسسة.

قدمت النظريتان الأخيرتان تفسيراً ذو أهمية بالغة، لكن دون وجود كيفية أو طريقة لقياس تكلفة الإفلاس، و الوكالة، و هو ما ذهب إليه نظرية الخيارات؛ التي استطاعت أن تكمم تكلفة الإفلاس؛ باعتبارها قيمة خيار بيع أين الدائنين باعوا خيار بيع للمساهمين حين منحهم ديوناً .

الفصل الثالث : تأثير سياسة

توزيع الأرباح على قيمة

المؤسسة

(المقاربات النظرية و النماذج الرياضية)

## تمهيد

بعدها تم التعرف على قيمة المؤسسة، طرق تحديدها، و العوامل المؤثرة عليها في الفصل الأول ، تم تخصيص الفصل السابق إلى التعريف بالهيكل المالي، و مدى تأثير قرار اختياره على قيمة المؤسسة، نحاول في هذا الفصل التعريف بسياسة توزيع الأرباح، و تقديم حوصلة للمقاربات النظرية المفسرة لأثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بالتوزيعات، محدداتها، و بعض الدراسات في هذا الشأن في المبحث الأول، لننتقل فيما بعد إلى عرض محتوى مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في المبحث الثاني، أما على مستوى المبحث الثالث فسوف يتم تقديم بعض النماذج الرياضية المعتمدة لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

تعتبر التوزيعات النقدية أحد مكونات معدل المردودية الفعلي من جهة، و أحد التدفقات الخارجة من الخزينة و المحفظة للتمويل الذاتي من جهة أخرى، فهي إذا سلاح ذو حدين يعمل المسير على استخدامه بحد، من خلال المراجعة بين احتجاز الأرباح أو توزيعها من جهة، و المراجعة بين توزيعها في شكل نقدي أو في شكل أسهم .

## المبحث الأول : ماهية سياسة توزيع الأرباح

يفرز نشاط المؤسسة في كل دورة نتيجة محاسبية؛ قد تكون موجبة أو سالبة، كما قد تكون تدفقات نقدية أو مجرد تدفقات وهمية؛ هذه النتيجة في حالة ما إذا كانت تدفقات نقدية يمكن الاحتفاظ بها في شكل احتياطات كتمويل ذاتي، أو توزيعها على المساهمين. يحتوي هذا المبحث على ثلاث مطالب، الأول خصص لتحديد مفهوم الأرباح الموزعة، و عرض بعض الدراسات في هذا الشأن، أما الثاني تم فيه ضبط مختلف العناصر المؤثرة و المتأثرة في/ب سياسة توزيع الأرباح؛ و التي تم تقسيمها إلى عوامل المحيط الداخلي و عوامل من المحيط الخارجي. المطلب الثالث و الأخير تم فيه عرض مختلف بدائل و أشكال التوزيعات .

### المطلب الأول : مفهوم الأرباح الموزعة (مقسوم الأرباح)،

نحاول في هذا المطلب قبل الحديث عن توزيع الأرباح، و مختلف سياسات التوزيعات عرض بعض الدراسات التطبيقية على مستوى بعض دول العالم (العربية و غير العربية)، وذلك بطبيعة الحال بعد تقديم مفهوم مقسوم الأرباح و الذي نستعمل به هذا المطلب.

#### أولاً : مفاهيم حول التوزيعات

توجد عدة مفاهيم للأرباح الموزعة الأرباح نوجز بعضها في النقاط التالية :

- التوزيعات هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة و سيولتها.
- تعرف التوزيعات على أنها توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، و أن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة.
- وقد ورد مفهوم الأرباح الموزعة في (the Random House Dictionary of the English Language) على أنه<sup>308</sup> مجموعة النقود المدفوعة إلى حملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح؛ ويدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباحاً حالية ، أو أن يتم دفعة من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة .

يتضح من المفاهيم الثلاث أن كل منها اعتبر التوزيعات جزء من الأرباح، لكن الأول و الثاني خصا التوزيعات بصفة النقدية، على عكس المفهوم الثاني الذي اعتبرها توزيع للملكية في وقت محدد، و منه يمكن تقديم تعريف موجز، و شامل للتوزيعات و هو :

التوزيعات هي جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على الملاك، بعد موافقة الجمعية العامة، على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي أو عيني (أسهم)؛ هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورة/دورات سابقة، لتلبية احتياجات الملاك أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الأجنبية (الاستدانة) .

<sup>308</sup> المحاسب العراقي

## المطلب الثاني : علاقة التأثير و التأثير بين سياسة توزيع الأرباح و متغيرات المحيط الداخلي و الخارجي

تأخذ الجمعية العامة عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح في الحسبان جملة من الاعتبارات التي تحكمها، هذه الاعتبارات تختلف حسب طبيعتها إلى اعتبارات خارجية المنشأ، و أخرى داخلية المنشأ؛ مثل الاعتبارات القانونية، التعاقدية، و الاقتصادية، و هذا ما سوف تناقشه في النقطة الموالية.

أولا : تأثير متغيرات المحيط الداخلي و متغيرات المحيط الخارجي على سياسة توزيع الأرباح

### 1- متغيرات ذات طبيعة قانونية

تختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر، و من زمن إلى آخر، فبعض القوانين تنص على عدم توزيع أرباح ناتجة عن التنازل عن أصول؛ لأن التوزيع بهذا الشكل هو عبارة عن توزيع للأموال المستثمرة في المؤسسة<sup>309</sup>، و تأكل للأصول، و تركز القوانين في هذا الخصوص على ثلاث قواعد رئيسية و هي :

○ قاعدة صافي الأرباح *the net profit rule* و توضح أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية، و الماضية الصافية.

○ قاعدة إضعاف قيمة رأس المال *the capital impairment rule* لحماية ودائع الدائنين قد يشترط عدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة؛ بغية تدعيم صافي المركز المالي للمؤسسة. لذلك تمنع توزيع الأرباح من رأس المال حماية للمقرضين؛ و يعرف رأس المال على أنه المبلغ الأصلي المدفوع من حملة الأسهم و الذي يظهر في الميزانية في شكل الأسهم العادية؛ كما يعرف على أنه القيمة الاسمية للأسهم العادية و الذي يمثل القيمة المكتوبة على وجه شهادة الأسهم .

○ قاعدة الإعسار المالي *the insolvency rule* تعني عدم توافر نقد يمكن المؤسسة من دفع ديونها (مطلوباتها) في مواعيدها، و العسر المالي يكون على نوعين :

✓ عسر مالي في؛

✓ عسر مالي حقيقي .

يتجلى العسر المالي الفني في أنه ليس لدى المؤسسة نقد يكفي لسداد التزاماتها، و سد حاجاتها في فترة معينة؛ و لكن تستطيع بعد ذلك تجاوز هذه المحنة و سداد التزاماته إذا أعطيت الوقت الكافي من خلال تحويل بعض الأصول إلى نقد، و سداد تلك الالتزامات؛ أما العسر المالي الحقيقي فيعني أن المؤسسة لن تستطيع الوفاء بالتزاماتها حتى لو أعطيت الوقت الكافي لذلك، و بيع أصولها لا يكفي لسداد التزاماتها، و من ثمة يشهر إفلاسها.

<sup>309</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 349.

## 2- متغيرات ذات طبيعة تعاقدية

تتضمن الملخصات الوقائية غالبا في عقد السند أو اتفاقية القرض قيود على توزيعات الأرباح، و يستخدم الدائنون هذه القيود للمحافظة على قابلية المؤسسة على تسديد الدين؛ إن مثل هذه القيود التي توضع لحماية الدائنين؛ غالبا ما تنص على أن الأرباح الموزعة تتم من خلال الأرباح التي تحققت بعد توقيع عقد الدين، أي أن الأرباح التي توزعها المؤسسة تكون من تلك التي تتحقق في المستقبل، و ليس من الأرباح المحتجزة، و منه فسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تتأثر بشكل كبير عندما تكون مثل هذه القيود موضع التنفيذ لأنها تحد من حرية الإدارة في إتباع سياسة توزيع قد تتعارض مع هذه القيود المفروضة من قبل الدائنين، و تدخل تحت هذا العنوان الشروط الخاصة بالقروض، كما قد تنص بنود عقد القرض على بعض الشروط التي تحد من التوزيعات النقدية للأرباح<sup>310</sup> بعد منح القرض، أو قد تنص كذلك بنود العقد على شروط معينة مثل نسبة تغطية الأرباح للفوائد المستحقة أو مؤشرات أمان أخرى... .

## 3- متغيرات ذات طبيعة اقتصادية : تتضمن جملة من العوامل أهمها :

**3-1 النمو :** تستلزم متطلبات التوسع بمختلف أنواعها قيام المؤسسات بحشد إمكانياتها المالية؛ و هذا بدوره يتطلب قيام المؤسسة بتوفير الأموال اللازمة لذلك التوسع؛ حيث الاعتماد على مصادر تمويل ذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية في بعض الحالات، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى قيامها باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، و لجوئها إلى حجز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من اللجوء إلى الاقتراض، و فوائده، و آجال تسديده، و مخاطره لاسيما إذا ما كانت تلك الأرباح المحتجزة كافية لهذه العمليات .

تتأثر سياسة توزيع الأرباح في الواقع العلمي كثيرا بمدى توفر فرصة للنمو، و التوسع، و بإمكانية توفير الأموال لذلك وقد أدت هذه الحقيقة إلى تطوير سياسة توزيع الأرباح المتبقية (الفضلة) "Residual dividend policy" التي تنص على أن المؤسسة ينبغي أن تتبع الخطوات الآتية عندما تقرر مقدار الأرباح التي سيتم توزيعها كمقسوم أرباح دوري :

- أولا: تحديد موازنة رأس المال السنوي المثلى؛
- ثانيا : تحديد رأس المال المطلوب لتمويل تلك الموازنة؛
- ثالثا : توزيع الأرباح فقط في حالة توافر أرباح أكثر من المطلوب لدعم الموازنة رأس المال المثلى؛

**3-2 توافر السيولة النقدية :** تعد سيولة المؤسسة أمرا أساسيا في الكثير من قرارات توزيع الأرباح، بينما تمثل التوزيعات تدفق خارج فإنه كلما كان النقد متوفرا و السيولة الكلية للمؤسسة أكبر؛ كانت قابليتها على دفع التوزيعات أكبر. إن الأرباح التي تحتفظ بها المؤسسات كأرباح محتجزة ( والتي تظهر في الجنب الأيسر في الميزانية) عادة ما تستثمر<sup>311</sup> في أصول مطلوبة لإدارة المؤسسة، و أن الأرباح التي تحققها قد لا تحتفظ بها بشكل نقدي سائل؛ فقد تقوم باستخدامها لأغراض إنشاء مبنى للمؤسسة، أو لشراء آلات، أو أية أصول أخرى، و بالتالي قد لا تستطيع توزيع أرباح بسبب انخفاض حجم السيولة

<sup>310</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 233.

<sup>311</sup> نفس المكان.

لديها؛ إذا فالسيولة تحد من التوزيعات النقدية، و البديل قد يكون التوزيع في شكل عيني أو الاقتراض<sup>312</sup>. المؤسسات التي تكون في مراحل النمو عادة في أشد الحاجة إلى الأموال لتمويل احتياجاتها، و يشير كثير إلى الاحتفاظ بالنقد له ثلاثة دوافع هي :

|                      |                  |
|----------------------|------------------|
| Transactions Motive  | 1. دافع العمليات |
| Precautionary Motive | 2. دافع الاحتياط |
| Speculative Motive   | 3. دافع المضاربة |

يشير دافع العمليات إلى وجود نقدية كافية لتسديد الالتزامات الناشئة عن عمليات المؤسسة؛ مثل شراء مواد أولية، دفع رواتب، و يتوقف حجم النقدية لمواجهة هذا الدافع على حجم المؤسسة ومدى الاستقرار في تدفقها النقدية، و يقصد بدافع الاحتياط الاحتفاظ بقدر معين من النقدية لمواجهة التدفق النقدي غير المتوقع، أما دافع المضاربة فيمثل قدرة المؤسسة في الاحتفاظ بقدر معين من النقد يمكنها من اغتنام فرص الربح الممكنة إذا ما حدثت في وقت مفاجئ.

**3-3 سقف الأرباح المحجوزة :** قد يفرض قانون الضرائب سقف محدد للأرباح المحجوزة، أو نسبة محددة كإجراء للحد من المبالغة في الأرباح المحتجزة التي قد تأخذ<sup>313</sup> منحى التهرب الضريبي من الضرائب على التوزيعات؛ و التي عادة ما تخضع للاقتطاع من المنبع كما في الجزائر على سبيل المثال.

**3-4 الهيكل المالي للمؤسسة :** إذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف؛ مما قد يجد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة؛ فالمؤسسة ذات نسبة الرفع المالي المنخفض يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي و يُفرض عليها الاعتماد على الموارد الداخلية في حين بلوغها النسبة الحرجة من الاستدانة<sup>314</sup>؛ و هو ما يؤثر على التوزيعات المدفوعة.

**3-5 تكلفة الصفقات :** توجد تكلفة للصفقات في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية؛ منها تكلفة إصدار أسهم جديدة، فعندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة فهي تفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، هذه الأخيرة تكون ذات تكلفة أكبر في حالة وجود تكلفة للصفقات؛ مما يفرض على المؤسسة تخفيض معدلات التوزيع .

**3-6 درجة الرغبة في السيطرة و الرقابة على المؤسسة :** تؤدي التوزيعات المدفوعة في شكل أسهم جديدة إلى تشتت الملكية لاسيما عند دخول مساهمين جدد من جهة، و من جهة أخرى فإذا كانت الإدارة مسيطرة على المؤسسة<sup>315</sup> فإنها تستخدم التوزيعات أداة للحفاظ على هذه الميزة؛ عن طريق دفع توزيعات في شكل أسهم لحصتها، و في شكل نقدي لبقية المساهمين مما يؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة حصة مجلس الإدارة و منه دوام السيطرة .

<sup>312</sup> نفس المكان.

<sup>313</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 348.

<sup>314</sup> أنظر الفصل الثاني .

<sup>315</sup> كما لاحظنا في الدراسة الخاصة بحوكمة الشركات في كندا أنظر الفصل الأول.

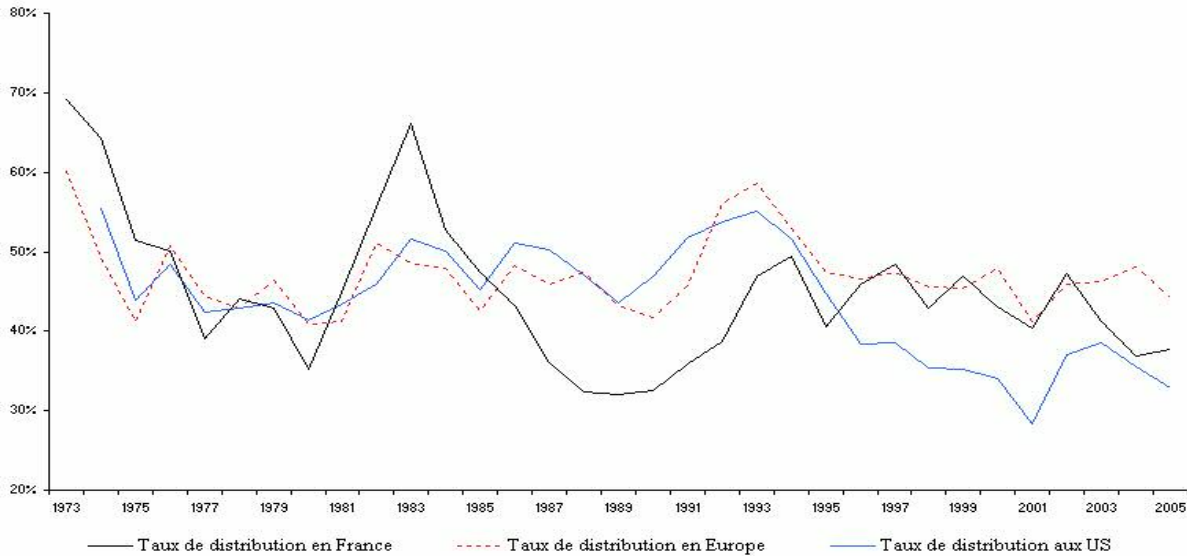
**7-3 مردودية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة :** إذا كانت المؤسسة مقبلة على الاستثمار في مشاريع معينة و تريد تمويل هذه المشاريع عن طريق الأرباح المحجوزة فلا بد أن يكون معدل مردودية هذه المشاريع أكبر من تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة<sup>316</sup> ، و إذا تم الاحتجاز في حالة عكس ذلك يكون هناك تدمير للقيمة .

**8-3 الضرائب الشخصية :** تخضع مردودية المساهم إلى ضريبة تختلف باختلاف مكونات المردودية، ففي بعض الدول تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أكبر من الضريبة على فوائض القيم<sup>317</sup> ، مما يجعل المساهمين يفضلون حجز الأرباح بدلا من توزيعها و من ثمة طبيعة الحال يستجيب المسير المالي لرغبات المساهمين في ظل فرضية عدم تعارض المصالح .

**9-3 الضرائب على أرباح الشركات :** تعتبر تكاليف القروض من بين المصاريف القابلة للخصم من قبل الإدارة الجبائية على عكس التوزيعات التي لا يمكن خصمها كتكاليف و من ثمة في ظل وجود ضرائب تلجأ الإدارة إلى الرفع المالي بدلا من الرفع في رأس المال و في ظل عدم وجود ضرائب على أرباح الشركات تفقد القروض الميزة الضريبية لها<sup>318</sup> .

**10-3 السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة :** تلجأ بعض المؤسسات إلى معرفة معدل توزيع القطاع التي تنتمي إليه أو معدل نمو هذه المعدلات، لأن إتباع سياسة مماثلة للقطاع يحمل في طياته مبرر الاختيار<sup>319</sup> ، هذا من جهة، و من جهة أخرى معدلات توزيع السوق المالي؛ فإذا اطلعنا مثلا إلى الأسواق المالية الأوروبية و الأمريكية نجد هناك ارتباط كبير في المعدلات و هو ما يبرزه الشكل التالي :

الشكل (1-3) : معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية و المنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973-2005 .



Source : P.vernimmen, OP.cit, P 802.

<sup>316</sup> أنظر تكلفة الأرباح المحتجزة في الفصل الثاني.

<sup>317</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 205 .

<sup>318</sup> بخصوص الضريبة على أرباح الشركات و على الدخل في الكويت و في بعض دول العالم انظر الملحق رقم ..

<sup>319</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 348.



نلاحظ من الشكل (3-1) أن معدل توزيع الأرباح بلغ أقصاه سنة 1973 في كلتا المنطقتين الأوروبية و الأمريكية حيث بلغ حوالي 60%، و يعود السبب الرئيسي إلى النتائج السلبية المحققة في هذه السنة<sup>320</sup>؛ حيث غيرت المؤسسات من سياسة توزيع الأرباح، أما من ناحية العلاقة بين المنطقتين فنلاحظ أن هناك ارتباط بين معدل التوزيعات في الولايات المتحدة الأمريكية و أوربا قبل سنة 1995، بعد هذه السنة كان هناك تباين بين المعدلين، و لوحظ أن معدل التوزيعات في فرنسا ذو ارتباط قوي نوعا ما خلال الخمس سنوات الأولى، و في السنوات الأخيرة مع المعدل الأوروبي، في حين كان الارتباط ضعيفا و في نفس الاتجاه خلال السنوات الوسطى.

### 3-11 الوضعية الإستراتيجية للمؤسسة :

تعتبر المؤسسة من المنظور الاقتصادي أداة صناعية؛ هذه الأداة لها دورة حياة تبدأ بالانطلاق، و تنتهي بالزوال مروراً بمرحلتى النمو و النضج، و تتصف كل مرحلة من هذه المراحل بخصائص مالية تكون تبعا للوضعية التنافسية للمؤسسة في السوق، و نموها؛ و هي كالتالي :

✓ **مرحلة الانطلاق** : تكون المصاريف في بداية نشاط المؤسسة مرتفعة لاسيما الثابتة منها؛ حيث المنتج غير معروف عند المستهلك مما يتطلب تكاليف إشهار، و منه تحقيق نتائج ضعيفة أو سالبة، كما تتميز الخزينة في هذه المرحلة بالعجز .

**مرحلة النمو** : تتميز هذه المرحلة بنمو في حجم النشاط، و تحسن في النتائج بسبب تغطية التكاليف الثابتة الناجم عن وفورات الحجم، يتولد لدى المؤسسة نتيجة لهذا النمو احتياجات مالية، و استهلاك كبير للسيولة، مما يدفع المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية خاصة الخارجية؛ التي تتميز بتكلفة أقل خاصة في بداية حياة المؤسسة أين تكون الاستثمارات حديثة و هي بمثابة ضمان للدائنين، كما يسود هذه المرحلة استهلاك للسيولة.

✓ **مرحلة النضج** : تتميز هذه المرحلة بالاستقرار في معدلات النمو الإيرادات ؛ كون السوق في حالة تشبع بالمنتج مما يستوجب إقامة حملات إشهارية؛ مما يزيد في التكاليف بنسب قليلة، أما عن الاحتياجات المالية فهي انخفاض تدريجي؛ أي نمو في السيولة مما يستدعي البحث عن فرص لتوظيف هذا فائض .

✓ **مرحلة الزوال** : هي بداية زوال المنتج، و آخر حلقة في حياة المؤسسة<sup>321</sup> بنشاطها الحالي، حيث يسودها تراجع في الحصة السوقية للمؤسسة، و تدهور في رقم الأعمال؛ مما يستوجب البحث عن منتجات أو أسواق أخرى و إيفالتنازل عن الأصول؛ و هو ما يجعل الخزينة في حالة فائض.

تبدو مؤشرات جدول قيادة المؤسسة Tableau de bord من خلال المراحل الأربعة السابقة لدورة حياة المؤسسة لها علاقة كبيرة بسياسة التوزيعات، لكن السؤال المطروح ما علاقة هذا التشخيص الاستراتيجي بسياسة توزيع الأرباح؟ تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار قائم على المفاضلة بين الاحتفاظ بالأرباح من أجل إعادة استثمارها أو توزيعها في شكل نقدي أو في أشكال أخرى؛ هذا القرار هو دالة تابعة خصوصا للسيولة، الأرباح، للاستثمارات و للاستدانة؛ هذه العوامل تقع في المقدمة في جدول القيادة، و المراحل التي تتميز باستهلاك للسيولة، و زيادة في الاستثمارات تحد من التوزيعات النقدية (الانطلاق، النمو)، على عكس المراحل الأخرى، و التي تشجع على الدفع أين تكون السيولة متوفرة، و الاستثمارات منخفضة (النضج، الزوال).

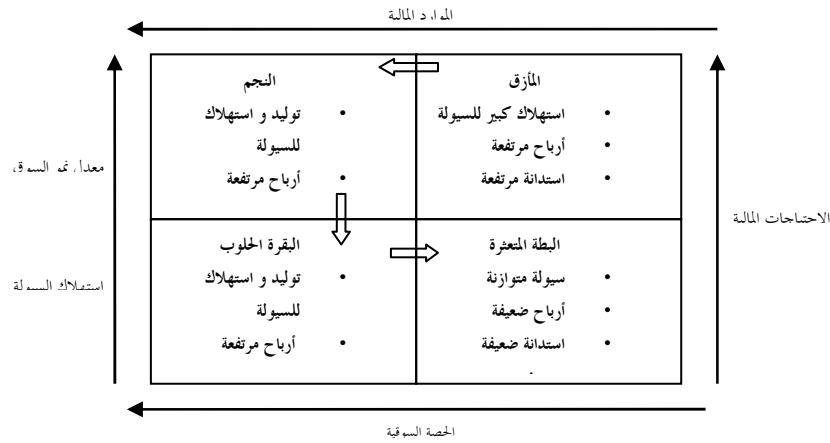
<sup>320</sup> P.vernimmen, OP-cit, P 802.

<sup>321</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص55.

تم إعداد مصفوفة BCG من قبل مكتب المجموعة الاستشارية لبوسطن، و ذلك بالاعتماد على عنصرين أساسيين و هما الحصة السوقية، و معدل نمو السوق لسلة أو محفظة من المنتجات بالمؤسسة، و من ثمة استخلاص الخصائص المالية لكل وضعية حيث تسمح هذه الأداة باتخاذ القرارات الناجمة تبعاً لكل مرحلة لاحقة، فمن مرحلة المأزق تنتقل الوضعية إلى موقع النجم و من ثمة إلى موضع البقرة الحلوب ثم إلى وضعية البطة المتعثرة .

تشبه هذه السيرورة إلى حد كبير دورة الحياة؛ لكن مع أخذ عاملين أساسيين هما الحصة السوقية و معدل النمو، بالرغم من الأهمية التي تكتسبها هذه الأداة إلا أن لها عيوب بصفة خاصة، و للتحليل بالمصفوفات بصفة عامة أهمها أنه مهما كثرت خاناتها؛ فهي تقوم على متغيرين، فكما قال Williamson : " لقد فعلت المصفوفات بالمؤسسات الأمريكية ما لم تفعله بها المنافسة اليابانية "322.

لإبراز هذا التشخيص، و علاقته بسياسة توزيع الأرباح نعرض الوضعية المالية للمؤسسة بالاعتماد على مصفوفة BCG .  
الشكل (2-3) : تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مصفوفة BCG .



المصدر (بتصرف) : إلياس بن ساسي يوسف قريشي، مرجع سابق، ص57.

تبدو المحددات الداخلية للتوزيعات من الشكل أعلاه؛ ففي حالة عدم وجود استثمارات من المفروض لا داعي لاحتجاز الأرباح (عدم دفع توزيعات)، خاصة في ظل توفر السيولة و أرباح مرتفعة، و هي الحالة التي تسود كل من وضعية البقرة الحلوب و البطة المتعثرة .

ليس من السهل دفع توزيعات نقدية في حالة وجود استهلاك كبير للسيولة مع استثمارات مرتفعة؛ و هي الحالة التي تميز وضعية كل من المأزق بشكل خاص، و وضعية النجم. يبدو مما سبق أن للوضعية الإستراتيجية للمؤسسة تأثير مهم على سياسة توزيع الأرباح بصفة عامة، و النقدية منها بصفة خاصة.

بعد عرض العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح، سواء كانت من المحيط الداخلي أو من المحيط الخارجي، يمكن التساؤل عن انعكاسات (التغذية الرجعية Feed back) سياسة توزيع الأرباح على المستويين الجزئي، و الكلي، و هو السؤال المطروح الذي سوف نناقشه في النقطة الموالية.

322 عبد المليك مزهودة، التسيير الإستراتيجي مقاربات مفهومية و تحديات التنافسية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد

## ثانيا : تأثير سياسة توزيع الأرباح على متغيرات المحيط الداخلي و متغيرات المحيط الخارجي

يوجد لسياسة توزيع الأرباح انعكاسات ذات طبيعة داخلية تتعلق بالمؤسسة، و أخرى خارجية تتعلق خصيصا ببعض المتغيرات الكلية؛ و أهم هذه الانعكاسات تكون :

**1- على سيولة الاقتصاد :** تؤدي عملية دفع التوزيعات في شكل نقدي إلى زيادة السيولة في يد المستثمرين، فلو قامت المؤسسات المسعرة بدفع توزيعات نقدية جد مرتفعة فسوف ترتفع السيولة في السوق المالي، كما يمكن تصور هذا التأثير من الجهة المقابلة فلو امتنعت بحمل المؤسسات عن دفع توزيعات نقدية أو دفع توزيعات في شكل أسهم مجانية فسوف يؤثر هذا الإجراء على سيولة السوق.

**2- على سعر الفائدة :** تؤدي التوزيعات المدفوعة نقدا إلى تخفيض أسعار الفائدة؛ بسبب طبيعة العلاقة العكسية الموجودة بينها و بين العرض النقدي، فمن خلال زيادة العرض النقدي الناجم عن التوزيعات النقدية المهمة لمجموعة كبيرة من المؤسسات يتراجع سعر الفائدة.

**3- على الاستثمار :** يؤدي تراجع سعر الفائدة إلى زيادة الاستثمار؛ بسبب انخفاض تكلفة أحد مصادر التمويل، و من جهة أخرى تتراجع تكلفة التمويل أي زيادة إنشاء القيمة و من ثمة ارتفاع قيمة المؤسسة المستدينة.

**4- على الاستهلاك :** تعتبر التوزيعات المدفوعة أحد مكونات دخل الفرد (معدل المردودية الفعلي)؛ فطبيعة العلاقة الطردية بين الدخل و الاستهلاك؛ قد تؤدي زيادة التوزيعات النقدية إلى التأثير على الاستهلاك (خاصة عند المتقاعدین)، نتيجة لعلاقة الارتباط، و التأثير و التأثير بين المتغيرات الاقتصادية و المالية الكلية<sup>323</sup> يمكن استخلاص أثر زيادة الكمية المعروضة من النقد على باقي المتغيرات الأخرى.

**5- على صراع الوكالة :** قد يؤدي دفع توزيعات نقدية معتبرة إلى تهديد أو فزع الدائنين؛ مما يؤدي بهم إلى القيام برقابة لحماية مصالحهم، و من ثمة زيادة تكلفة الوكالة التي سوف يتحملها الملاك بطريقة غير مباشرة في نهاية المطاف، هذا الصراع بين الدائنين و المساهمين، أما الصراع فيما بين المسيرين و المساهمين؛ ففي حالة دفع توزيعات مجانية للأسهم أعضاء مجلس الإدارة، و أسهم نقدية لباقي الأسهم سوف يفهم الملاك بأن هناك نوايا لا بد من البحث عنها، و منه تظهر تكاليف الوكالة للأموال الخاصة<sup>324</sup>.

<sup>323</sup> أنظر Isabelle PRAS, Existence d'une relation d'équilibre entre variables économiques et variables financières sur le marché français, in cahiers de recherche n°9905, Université Paris IX Dauphine

<sup>324</sup> أنظر الفصل الثاني.

6- على المحتوى المعلوماتي : تستخدم سياسة توزيع الأرباح في بعض الأحيان كوسيلة لنقل معلومة véhicule عن الصحة المالية للمؤسسة إلى السوق المالي؛ و إذا كانت هذه المعلومة خاطئة فسوف تكبد المؤسسة خسائر، و هذا بطبيعة الحال وفقا لنظرية الإشارة<sup>325</sup>.

7- على الهيكل المالي : يؤدي دفع التوزيعات في صورة أسهم إلى تغيير الهيكل المالي للمؤسسة، حيث دفع توزيعات يعني تراجع التمويل الذاتي، و بخصوص الواقع العملي فسوف نختبر هذا التأثير<sup>326</sup>.

8- على معدل المردودية المطلوب : تعتبر التوزيعات أحد مكونات المردودية الفعلية (فائض القيمة + التوزيعات) فزيادتها تعني زيادة المردودية، أما بخصوص معدل المردودية المطلوب قد تؤثر عليه<sup>327</sup>.

9- على قيمة المؤسسة : قد يؤدي دفع توزيعات إلى التأثير على قيمة المؤسسة في السوق المالي، و يكون ذلك من خلال التأثير على تكلفة رأس المال، و قد خصص الباحثين الثاني و الثالث من هذا الفصل لمناقشة الجدول، كما تم اختيار ذلك في دراسة الحالة .

### المطلب الثالث : بدائل و أشكال الأرباح الموزعة

بعدما تم التعريف بالتوزيعات و أهم العوامل المؤثرة عليها و الآثار المترتبة عنها على المستويين الجزئي و الكلي، توجد خيارات لدى المؤسسة في دفع التوزيعات النقدية، فقد توزع أرباحها كلية، أو لا تقوم بدفع أي توزيعات، أو غير ذلك. نلمس تباين في هذه الخيارات من منطقة لأخرى؛ فعلى المستوى الأوروبي نعرض الجدول الموالي الذي يبرز نسبة التوزيعات. الجدول (1-3) : معدل توزيع الأرباح لسنة 2004 لبعض المجمعات الأوروبية المسعرة بالبورصة.

| 0%<d<20%           | 20%<d<30% | 30%<d<40%         | 40%<d<50% | 50%<d<100%     |     |                      |     |                  |      |
|--------------------|-----------|-------------------|-----------|----------------|-----|----------------------|-----|------------------|------|
| Alcatel            | 0%        | Repsol            | 22%       | Essilor        | 31% | Casino               | 41% | RWE              | 51%  |
| Cap Gemini         | 0%        | Peugeot           | 22%       | Michelin       | 32% | Société Générale     | 42% | British Telecom  | 51%  |
| JC Decaux          | 0%        | SAP               | 22%       | Hermès         | 33% | AGF                  | 44% | Veolia           | 51%  |
| Ryanair            | 0%        | Italcementi       | 23%       | BNP Paribas    | 33% | E.ON                 | 45% | Deutsche Telekom | 56%  |
| Aviva              | 5%        | Bonduelle         | 23%       | L'Oréal        | 34% | Air Liquide          | 45% | Bulgari          | 57%  |
| Porsche            | 10%       | Havas             | 24%       | Lafarge        | 34% | PPR                  | 45% | TF1              | 58%  |
| Air France - KLM   | 11%       | Heineken          | 25%       | Natexis        | 35% | BASF                 | 46% | Suez             | 59%  |
| Groupe Partouche   | 15%       | Lagardère         | 26%       | LVMH           | 36% | Endesa               | 46% | ASF (Autoroutes) | 60%  |
| Faurecia           | 16%       | Pierre & Vacances | 26%       | Carrefour      | 37% | Telefónica Móviles   | 47% | DaimlerChrysler  | 64%  |
| STMicroelectronics | 16%       | Philips           | 26%       | Fortis         | 37% | Bayer                | 47% | Electrabel       | 64%  |
| Heidelberg Cement  | 17%       | Christian Dior    | 29%       | Banca Intesa   | 37% | Energias de Portugal | 49% | Telefónica       | 64%  |
| Delhaize           | 17%       | Vinci             | 29%       | Dexia          | 38% | Vivendi Universal    | 49% | Telecom Italia   | 67%  |
| Galerias Lafayette | 18%       | Acerinox          | 29%       | Beiersdorf     | 38% | Mobistar             | 50% | Belgacom         | 75%  |
| BMW                | 19%       | Thyssenkrupp      | 30%       | Danone         | 40% | Royal Dutch          | 50% | Areva            | 75%  |
| Allianz            | 19%       | EADS              | 30%       | France Télécom | 40% | Nokia                | 50% | Pages Jaunes     | 100% |

Source : Ibid. , P 801.

<sup>325</sup> سوف نناقش محتوى هذه النظرية في المبحث الثاني من هذا الفصل.

<sup>326</sup> أنظر الفصل الرابع دراسة حالة .

<sup>327</sup> أنظر نموذج MEDAFD في نهاية هذا الفصل.

نستشف من الجدول أن هناك تباين في معدلات التوزيع على مستوى الواقع العملي؛ و هو ما يقودنا إلى تحديد البدائل أو خيارات التوزيعات النقدية و هو ما تضمنته النقاط التالية :

### أولا : بدائل التوزيعات النقدية

يوجد بخصوص دفع التوزيعات النقدية أربعة بدائل أو خيارات شائعة؛ فقد يتم توزيع مجمل الأرباح أو الامتناع عن دفع توزيعات، أو انتهاز سياسة التوزيعات الباقية أو المستقرة و فيما يلي عرض لهذه البدائل؛

#### 1- سياسة توزيع مجمل الأرباح (سياسة 100% توزيعات)

قدم Rubner 1966 مقارنة في هذا المضمار، و رأى فيها بأن من صالح المؤسسات أن توزع ما مقداره 100% من الأرباح؛ حيث أن المساهمين يفضلون استلام أكبر قدر ممكن من التوزيعات<sup>328</sup>، لكن في الواقع العملي هذه المقاربة تبقى محدودة الاستعمال؛ فمثلا في العينة الأوروبية المعروضة في الجدول السابق نلاحظ أن هذا البديل لم يتجاوز استخدامه في أكثر من شركة واحدة لعينة من 97 شركة مسعرة؛ و لم يتعدى بذلك نسبة 1.1%، و هذا البديل ليس مشجعا من ناحية الجباية، ولا من ناحية المسيرين.

#### 2- سياسة التوزيعات الباقية

يتم عادة اختيار البديل ذو القيمة الحالية الصافية الموجبة<sup>329</sup> ( $VAN > 0$ ) عند دراسة البدائل الاستثمارية، فوفق هذا المعيار<sup>330</sup> تعتبر سياسة التوزيع دالة تابعة للاستثمار، فالمسير يحدد حجم الاستثمار، ثم الاحتياج المالي، و الغطاء المالي لهذا الاحتياج، و من ثمة توزيع ما بقي في شكل توزيعات على المساهمين. بافتراض ثبات العوامل الأخرى، تبقى التوزيعات غير مستقرة نتيجة لأثر الاستثمار، فزيادة حجم الاستثمار يؤدي إلى تراجع في التوزيعات و العكس صحيح<sup>331</sup>. كما أنه يمكن السير على نهج هذه النظرية، مع العمل على تحقيق استقرار في التوزيعات حتى باللجوء للاستدانة.

#### 3- سياسة عدم دفع توزيعات (سياسة 0% توزيعات)

توصل كل من Clarkson et Elliot 1966 إلى أن التوزيعات تعتبر ترف بالنسبة لكل من المسيرين و المساهمين، فلا داعي لإجراء توزيعات<sup>332</sup>. هذه السياسة في الواقع العملي نادرا ما تلجأ إليها المؤسسات؛ فمثلا في العينة الأوروبية المعروضة في الجدول أعلاه نلاحظ أن هذا البديل لم يتجاوز استخدامه في أكثر من أربعة 4 مؤسسات لعينة من 97 شركة مسعرة أي لم تتعدى نسبة 4.5% من إجمالي المؤسسات.

<sup>328</sup> BELLALAH Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information**, cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX Dauphine. PP 1-22.

<sup>329</sup> Idem.

<sup>330</sup> تسمى بنظرية الفائض Residual Theory of Dividend، و لمزيد من التفصيل حول هذه النظرية أنظر: هندي، الفكر الحديث، ص338.

<sup>331</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 338.

<sup>332</sup> BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d Entreprise**, 2 édition, Economica, Paris, 2003, P124.

#### 4- سياسة التوزيعات المستقرة

برفض فرضية توزيع مجمل الأرباح و فرضية عدم دفع توزيعات؛ أين يتم دفع نسبة معينة من التوزيعات، لاحظ الباحثون<sup>333</sup> أن المسيرين يولون أهمية بالغة لتوزيعات السنوات السابقة، لذلك عادة ما يضعون معدل توزيع مستهدف؛ لكن السؤال المطروح حول الاستقرار هنا يخص القيمة المطلقة للتوزيعات، أم لمعدل التوزيعات، أم يخص ماذا؟ للإجابة على هذا التساؤل يأخذ الاستقرار ثلاثة أشكال<sup>334</sup> و هي :

#### 1-4 استقرار توزيعات السهم الواحد DPA

نعني بالاستقرار هنا الاستقرار في معدل نصيب السهم الواحد من سنة لأخرى أو حتى استقرار القيمة سنة لأخرى.

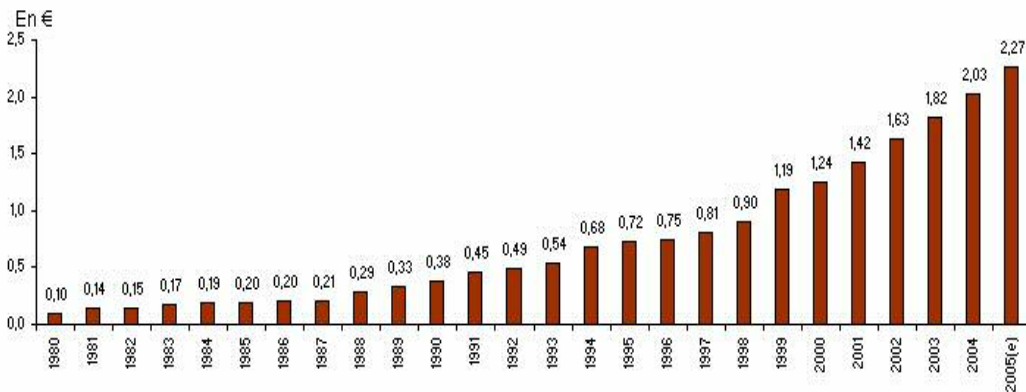
#### 2-4 استقرار نسبة الأرباح الموزعة

نقصد باستقرارية الأرباح الموزعة ثبات الأرباح التي تم توزيعها؛ حيث تبقى النسبة من الأرباح التي تم توزيعها ثابتة مما يعني أن توزيعات السهم الواحد تكون متغيرة نتيجة لتغيرات الأرباح.

#### 3-4 استقرار توزيعات السهم الواحد DPA مع دفع توزيعات إضافية

عندما يحتفظ المسيرين بدفع مبلغ ثابت، قد يضيفون لهذا المقدار جزء من الأرباح المحققة و المرتفعة في معظم الحالات. و فيما يخص استقرار الأرباح، و التوزيعات في الواقع العملي، نعرض سياسة توزيع الأرباح لمجمعين أوروبيين مسعرين بالبورصة و هما مجمع L'Oreal و مجمع Peugeot.

الشكل (3-3) : ربحية السهم الواحد BPA المعدلة لمجمع L'Oreal خارج النشاط الصيدلاني خلال الفترة 1980-2005



Source P.Vernimmen, OP.cit, 803.

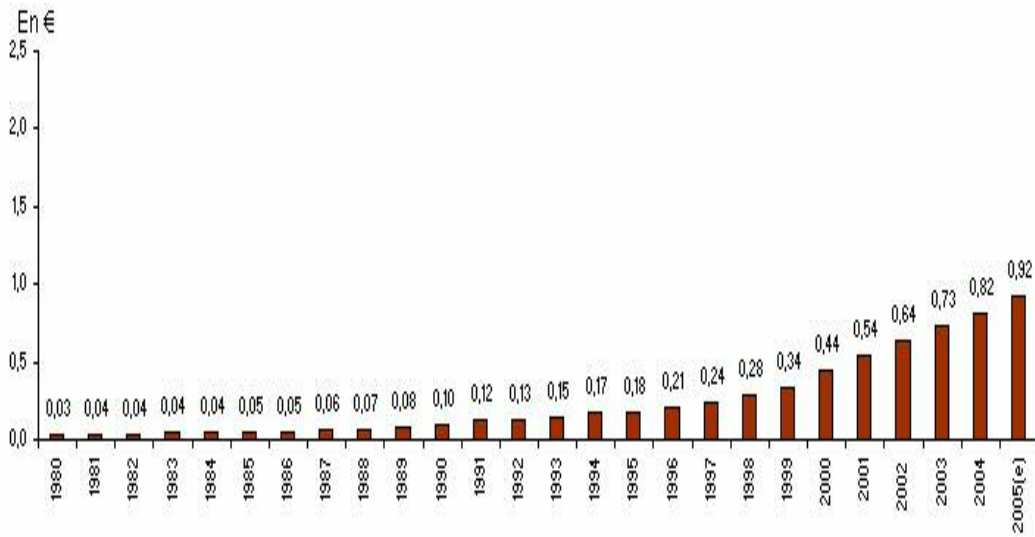
يرز من الشكل أن BPA للمجمع في نمو مستمر خلال الفترة ليقى التساؤل المطروح حول DPA ؟

و هو ما سوف يبينه الشكل التالي :

<sup>333</sup> مثل Lintner 1956 و الذي سوف نعرض نموذجه في آخر هذا الفصل.

<sup>334</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 343.

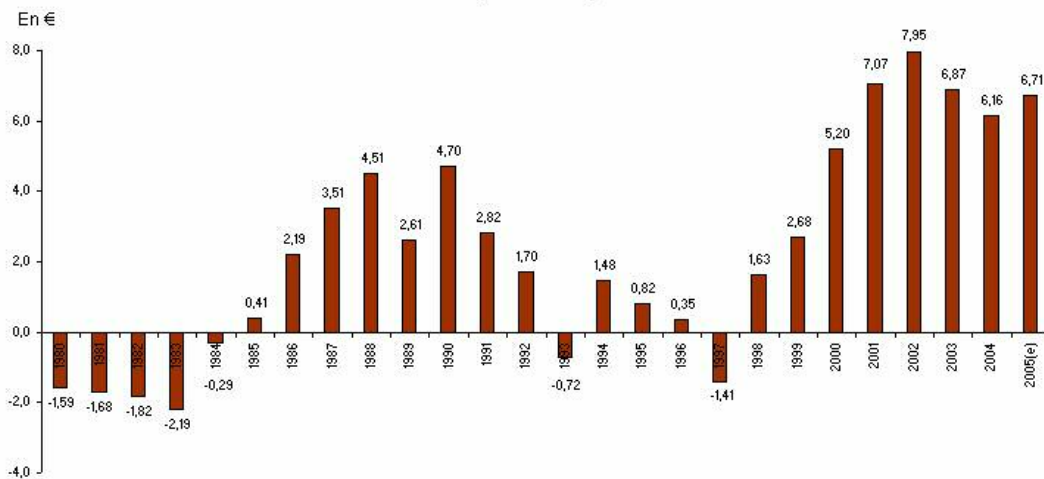
الشكل (4-3) : توزيعات السهم الواحد DPA المعدلة لمجمع L'Oreal خلال الفترة 1980-2005



Source : Idem.

يتبين من الشكل (4-3) أن DPA مرتبطة مباشرة بـ BPA؛ فممو الأرباح أدى إلى نمو التوزيعات خلال الفترة بأكملها على عكس مجمع Peugeot الذي كانت سياسة التوزيعات مختلفة تماماً، و نبدأ بالاطلاع على حال ربحية السهم الواحد.

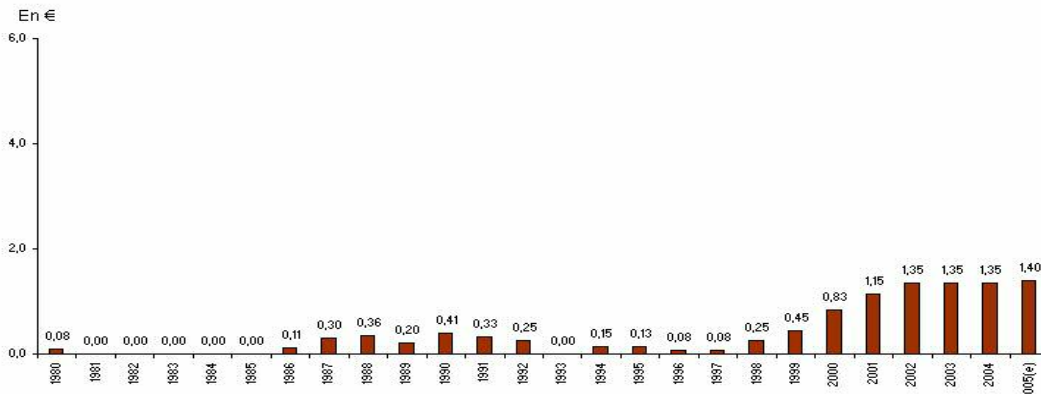
الشكل (5-3) : ربحية السهم الواحد BPA المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980-2005



Source : Idem.

نلاحظ من الشكل (5-3) أن المجمع حقق BPA سالبة خلال الخمس سنوات الأولى؛ مقابل نتائج جد مرتفعة خلال السنوات الخمس الأخيرة مع تحلل الفترة الوسطى لمجموعة من التغيرات الصاعدة و الهابطة، ليبقى التساؤل المطروح حول سياسة التوزيعات في ظل هذه الدورية أو اللااستقرارية في النتائج المحققة للسهم الواحد، و هو ما يبرزه الشكل الآتي :

الشكل (3-6) : توزيعات السهم الواحد DPA المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980-2005



Source : Idem.

يتضح من الشكل أعلاه أن هناك توزيعات في سنة 1980 بنسبة 8% للسهم الواحد بالرغم من وجود خسارة في هذه السنة بنسبة 1.59% للسهم الواحد، أما خلال الفترة 1986-1992 فكان هناك نمو معتبر نوعا ما في النتائج المحققة، و الذي تبعه نمو في التوزيعات، أما بخصوص السنوات الأخيرة فنلاحظ زيادة جد مهمة في ربحية السهم الواحد لكن سياسة التوزيعات المعتمد كانت مستقرة لاسيما في السنوات الثلاث 2002-2003-2004؛ حيث كانت توزيعات السهم الواحد ثابتة و مساوية لـ 1.35.

بالرغم من أن عملية تحديد النسبة من الأرباح التي سوف يتم توزيعها هي الجانب الأساسي في سياسة توزيع الأرباح<sup>335</sup> و التي يكون بنسب متفاوتة كما رأينا، لكن قد تأخذ سياسة توزيع الأرباح أشكال أخرى غير نقدية و هي : الأسهم المجانية، اشتقاق الأسهم، معكوس الاشتقاق، و إعادة شراء الأسهم.

#### ثانيا : أشكال التوزيعات

**1- الأسهم المجانية<sup>336</sup> :** يقوم المسكرون عند اعتماد هذه السياسة من التوزيعات بدفع أسهم جديدة بدلا من دفع توزيعات نقدية؛ و تحدد حصة كل مساهم من الأسهم المجانية تبعا لحصته في رأسمال الشركة؛

**2- اشتقاق الأسهم :** يهدف هذا النوع من العمليات إلى جعل سعر سهم المؤسسة في متناول صغار المستثمرين<sup>337</sup>، حيث تقوم المؤسسة بتخفيض القيمة الاسمية للسهم؛ مما يؤدي بدوره إلى زيادة عدد الأسهم المكونة لرأسمال المؤسسة، و عادة يكون هدف هذه العملية لا يختلف عن سابقتها؛ و هو جعل أسعار الأسهم في متناول الجميع و من ثمة زيادة الطلب على أسهم المؤسسة لاسيما من طرف صغار المستثمرين<sup>338</sup>. لكن السؤال المطروح ما علاقة هذه العملية بسياسة التوزيعات ؟

<sup>335</sup> Ibid, P 131.

<sup>336</sup> تسمى كذلك أسهم منحة .

<sup>337</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سابق، ص 727.

<sup>338</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 384.



تؤدي زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية<sup>339</sup>.

**3- معكوس الاشتقاق :** تمثل هذه العملية من خلال التسمية عملية عكسية لسابقتها؛ فعملية الاشتقاق تمثلت في اشتقاق أسهم جديدة من الأسهم الأصلية من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم الواحد، أما هذه العملية فهي تخفيض عدد الأسهم المكونة لرأسمال المؤسسة من خلال الرفع في القيمة الاسمية للسهم الواحد. تأثير هذه العملية، و علاقتها بسياسة توزيع الأرباح لا يختلف عن الحالة السابقة.

**4- إعادة شراء الأسهم<sup>340</sup> :** تتمثل هذه العملية في قيام المؤسسة بإعادة شراء جزء من الأسهم التي أصدرتها؛ و علاقة هذه العملية بسياسة توزيع الأرباح تتمثل في كونها أحد سبل تصريف الفائض من النقدية في سيولة المؤسسة بدلا من دفعها للمساهمين في شكل توزيعات.

شهدت سياسة إعادة الشراء نمو مدهلا في الآونة الأخيرة في المنطقة الأوروبية؛ فبالنسبة لمؤسسات CAC40 في سنة 2007 قامت بإعادة شراء ما مقداره 19 مليار أورو أي ما يعادل 1.4%<sup>341</sup> من رسمتها البورصية، مقابل توزيعات نقدية بلغت 3 مليار أورو بنسبة 2.7% من الرسملة البورصية، لتبلغ التوزيعات المدفوعة نسبة 4.1% من الرسملة البورصية<sup>342</sup>.

قامت في سنة 2003 مؤسسات CAC40 بإعادة شراء أسهمها بمقدار 7.9 مليار أورو؛ و هي سياسة تمثل 56% من توزيعات الأرباح، و هو ما يطرح إشكال بالغ الأهمية في مجال مالية المؤسسة و مالية الأسواق حول دوافع و انعكاسات هذه السياسة التي تحمل في طياتها إرجاع الأموال المستثمرة لأصحابها، و الجدول التالي يعرض عمليات إعادة الشراء في أوروبا سنة 2004 لعشرين مجمع الأولى في المؤسسات CAC40 :

<sup>339</sup> إذا افترضنا أن عدد أسهم شركة ما في لحظة ما هو 200 سهم و توزيعات إجمالية 600 و.ن أي  $DPA=3$  ، قامت الشركة باشتقاق الأسهم حيث كل سهم يصبح يقابله 4 أسهم أي عدد الأسهم الجديدة 800 سهم، عند انتهاج سياسة تثبيت DPA فالعملية تؤدي إلى رفع التوزيعات الإجمالية إلى 2400 و.ن، و عند ثبات مبلغ التوزيعات الإجمالية سوف تنخفض DPA إلى  $3/8$  .

<sup>340</sup> تسمى بأسهم الخزينة في العراق.

<sup>341</sup> La lettre Vernimmen.net, N° 63.2007.

<sup>342</sup> أنظر الملحق

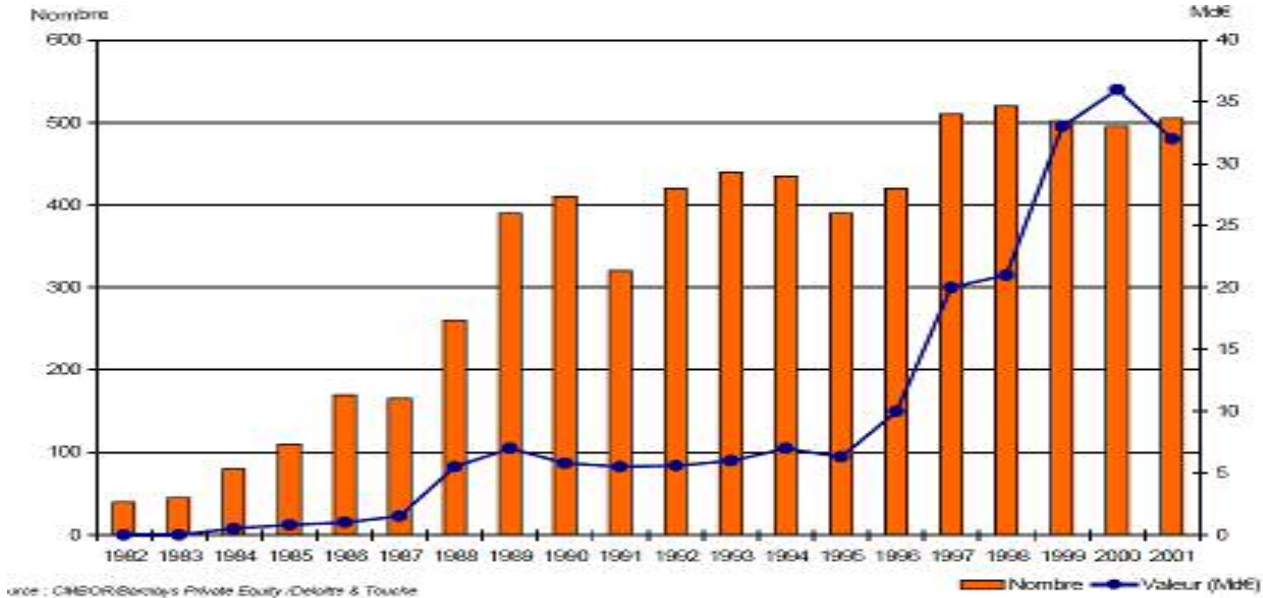
الجدول (3-2) : 20 مجمع أوروبي الأولى ذات أكبر عمليات إعادة الشراء

| Groupe                   | M€    |
|--------------------------|-------|
| UBS                      | 4 694 |
| TOTAL                    | 3 994 |
| DEUTSCHE BANK            | 2 075 |
| BP                       | 1 884 |
| GLAXOSMITHKLINE          | 1 504 |
| NOKIA                    | 1 355 |
| DIAGEO                   | 1 307 |
| ABN AMRO                 | 1 258 |
| ASTRAZENECA              | 1 076 |
| BRITISH AMERICAN TOBACCO | 1 071 |
| SANOFI SYNTHELABO        | 1 003 |
| AWG                      | 938   |
| BNP PARIBAS              | 825   |
| LAND SECURITIES          | 784   |
| AVENTIS                  | 736   |
| BOOTS GROUP              | 714   |
| RIUNIONE ADRIATICA       | 709   |
| DANSKE BANK              | 673   |
| NEXT                     | 601   |
| ROYAL BANK OF SCOTLAND   | 558   |

Source : Pascal Quiry et Yann Le Fur, **Les rachats d'actions**, Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004, 10/5/2008 [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

تحمل هذه السياسة في طياتها العديد من الخبايا، فقد تكون إستراتيجية السيطرة من قبل مجلس الإدارة الذي يفسره نمو عمليات LBO الذي يبينها الشكل التالي :

الشكل (3-7) : تطور عمليات LBO في المنطقة الأوروبية خلال الفترة 1982-2001

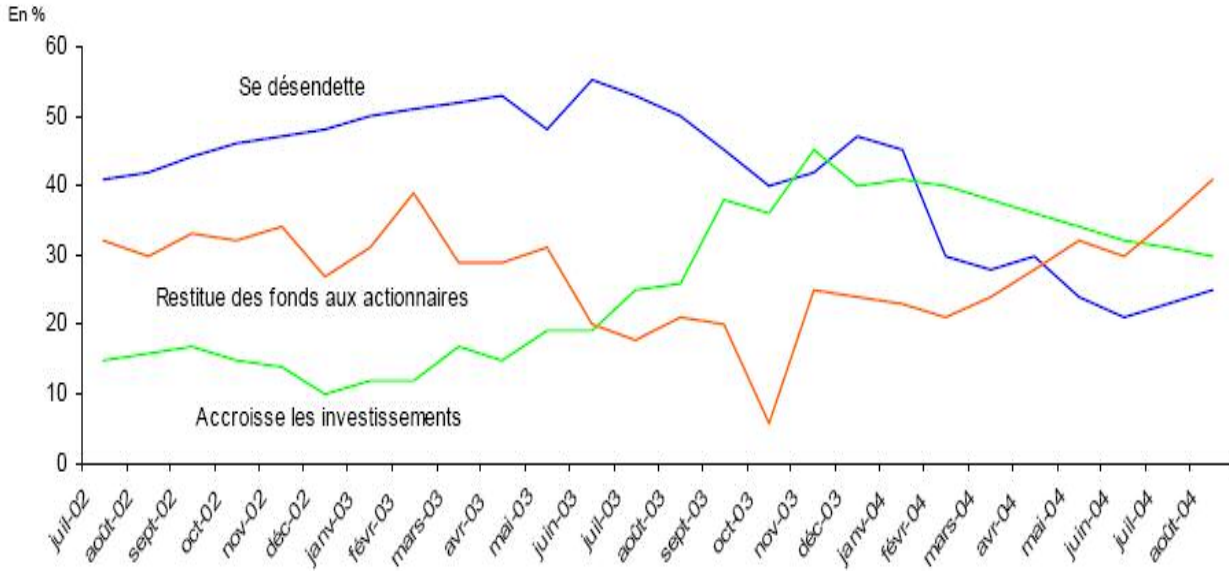


Source : La lettre Vernimmen.net, N° 13.2002.

تعتبر LBO عملية تمويل السيطرة على مؤسسة بموارد جملها مقترض، و من الشكل لاحظ أن هذه التقنية لم تتجاوز قيمتها 100 مليار أورو حتى منتصف التسعينيات، لتتضاعف القيمة أكثر من 5 مرات سنة 2000، أما عن عدد العمليات فكان حول 200 عملية خلال الفترة 1982-1988، وكانت العمليات خلال الفترة 1989-1996 في حدود 400 عملية، في الخمس سنوات الأخيرة بلغت 500 عملية.

كما يمكن تفسير سياسة إعادة الشراء كإستراتيجية تسيير الفائض النقدي، و عدم وجود فرص استثمارية ذات مردودية بسبب ارتفاع تكلفة رأس المال، أحد دواعي عمليات إعادة الشراء و هو ما يبرزه الشكل التالي :

الشكل (3-8) : تطور الانخفاض في الاستدانة و إرجاع رأس المال للمساهمين و النمو لبعض المؤسسات في أوروبا خلال الفترة جويلية 2002 - أوت 2004



Source : Pascal Quiry et Yann Le Fur, **Les rachats d'actions**, Article paru dans Les Echos du 28 octobre 2004, 10/5/2008 [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن كل من الانخفاض في الاستدانة Se désendette و إرجاع رؤوس الأموال للمساهمين Restitue des fonds aux actionnaires و زيادة الاستثمار (النمو) Accroisse les investissements شهدت استقرار في سنة 2002، و حتى الربع الأول من سنة 2003، لكن بعد منتصف 2003 بدأت عمليات إرجاع رؤوس الأموال للمساهمين في التراجع إلى أدنى قيمة لها في منتصف أكتوبر 2003، أين تراجعت الاستثمارات بشكل أقل من تراجع الانخفاض في الاستدانة. منذ منتصف أكتوبر 2003 و عمليات إرجاع رؤوس الأموال للمساهمين في زيادة فاقت الانخفاض في الاستدانة في مارس 2004، و فاقت معدلات النمو في جويلية 2004؛ لكن ما يلاحظ ما بعد منتصف سنة 2004 اتجاه معدلات النمو للتراجع، و من ثمة إرجاع رؤوس الأموال للمساهمين و للدائنين. لكن كيف يتم إعادة الشراء؟

على المستوى الفرنسي<sup>343</sup> هناك تقنيتين لإعادة الشراء و هما :

✧ تكون إعادة الشراء بالنسبة للمؤسسات المسعرة على مستوى السوق المالي جد بسيطة ففي حدود 10% من رأس المال، و في إطار برنامج إعادة الشراء الموضوع من قبل المساهمين عن طريق العرض العمومي للشراء OPA. وفقا للمعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS و المعايير المحاسبية المقبولة قبولا عاما في الولايات المتحدة الأمريكية UAS GAAP لا بد من تخفيض الأموال الخاصة المجموعة في كل الأحوال بمقدار إعادة الشراء<sup>344</sup>.

✧ الشراء المفتوح لكل المساهمين : في حالة المؤسسة المدرجة بالبورصة نكون بصدد العرض العمومي لإعادة الشراء OPRA من طرف المؤسسة لأسهمها بسعر و تاريخ محددين.

يمكن اعتبار عملية إعادة الشراء عملية عادية في حالات استثنائية أين نكون بصدد توجيه السيولة من قطاعات (مؤسسات) بلغت مرحلة النضج أو موضع البقرة الحلوب إلى قطاعات (مؤسسات) في مرحلة النمو، لكن القراءة الحالية لإعادة الشراء هي إشارة من المسيرين إلى المساهمين على أهم في خدمتهم من خلال توجيه السيولة الزائدة بدلا من استثمارها في مشاريع ليست ذات مردودية، و من ثمة عدم تدمير الثروة أو القيمة.

تعدد البدائل لسياسة توزيع الأرباح يزيد القرار صعوبة، و تعقيدا من ناحية الاختيار، حيث يستوجب دراسة انعكاسات كل بديل، و التي تعد بمثابة معايير للاختيار<sup>345</sup> ، و أهم هذه المعايير هي :

➤ المرونة La flexibilité : تؤدي التوزيعات المدفوعة إلى إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة خاصة في حالة التوزيعات غير النقدية.

➤ الإشارة Le signal : تعد التوزيعات الاستثنائية، أو اشتقاق الأسهم إشارة من المسيرين إلى المساهمين على أن النتيجة في المستقبل سترتفع في حالة دفع توزيعات مرتفعة.

➤ الأثر على المساهمين L impact sur l actionariat : التوزيعات في شكلها النقدي لا تؤثر على بنية المساهمين مثل عملية الاشتقاق، أو إعادة الشراء، أو الأسهم المجانية، تؤثر هذه التوزيعات غير النقدية على بنية المساهمين سواء عن طريق التغيير في الحصص، أو عن طريق إدخال مساهمين جدد.

➤ الأثر على أداء المسيرين : سياسة التوزيع لا بد أن تكون مدروسة جيدا، و أي تأثير غير عادي لا بد أن يلقى تصحيحا آليا، و إلا تم إرجاع السبب إلى ضعف أداء الإدارة و منه انخفاض قيمة المسيرين في سوق العمل.

➤ الجباية : تعتبر الجباية من بين المحددات الرئيسية لسياسة التوزيعات، فعند انتهاء سياسة معينة لا بد من التدقيق في البعد الجباية لاسيما الاقتصاد في الضريبة.

بعدها تم تعريف سياسة توزيع الأرباح، و عرض نتائج بعض الدراسات الميدانية في المطلب الأول، تم التطرق لانعكاسات سياسة توزيع الأرباح على متغيرات المحيط، و مختلف أشكال و بدائل التوزيعات في المطلبين الثاني و الثالث. نحاول هذه المرة عرض مختلف المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة.

<sup>343</sup> على مستوى ألمانيا و بريطانيا و الولايات المتحدة الأمريكية أنظر الملحق 14

<sup>344</sup> Idem.

<sup>345</sup> P.vernimmen, OP.cit, P 810.

## المبحث الثاني : المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة

خصص المبحث السابق للتعريف بتوزيعات الأرباح و تحديد المفاهيم الأساسية الخاصة بها، لاسيما تأثيرها على متغيرات المحيطين الداخلي و الخارجي، ليتم بعد ذلك تخصيص هذا المبحث لعرض، و مناقشة بعض المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة؛ باعتبارها متغير بالغ الأهمية، و ذلك تحت فرضية تحقق افتراضات السوق الكفاء؛ أين تعيب كل من الجباية، تكلفة المعلومة و عدم تماثلها، تكاليف الصفقات كما رأينا في الفصل الأول.

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين؛ الأول بعنوان المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق، و الثاني في ظل ظروف عدم التأكد<sup>346</sup>.

### المطلب الأول : المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق

نعرض تحت هذا العنوان ثلاث مقاربات نظرية لكل من MM, VAN HORNE, GORDON ، و نعي بحالة التأكد المطلق أو التام أن الاستثمارات و الأرباح المستقبلية معروفة و محددة مسبقا و دون وجود مخاطرة، و معدل المردودية المطلوب مساوٍ للمتوقع<sup>347</sup>، حيث نستهل هذه المقاربات بمقاربة مؤسسي النظرية المالية المعاصرة و هما كل من MM.

### أولا : مقارنة MM 1961

حسب هذه المقاربة المستثمرون لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية، و بين إعادة استثمار الأرباح المحققة لتحقيق النمو؛ الذي بدوره يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية، و من ثمة الحصول عليها في شكل فوائض قيم<sup>348</sup> أي لا فرق بين دينار توزيعات و دينار فائض قيمة. يرى كل من MM أن قيمة السهم دالة تابعة لقرار الاستثمار؛ حيث تتحدد عن طريق كفاءة، و فعالية استخدام الأصول، و مقدرتها على توليد التدفقات، و ليس عن طريق التقسيم أو التصرف في التدفقات المتولدة بافتراض أن :

<sup>346</sup> نفس المرجع السابق، ص 320 .

<sup>347</sup> حتى في ظل فرضية السوق الكامل معدل المردودية المتوقع لا يختلف عن المفروض، كون هذا المطلب في الفصل القائم على فرضية السوق الكفاء.

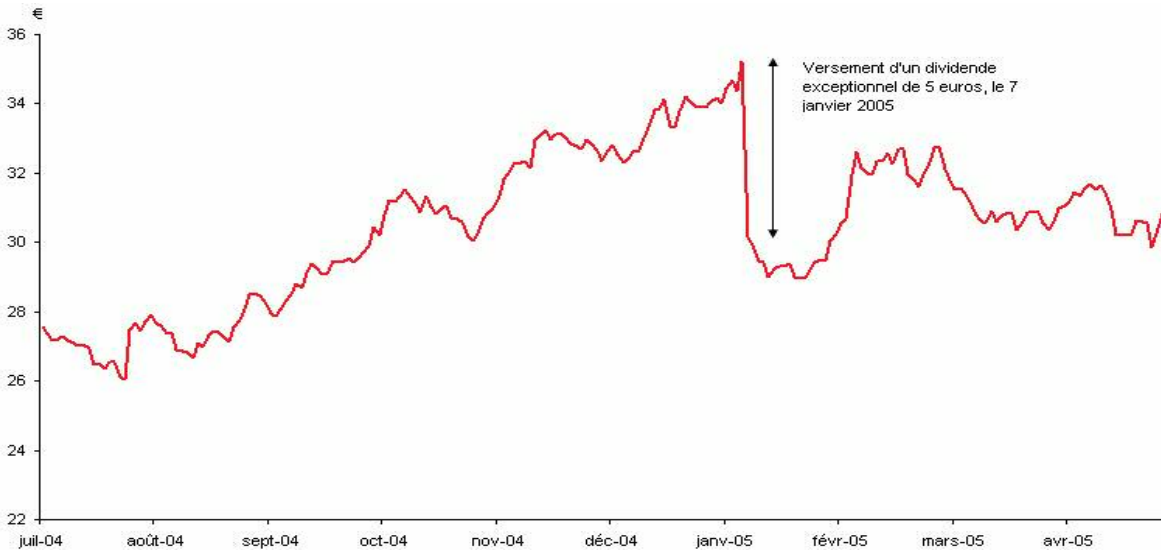
<sup>348</sup> عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها و درجة مخاطرها اللانظامية : دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد و الإدارة، م 17، العدد 1، ص ص 41-67، 2003.

## 1- الفرضيات :

- ◆ يتصف المتعاملون في السوق المالي بالرشادة؛
- ◆ يتميز السوق المالي بالكفاءة التامة؛ حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأوراق المالية، و لا وجود للضرائب، و لتكلفة الصفقات و لتكلفة المعلومات؛
- ◆ تعمل المؤسسة في ظروف التأكد التام؛
- ◆ سياسة الاستثمار ثابتة؛
- ◆ لا تحمل التوزيعات في طياتها أي إشارات مالية عن الصحة المالية للمؤسسة<sup>349</sup>.

يرى كل من MM تحت هذه الفرضيات، أن التوزيعات محايدة، و قيمة المؤسسة أو السهم تعكس الأرباح المستقبلية و الأكيدة، فإذا قررت المؤسسة دفع توزيعات فالقيمة سوف تنخفض بنفس المقدار الموزع، و إذا تم الاحتجاز فسوف تزيد القيمة بنفس المقدار المحتجز، و بالتالي لا أثر للتوزيعات على ثروة المساهمين؛ و لملاحظة هذه المقاربة في الواقع العملي نعرض الشكل التالي:

الشكل (3-9) : أثر دفع توزيعات استثنائية على سعر سهم مجمع BOUYGUES<sup>350</sup> في شهر جانفي 2005.



نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤسسة BOUYGUES قامت بدفع توزيعات استثنائية بقيمة 5 أورو بتاريخ 2005/1/7 مما أدى إلى انخفاض سعر السهم السوقي بنفس القيمة؛ و من ثمة ثروة المساهمين لم تتغير؛ فعوض سعر سوقي 35 أورو تم استلام 5 أورو نقدا، و أصبح السعر 30 أورو و منه ثروة المساهمين لم تتغير.

تتناسب هذه الحالة مع مقاربة MM حيث التوزيعات لا تزيد/تنقص في/من ثروة المساهمين؛ و هي مجرد تحويل النقود من الجيب الأيمن للمساهم إلى جيبه الأيسر<sup>351</sup>، هذه المقاربة صاحبها برهان رياضي لإثبات الحياد؛ و هو ما سوف نتطرق له في النقطة الموالية.

<sup>349</sup> Ibid. P 115.

<sup>350</sup> شركة فرنسية تنشط في مجال Heavy Construction موقعها على الإنترنت <http://www.bouygues.fr>

<sup>351</sup> P.VERNIMMEN, OP.cit, P797.

## 2- الإثبات الرياضي لحيداد سياسة التوزيعات حسب مقارنة MM 1969

تحت فرضية الهيكل المالي الاعتماد فقط من الأموال الخاصة في التمويل، إذا قررت المؤسسة دفع توزيعات لابد من التمويل بالرفع في رأس المال، و من ثمة تصبح المعادلة مكونة من الموارد و الاستخدامات كالتالي :

$$N.DPA = \Delta N.P1 \dots\dots\dots(3-1)$$

حيث :

N : عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA : توزيعات السهم الواحد؛

P1 : سعر السهم بعد دفع التوزيعات .

بما أننا في حالة التأكد المطلق، و الأرباح ثابتة، و بنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) ما يلي :

$$N.P0 = (N + \Delta N).P1 \dots\dots\dots(3-2)$$

نلاحظ أن سعر السهم السوقي تغير؛ دون أن تتغير قيمة المؤسسة، كون الأرباح ثابتة و عدد هو الذي الأسهم تغير .

$$N.P0 = N.P1 + \Delta N.P1 \Rightarrow N.P0 = N.P1 + N.DPA$$

$$\Rightarrow N(P0 - P1) = N.DPA \Rightarrow P0 - P1 = DPA \dots\dots\dots(3-3)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة؛ أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأى زيادة/تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض/زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة (الأموال الخاصة) بنفس المقدار.

### ثانيا : مقارنة VAN HORNE 1989

قام VAN HORNE بإثبات عدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة؛ اعتمادا على التدفقات النقدية المستحدثة، حيث اعتبر قيمة السهم في بداية الفترة عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن المجموع الجبري للتوزيعات، و السعر في نهاية الفترة مستحدثين، و المعبر عنها رياضيا بالعلاقة التالية :

$$P0 = (DPA1 + P1)/(1 + K) \dots\dots\dots(3-4)$$

حيث K : معدل الاستحداث؛ و الذي يساوي معدل المردودية المطلوب و المتوقع .

إذا افترضنا التمويل كان عن طريق الأموال الخاصة؛ فلا بد من الرفع في عدد الأسهم بالعدد  $N^*$ ، و تصبح قيمة الأموال الخاصة قبل الرفع تساوي :

$$N.P_0 = (N.DPA_1 + N.P_1)/(1 + K) \dots\dots\dots(3-5)$$

تصبح قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع مساوية للقيمة الحالية لصافي التدفقات، و نكتب :

$$N.P_0 = (N.DPA_1 + (N + N^*)P_1 - N^*.P_1)/(1 + K)..... (3 - 6)$$

يمثل الجانب الأيسر من هذه المعادلة قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع، أما الجانب الأيمن فهو عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات المدفوعة للمساهمين القدامى و القيمة الحالية للأموال الخاصة (الأسهم القديمة و الجديدة) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة من الخزينة، و بالتالي القيمة السوقية للأسهم القديمة في الزمن 0؛ هي المجموع الجبري للقيمة الحالية للتوزيعات القدامى، و القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة في نهاية الفترة.

مما سبق يبقى الإشكال المطروح؛ ما هي قيمة الأسهم الجديدة (مقدار الرفع في الأموال الخاصة)؟ و ما هي الاحتياجات واجبة التمويل؟

إذا اقتصر الموارد على كل من الأرباح و قيمة الأسهم الجديدة، و الاستخدامات في التوزيعات، و الاستثمارات؛ فإن مقدار الرفع في رأس المال كالآتي :

$$R_{net} + N^*P_1 = I + N.DPA.....(3 - 7)$$

$$\Rightarrow N^*P_1 = I + N.DPA - R_{net}$$

بتعويض هذه الأخيرة في المعادلة (3-5) نجد :

$$N.P_0 = (N.DPA_1 + (N + N^*)P_1 - I - N.DPA_1 + R_{net})/(1 + K)..... (3 - 8)$$

$$\Rightarrow N.P_{,0} = ((N + N^*)P + R_{net1} - I)/(1 + K)..... (3 - 9)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة؛ أنه لا وجود للتوزيعات في المعادلة، و منه قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات؛ بل هي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة، و الاستثمارات، و سعر السهم في نهاية المدة.

تتوافق هذه المقاربة مع تقييم المؤسسة عن طريق استحداث التدفقات الحرة المستقبلية FCF/FTD؛ حيث :

$$P_0 = (ETE - I)/K = FTD / K ..... (3 - 10)$$

وفق هذه النتيجة قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن التوزيعات؛ و هي تابعة لتدفقات دورة الحياة الصناعية<sup>352</sup>، لكن سوف نناقش هنا مستوى تدفقات الخزينة؛ أين نجد حالتين؛ حالة توزيع مجمل الأرباح، و حالة دفع توزيعات أكبر<sup>353</sup> من الأرباح المحققة.

### 1- حالة التوزيعات المساوية للأرباح المحققة

تتمثل قيمة السهم (المؤسسة) في هذه الحالة في النتيجة المتوقعة الثابتة مستحدثة؛ و هي مساوية للتوزيعات، فإذا افترضنا أن مؤسسة غير مستدينة تكون النتيجة المحققة هي 1000 في الزمن 0×؛ و هي متساوية مع النتيجة في الزمن 1<sup>354</sup>، و معدل الاستحداث 10% و منه القيمة تحسب كما يلي :

<sup>352</sup> نعي بدورة الحياة الصناعية دورتي الاستغلال و الاستثمار .

<sup>353</sup> : BELLALAH Mondher, Finance Moderne d Entreprise, OP.cit, P114.



$$P_0 = R_0 + R_1 / (1 + K) = D_0 + D_1 / (1 + K) \dots (3 - 11)$$

$$P_0 = 1000 + 1000 / 1.1 = 1909.09$$

إذا كانت الأموال الخاصة مكونة من 100 سهم؛ فإن قيمة السهم الواحد هي 19.09 مقابل ربحية السهم الواحد مساوية للتوزيعات السهم الواحد بمقدار 10 لكل من السنة 0، 1.

يتضح من هذا البرهان جليا حياد سياسة التوزيعات؛ فلو احتجزنا بمجمل الأرباح، أو وزعنا مجمل الأرباح فإن القيمة لن تتغير، لكن التساؤل المطروح لو تجاوزت التوزيعات مبلغ الأرباح المحققة هل تتغير القيمة؟

## 2- حالة التوزيعات أكبر من النتائج المحققة

وفق هذه المقاربة توزيع أو احتجاز مجمل الأرباح المحققة ليس له تأثير على قيمة المؤسسة/السهم؛ فهل تجاوز التوزيعات لمبلغ الأرباح المحققة سوف يكون له تأثير على القيمة؟ نحاول مواصلة المثال السابق لمناقشة هذا الطرح؛ فإذا كانت النتائج متساوية خلال السنتين، و البالغة 1000، و قررت المؤسسة دفع توزيعات بمقدار 1100، حيث تم تمويل الفارق بالرفع في بسندات أو أسهم بتكلفة 10%، فإن المساهمين القدامى سوف يحصلون على 1100 في الزمن 0، و 890<sup>355</sup> في الزمن 1. و انخفاض التدفق ناتج عملية دفع المستحقات التي تم بها تمويل التوزيعات، و نكتب :

$$P_0 = 1100 + 890 / 1.1 = 1100 + 809.09 = 1909.09$$

مجمل ما يحصل عليه المساهمون القدامى خلال السنتين هو 1909.09؛ لكن على ماذا يحصل المساهمون الجدد أو الدائنين؟

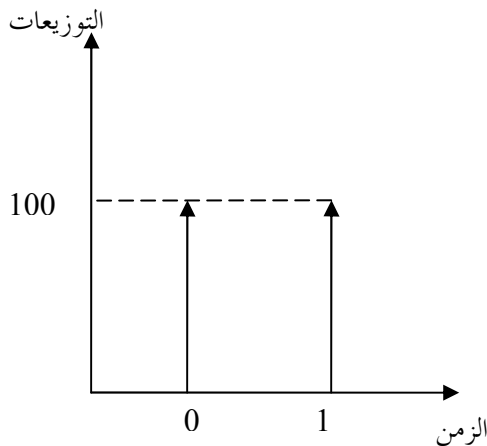
$$-100 + 110 / 1.1 = -100 + 100 = 0$$

يدفع المساهمون الجدد 100 في الزمن 0، و يحصلون على 110 في الزمن 1.

نلاحظ أنه في كلا الحالتين لا أثر لسياسة التوزيعات على قيمة السهم/ المؤسسة سواء كانت التوزيعات مساوية للنتائج

المحققة أو أكبر منها، و لإبراز هذا الطرح نعرض الأشكال التالية :

الشكل (3-10) : سياسة توزيع مجمل الأرباح و أثرها على المساهمون الجدد و القدامى



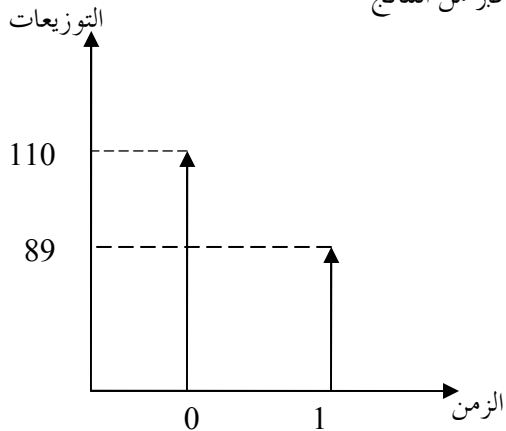
SOURCE: BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d Entreprise**, Op.cit. P114.

<sup>354</sup> النتيجة متساوية في السنتين 1,0 كوننا في هذه الحالة في حالة التأكد المطلق .

<sup>355</sup> 100(1.1)=110, 1000-110=890.

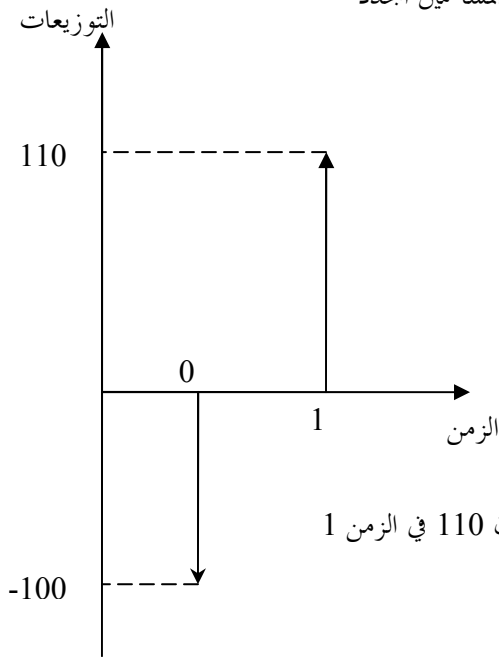
يستلم المساهمون القدامى DPA=100 في الزمن 0، و DPA=100 في الزمن 1، أي 190.9 في الزمن 0.

الشكل (3-11) : حالة التوزيعات أكبر من النتائج



Source: idem. المساهمون القدامى يستلمون DPA=100 في الزمن 0 و DPA=110 في الزمن 1

الشكل (3-12) : التدفقات العائدة لصالح المساهمين الجدد



المساهمون الجدد يدفعون 100 في الزمن 0، و يستلمون 110 في الزمن 1

Source: idem.

قدم كلا من MM 1961 و V.HORNE 1989 في ظل ظروف التأكد المطلق مقاربتين اثبتتا من خلالهما عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، و توصل GORDON في نفس الظروف إلى نتائج مخالفة، حيث توصل إلى أن هناك أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة؛ و هو ما سوف نناقشه في النقطة الموالية.

### ثالثا : مقارنة GORDON 1962

توصل GORDON إلى عكس النتائج التي توصل إليها كل من V.HORNE، MM، وهي أن لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة/السهم في بعض الحالات؛ و ذلك بناءً على جملة من الافتراضات<sup>356</sup>، و هي :

<sup>356</sup> عبد الناصر إبراهيم نور ، مرجع سابق.

- ◆ يتميز السوق المالي بالكفاءة حيث لا وجود للضرائب و لتكاليف المعلومة و الصفقات؛
- ◆ يعد معدل المدودية على الاستثمارات ثابتا، و كذلك المفروض، و يتمثل في تكلفة التمويل؛
- ◆ لا وجود للتمويل الخارجي؛
- ◆ معدل نمو المؤسسة  $g$  ثابت، و يساوي نسبة الأرباح المحتجزة  $T_{NDIV}$  مضروبا في معدل المدودية المتوقع؛
- ◆ معدل المدودية المطلوب أكبر من معدل النمو؛
- ◆ نسبة الأرباح الموزعة ثابتة.

انطلق برهان GORDON لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو<sup>357</sup>؛ و هو كالآتي :

$$V_0 = DIV_1 / (K - g) \dots \dots \dots (3-12)$$

بما أن التوزيعات تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروبا في  $(1 - T_{NDIV})$ ، و منه القيمة تساوي :

$$V_0 = R^* (1 - T_{NDIV}) / (K - g) \dots \dots \dots (3-13)$$

بالتعويض  $g = T_{NDIV} \cdot K^*$  في المعادلة السابقة نجد :

$$V_0 = R^* (1 - T_{NDIV}) / (K - K^* \cdot T_{NDIV}) \dots \dots \dots (3-14)$$

$$V_0 = R^* / K \dots \dots \dots (3-15)$$

بما أن  $K = K^*$  يمكن تبسيط المعادلة لتصبح :

تبدو القيمة من المعادلة الأخيرة مستقلة تماما عن سياسة توزيع الأرباح؛ حيث لم يظهر أي متغير من متغيرات سياسة التوزيعات في دالة القيمة؛ بل نلاحظ أن دالة القيمة تابعة للأرباح، و معدل المدودية المتوقع الذي يعكس درجة المخاطرة.

لا تختلف هذه النتيجة مع نتائج المقاربات السابقة؛ التي تثبت حياد التوزيعات، و أن القيمة تابع لقرار الاستثمار و فعالية الاستغلال؛ و ليس لقرار التمويل. هذا التطابق في النتائج ليس دائما؛ بل في حالة و جيدة أي يكون معدل المدودية المتوقع مساوٍ للمفروض<sup>358</sup>  $K = K^*$ ، أما في حالة غير ذلك يكون هناك أثر لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان المتوقع أقل من المفروض؛ فإن القيمة سوف تنخفض مع الزيادة في الأرباح المحتجزة، و في الحالة العكسية ترتفع القيمة مع الارتفاع في التوزيعات، و منه يصبح لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة.

بعدها تم إنهاء المطلب السابق و الخاص بالمقاربات النظرية القائمة على فرضية الكفاءة التامة للأسواق المالية من جهة و حالة التأكد التام من جهة أخرى؛ حيث اشتمل على ثلاث مقاربات نظرية؛ الأولى منها نفت وجود أثر للتوزيعات على القيمة، في حين أثبتت الأخيرة وجود أثر في حالة معينة، ليبقى السؤال المطروح في حالة إسقاط فرض عدم التأكد؟

<sup>357</sup> انظر الفصل الأول.

<sup>358</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 326.

## المطلب الثاني : المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد

نحاول في هذا المطلب عرض المقاربات النظرية التي فسرت أثر التوزيعات على قيمة المؤسسة في بيئة عدم التأكد، بعدما عرضنا المقاربات في حالة التأكد، و ذلك مع البقاء تحت فرضية الكفاءة التامة للأسواق المالية.

### أولاً : مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية **Home made dividend** لكل من **MM**

لم تتغير وجهة نظر كلا من **MM** بالرغم من الانتقال من حالة التأكد المطلق إلى حالة عدم التأكد إزاء سياسة التوزيعات؛ حيث تعتبر هذه الأخيرة حيادية التأثير، و يرى كل من **MM** أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيعات التي تروق له؛ و التي سميت بـ **Home made dividend** حيث أن المستثمر لا يراعي لسياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة<sup>359</sup>، فإذا كان بحاجة للسيولة فإنه يستطيع بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية الاحتياج، و في الجهة المقابلة إذا كان لديه فائض يستطيع شراء مقدار ما يمتص فائض السيولة المتاح؛ هذا الإثبات بطبيعة الحال كان تحت جملة من الافتراضات و التي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط افتراض حالة التأكد .

تتبع الخطوات التالية لإثبات هذه المقاربة رياضياً :

إذا كانت النتيجة المحققة في الزمن 0 هي  $R_0$ ، و النتيجة التي سوف تتحقق في الزمن 1 هي  $R_1$ ، و مبلغ الاستثمار في الزمن 0 هو  $I$ <sup>360</sup>. يكون تمويل هذا الأخير إما عن طريق الرفع في رأس المال نقداً و/أو استئانة و/أو الأرباح المحتجزة. إذا كانت هناك توزيعات سوف يتم دفعها؛ فإنه يستوجب البحث عن مصادر لتمويل هذه العملية سواء كانت داخلية أم خارجية  $D$ ، و في الحالة الأخيرة نحصل على المعادلة التالية :

$$R + D = I + DIV \Rightarrow DIV = R + D - I = R - I + D \dots (3 - 16)$$

تتكون المعادلة أعلاه من الاستخدامات المتمثلة في التوزيعات، و الاستثمارات، و الموارد المتمثلة في النتيجة و الديون، هذه الأخيرة بطبيعة الحال يترتب عنها مصاريف مالية  $FF$  محتملة التسديد؛ تبعاً للوضعية المالية للمؤسسة، مما يؤدي إلى احتمال إفلاس المؤسسة<sup>361</sup>، و منه تتغير المعادلة السابقة و تصبح من الشكل :

$$DIV_1 = R_1 - FF_1 \dots (3 - 17)$$

إذا رجعنا إلى فرضية التمويل بالأموال الخاصة فقط لتبسيط الحل؛ فإن قيمة المؤسسة/السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضافاً إليها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات<sup>362</sup>، و نكتب :

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / (1 + K) \dots (3 - 18)$$

$$P_1 = (DIV_1 - PR \cdot COV(DIV_1, R_M)) / (1 + R_{SR}) \dots (3 - 19)$$

<sup>359</sup> نفس المرجع السابق ص 329.

<sup>360</sup> على عكس الحالة السابقة تم اعتبار أن التدفقات أو النتائج مؤكدة و متساوية أما في هذه الحالة فالنتائج مختلفة من سنة لأخرى لأننا في حالة عدم التأكد. و بخصوص تدفق الاستثمار فهو مؤكد كونه قد تحقق .

<sup>361</sup> نفس المرجع السابق، ص 333.

<sup>362</sup> أنظر المعادلة رقم 3-10.

حيث :

PR: تمثل بدل المخاطرة، و المتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق المردودية الأصل بدون مخاطر إلى تباين السوق؛

COV(DIV1, RM) : التباين المشترك بين عائد التوزيعات DIV1 و مردودية السوق RM؛

RSR : معدل المردودية بدون مخاطرة .

بتعويض المعادلة رقم 3-16 في المعادلة رقم 3-18 نجد<sup>363</sup> :

$$P_1 = \left( (R_1 - FF_1) - PR \cdot COV((R_1 - FF_1), R_M) \right) / (1 + R_{SR}) \dots (3-20)$$

$$COV((R_1 - FF_1), R_M) = COV(R_1, R_M) - COV(FF_1, R_M) \dots (3-21) \quad \text{بما أن :}$$

بالتعويض نجد :

$$P_1 = \left( R_1 - PR \cdot COV(R_1, R_M) \right) / (1 + R_{SR}) - \left( FF_1 - PR \cdot COV(FF_1, R_M) \right) / (1 + R_{SR}) \dots (3-22)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم في القيمة الحالية للمصاريف المالية؛ و التي لا تخرج عن كونها قيمة الديون<sup>364</sup> D

و بتعويضها نجد :

$$P_1 = \left( R_1 - PR \cdot COV(R_1, R_M) \right) / (1 + R_{SR}) - D \dots (3-23)$$

إذا رجعنا إلى قيمة السهم في الزمن 0؛ و المثلة في المعادلة 3-17 نجد :

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / (1 + K) = D_0 + \left( R_1 - PR \cdot COV(R_1, R_M) \right) / (1 + R_{SR}) - D \dots (3-24)$$

بتعويض المعادلة 3-15 في المعادلة 3-22 نجد :

$$P_0 = R_0 - I + D + \left( R_1 - PR \cdot COV(R_1, R_M) \right) / (1 + R_{SR}) - D$$

$$\Rightarrow P_0 = \left( R_1 - PR \cdot COV(R_1, R_M) \right) / (1 + R_{SR}) + R_0 - I \dots (3-25)$$

نلاحظ من خلال المعادلة الأخيرة عدم بروز أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع (لا التوزيعات الحالية و لا المستقبلية)

و هو دليل على حياد سياسة توزيع الأرباح، و المتغيرات المتحركة في القيمة هنا هي قرار الاستثمار بدليل I، و ما يترتب عليه من نتيجة حالية و مستقبلية R0, R1، و علاوة المخاطرة المقابلة للمردودية .

<sup>363</sup> إعادة الصياغة هذه تم الوصول إليها بالاعتماد على أسلوب العائد المؤكد Certainty Equivalent approach و لمزيد من الاطلاع انظر :

(منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 456) .

<sup>364</sup> نفس المكان.

مما سبق يرى كل من MM أن للمؤسسة الحق في اتخاذ السياسة التي تناسبها، و لا تشغل بالا لردود أفعال المساهمين تجاه هذا القرار، و بالرغم من هذا البرهان، و التأكيد لم يوافق كل من GORDON, et LINTNER رأي كل من MM حيث قدما نظرية العصفور في اليد، و هو ما سنناقشه في الأسطر الموالية.

### ثانيا : نظرية عصفور في اليد Bird -in The Hand Theory — Gordon and Lintner

يرى كل من GORDON, et LINTNER خلافا للنتائج التي توصل إليها كل من MM ، حيث أن لسياسة التوزيعات تأثير على قيمة المؤسسة، و انطلق برهانها من فكرة أساسية، و هي درجة عدم التأكد و المخاطرة التي قد يتعرض لها المستثمر .

تتمثل قيمة المؤسسة/ السهم في التدفقات المستقبلية المستحدثة حسب نموذج GORDON<sup>365</sup> ، و المتمثلة في التوزيعات بافتراض التمويل بالأموال الخاصة، يتم استحداث هذه التدفقات بالمعدل K، الذي يمثل معدل المردودية المفروض من جهة، و تكلفة لمصادر التمويل من جهة أخرى. هذا المعدل يكون في تزايد من سنة لأخرى؛ لأن المستثمر يتحمل مخاطرة متزايدة بسبب زيادة الاحتجاز للأرباح، و نكتب :

$$K_1 \langle K_2 \langle \dots \langle K_\infty \dots (3-26)$$

و نتيجة العلاقة العكسية بين معدل الاستحداث، و القيمة؛ فإن هذه الأخيرة في تناقص، و المعبر عنه بالمعادلة التالية :

$$V = \sum_i \left( \frac{DIV_i}{(1+K_i)^i} \right) = \frac{DIV_1}{(1+K_1)} + \frac{DIV_2}{(1+K_2)^2} + \dots + \frac{DIV_\infty}{(1+K_\infty)^\infty} \dots (3-27)$$

يستند كل من GORDON, et LINTNER من هذا النموذج القائم على العلاقة الطردية بين الزمن و حالة عدم التأكد؛ فدرجة التأكد للتوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاقها، و منه التأثير على القيمة، أما في حالة تجاهل هذه العلاقة بين الزمن و حالة عدم التأكد؛ فيعني في الأخير ثبات معدل الاستحداث K، و منه فلا أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

تضمن المبحث الثاني من هذا الفصل على المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، حيث تم تقسيم هذه المقاربات إلى مقاربات في حالة التأكد المطلق، و مقاربات في حالة عدم التأكد. في كلا الحالتين هناك اختلاف لآراء أصحابها ، MM 1961 و V.HORNE 1989 قدما مقاربتين اثبتا من خلالهما عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، و توصل GORDON إلى نتائج مخالفة، حيث أثبت أن هناك أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

<sup>365</sup> انظر الفصل الأول : طرق التقييم القائمة على استحداث التدفقات النقدية المتوقعة.

يقوم هذا الجدل على فرضية أساسية، و هي الكفاءة التامة للأسواق المالية، فالإشكال المطروح ماذا لو تم إسقاط هذا الافتراض؟؛ يعتبر هذا الافتراض الانتقاد اللاذع للمقاربات السابقة؛ كونه افتراض غير واقعي، ففي الواقع لا وجود للأسواق المالية ذات الكفاءة المطلقة بل توجد أسواق مالية ذات كفاءة اقتصادية<sup>366</sup>؛ أين توجد ضرائب مفروضة على الأرباح، و على الدخل، كما أن هناك تكاليف للصفقات، وللمعاملات و للمعلومات، و هذه الأخيرة غير متماثلة فالمسيرين لهم معلومات غير متوفرة لدى المساهمين.

## المبحث الثالث : المقاربات النظرية المفسرة لأثر التوزيعات في ظل اختلال افتراضات السوق الكفاء

في هذا المبحث سوف يتم إسقاط افتراضات السوق الكفاء واحدا تلو الآخر عدا فرضية الرشادة؛ التي تبقى كشرط ضروري للتحليل، و نجد في كل حالة نظرية حاولت التفسير في ظل إسقاط افتراض معين، و من أهم هذه النظريات نظرية الإشارة(المعلومة)، نظرية التمييز الضريبي، و نظرية المنظمات، و نظرية أثر العميل. يجوي هذا الفصل ثلاث مطالب الأول؛ بعنوان سياسة التوزيعات و نظرية الإشارة، و الثاني التوزيعات و نظرية التمييز الضريبي، أما في الأخير تم التطرق لسياسة التوزيعات وفق نظريتين هما نظرية المنظمات (نظرية تكلفة الصفقات، نظرية تكلفة الوكالة) و نظرية أثر الزبون.

### المطلب الأول : سياسة التوزيعات و نظرية المعلومة

يكتسي الاتصال بين المؤسسة و السوق المالي (المساهمين الحاليين و المستقبليين) أهمية بالغة؛ كونه يضمن التقييم العادل للمؤسسة، و تعد صعوبة إيصال المعلومة الإستراتيجية في حقيقة الأمر أصل ظهور مجمل الإشارات<sup>367</sup>؛ و تُترجم هذه الأخيرة خصوصا في دفع توزيعات، نسبة الرفع المالي، الاستثمار... و هو ما توصلت إليه نظرية الإشارة أو نظرية عدم تماثل المعلومة . إن التغيير الذي يطرأ على التوزيعات يحمل في طياته معلومة للمستثمرين، و للأسواق المالية ( La distribution est l'un des moyens de communication entre l'entreprise et les investisseurs<sup>368</sup> ) و هو ما يدعى بالدور المعلوماتي للتوزيعات<sup>369</sup>.

<sup>366</sup> أنظر الفصل الأول دور كفاءة السوق المالي .

<sup>367</sup> Jacques HAMON, Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ? CEREG Cahier de recherche n°9801, Université Paris-Dauphine, 1997

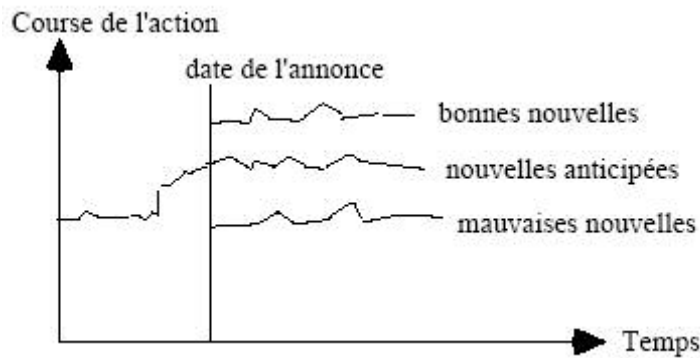
<sup>368</sup> P.VERNIMMEN, OP.cit, P798.

<sup>369</sup> BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information, OP.cit.

## أولا : الدور المعلوماتي للتوزيعات

ظهرت فكرة الدور المعلوماتي للتوزيعات لأول مرة كنتيجة لدراسة<sup>370</sup> Lintner 1956؛ الذي أثبت أن الارتفاع في التوزيعات يصاحبه ارتفاع منتظم في النتائج مع وجود بعض التأخير. اعترف كل من MM في سنة 1961 أن التوزيعات تدل على معلومات و تنقلها إلى السوق في ظل انعدام الكفاءة التامة للأسواق المالية، حيث وصفت التوزيعات بوسيلة نقل véhicule المعلومة للسوق المالي، أصبحت التوزيعات من هذا المنطلق تعطي إشارات مباشرة متعلقة بالنتائج المستقبلية للمؤسسة. يعد ارتفاع التوزيعات دليل على تحسن الأرباح و نموها في المستقبل؛ حيث المؤسسة تعلم السوق بأن هناك ارتفاع في متوسط النتائج المتوقعة مقارنة بالسنة السابقة، فإذا كانت هذه المعلومة غير متوقعة من السوق يؤدي دخولها إلى ارتفاع قيمة السهم/المؤسسة، و العكس عند تخفيض التوزيعات؛ يكون الانعكاس سلبى كون قيمة المؤسسة دالة تابعة لنتائجها الاقتصادية المستقبلية. مما يعني في الأخير أن التغيرات في الأسعار ليس نتيجة التغير في التوزيعات المدفوعة، و إنما بالمعلومة الضمنية و المتعلقة بنمو نتائج الشركة؛ و لإبراز ذلك نقدم الشكل الموالي :

الشكل (3-13) : أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم من منظور نظرية الإشارة .



Source : BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information, OP.cit.

يعتبر اتخاذ قرار التوزيعات تحت افتراض الكفاءة التامة متوقع من قبل المساهمين، و الأسعار لا تتأثر بتاريخ الإعلان كون التوزيعات متوقعة، و في الجهة المقابلة إذا كانت التوزيعات أكبر /أقل من التوزيعات المتوقعة سوف يراجع المستثمرون توقعاتهم، و تنجح الأسعار بنفس المقدار إلى الانخفاض/الارتفاع.

إذا كان الإعلان عن التوزيعات له تأثير على قيمة المؤسسة، فكيف يكون هذا التأثير على القيمة؟ و هي طبيعة المعلومة المنقولة للسوق<sup>371</sup> بعد الإعلان عن التغيير في سياسة التوزيعات؟

<sup>370</sup> سوف نتطرق للنموذج و نتائج الدراسة بالتفصيل في المبحث الرابع من هذا الفصل.

<sup>371</sup> Idem.



كان أول تفسير للدور المعلوماتي عن طريق التدفق النقدي، في النموذج المقترح من طرف Bhattacharya 1979 و 1980 kalay، و John et Williams 1985، و Miller et Rock 1980، حيث أثبتت هذه النماذج أن التوزيعات تقدم معلومات للسوق عن التدفقات الحالية و المستقبلية، أما التفسير ثاني قائم على فرضية التدفق النقدي الحر FCF من طرف Jensen 1986، و الذي توصل إلى أن المسيرين الذين يملكون خزينة<sup>372</sup> مهمة يتراجعون عن الاستثمار في مشاريع ذات مردودية أقل من تكلفة رأس المال، و يفضل هؤلاء المسيريون الاحتفاظ بما عوضا عند توزيعها على المساهمين.

اختبر كل من Lang et Linzberger 1989 مدى تفسير فرضية التدفق النقدي الحر كإشارة لتصحيح الأسعار البورصية، و توصلوا إلى أن التدفق النقدي الحر يفسر جيدا التغير في القيمة تفسيراً ذو دلالة؛ بسبب أن التوزيعات تؤثر على مستوى التدفقات النقدية المتاحة للاستثمارات التي ليس لها مردودية، و تفر هذه النتيجة إلى أن الرفع في التوزيعات يؤدي إلى تحفيز المسيرين على الاستثمار أكثر، و تخفيض التوزيعات يقلل من زيادة الاستثمار؛ كما تطرح هذه النتيجة مشكل الوكالة من جديد، و الذي سوف نناقشه فيما بعد<sup>373</sup>.

لم يتفق كل من Benzerti, Machaely et Thaler 1997 في دراستهما على فكرة أن التغير في التوزيعات قدم معلومات عن النتائج المستقبلية للمؤسسة، و هي نتيجة موافقة لدراسة Watts 1973 و الذي أثبت وجود علاقة قوية بين النتائج التاريخية و التغير في التوزيعات و بالعكس المقاربات أثبتت أن التغيرات في التوزيعات دليل عن النتائج المستقبلية مما يعني أن نموذج Lintner يبقى هو الرائد لقياس<sup>374</sup> و تفسير سياسة التوزيعات.

### ثانيا : الإشارة بالاعتماد على التوزيعات و على الاستثمار

نعني بنموذج الإشارة هنا أن المؤسسة تستخدم التوزيعات، الاستثمارات، أو الاستدانة من أجل إبراز الحالة الصحية لها (son état de santé)، كل إشارة تصاحبها تكلفة في حالة تحويل معلومة خاطئة للسوق، حيث سنتطرق لنموذج الإشارة مع التوزيعات ثم مع الاستثمار.

### 1- الإشارة بالاعتماد على التوزيعات

تناول مشكل الإشارة مع التوزيعات و الاستثمار و الاستدانة، يطرح العديد من الأسئلة التي لا بد أن تجيب عليها و هي : لماذا الشركات توزع أرباحا و في نفس الوقت تصدر أسهما؟، لماذا الشركات التي بلغت مرحلة النضج تكون بها توزيعات أكبر من الشركات حديثة النشأة؟، لماذا بعض المستثمرين يفضلون السيولة بالرغم من وجود ضرائب مرتفعة على التوزيعات؟، هل التوزيعات تشكل إشارة ذات مدلول من أجل إيصال معلومة مميّزة للسوق؟، هل يفسر من مبلغ التوزيعات تضارب المصالح بين<sup>375</sup> المسيرين، و المساهمين، و الدائنين؟

<sup>372</sup>Idem.

<sup>373</sup> أنظر المطلب الثالث من هذا البحث.

<sup>374</sup> BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d Entreprise**, OP.cit. P126.

<sup>375</sup> Ibid, P128.

استخدم كل من Ross 1977, Bhattacharya 1979, Hhakansson 1982 نظرية الإشارة لتفسير سياسة توزيع الأرباح، فالمسيرون يعرضون أحسن المعلومات عن نتائج الشركة، و تستخدم التوزيعات للإشارة عن حالة الوضعية المالية المستقبلية للمؤسسة، تم تأكيد هذه النتائج ميدانيا من طرف Richardson 1986, Ofer et Siegel 1987، كما أثبتت كذلك هذه الأعمال الميدانية أن هناك أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات على أسعار الأسهم من جهة، و من جهة أخرى أن هناك ارتباط موجب بين التغيرات غير المتوقعة في التوزيعات، و التغيرات في الأرباح المقدرة من طرف المحللين الماليين<sup>376</sup>.

اعتبر نموذج Bhattacharya 1979 المسيرين بمثابة معلنين؛ كونهم يقدمون الصحة المالية للمؤسسة، حيث يقومون بدفع توزيعات، و لا يقومون بعملية إعادة شراء الأسهم؛ فالتوزيعات المدفوعة نقدا تعظم ثروة الملاك، و منه المستثمرون يقيمون المؤسسة فعلا، و بطريقة صحيحة في ظل سوق تنافسية، و إذا كانت النتائج غير كافية فلا بد من اللجوء للاستئانة لدفع التوزيعات<sup>377</sup>؛ أين ثمة تظهر تكاليف أخرى كالمصاريف المالية، و تكلفة الإفلاس<sup>378</sup>.

## 2- الإشارة بالاعتماد على الاستثمار

كما لاحظنا أنه يمكن للمؤسسة استخدام التوزيعات كإشارة عن الصحة المالية الجيدة للمؤسسة؛ فإنه بإمكانها كذلك استخدام الاستثمارات لإعطاء إشارة للسوق عن الصحة الجيدة لها، و بما أن الأموال المستخدمة في تمويل الأصل الاقتصادي ذات مردودية جيدة، و هو ما تم التوصل إليه من خلال نموذج Miller et Rock 1985، و القائم على الافتراضات<sup>379</sup> التالية :

- ◆ المستثمرون لا يلقون بالا لنتيجة المؤسسة .
- ◆ ملكية الاستثمار بالشركات للمساهمين بشكل مطلق.
- ◆ تقترض الشركات بمعدل المردودية خال من المخاطرة .
- ◆ يعتبر معدل الضريبة على التوزيعات متجانس مع معدل الضريبة على فوائض القيم.

يلغي الافتراض الأخير الفرق بين إعادة شراء السندات، و دفع التوزيعات؛ و أن الواحد بديل كامل للآخر، و من ثمة المسيرون يرسلون إشارات للمستثمرين بأنهم حققوا توازن بين الموارد و الاستخدامات، و تغير الاستثمارات . و مسيرو المؤسسات الذين لديهم تدفقات نقدية كبيرة بإمكانهم دفع توزيعات كبيرة، و منه التخفيض في سيولة الخزينة؛ و من ثمة تراجع مبلغ الاستثمار، فإذا كانت النتيجة المحققة من قبل المؤسسة ضعيفة مقارنة بالمؤسسات الأخرى فما عليها إلا دفع توزيعات و السوق سوف يعكس النتائج، و حسب هذا النموذج بعض المؤسسات لا تقبل مشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة و هو ما يعرف بمشكل التراجع عن الاستثمار (sous-investissement) .

<sup>376</sup> Idem.

<sup>377</sup> BELLALAH Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information**, OP.cit,

<sup>378</sup> أنظر الفصل الثاني .

<sup>379</sup> Idem.

درس كل من John et Kalay 1985 الإشارة بالاعتماد على الاستثمار من جهة أخرى، حيث على المستوى التطبيقي يطرح إصدار سندات مشكل للتوزيعات، و إعادة شراء الأسهم الذي يجبر المسيرين على التقليل من الاستثمارات حيث مسيرو المؤسسات الذين لديهم مشاريع ذات قيمة حالية صافية يقللون من التوزيعات وإعادة الشراء مقارنة بالمسيرين في المؤسسات ذات تركيز الملكية الأقل .

يقود تعدد العناصر المستخدمة للإشارة إلى طرح العديد من التساؤلات أهمها : لماذا يستخدم مسيرو المؤسسات عنصر أكثر من الآخر للإيصال المعلومة للمساهمين الحاليين و المستقبليين ؟، لماذا بعض المسيرين يستخدمون التوزيعات و آخرون يستخدمون الاستثمار من أجل الإشارة<sup>380</sup> على قيمة المؤسسة ؟

إذا كان المسيرون يهدفون إلى تعظيم ثروة المساهمين؛ فالتوزيعات هي الوحيدة التي تعطي إشارة في ظل نظرية إشارة كونها تنقل معلومة مميزة للسوق، و بتكلفة أقل مقارنة بالاستثمار لوحده.

يعد استخدام التوزيعات و الاستثمار من أجل الإشارة بفاعلية تبعا لدورة حياة المؤسسة نتيجة لدراسة تمت من طرف John et Williams 1987 حيث اقترحا نموذج أثبتا من خلاله أن المؤسسات في مرحلة النضج ترفض بطريقة غير علانية مشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة ( $VAN > 0$ ) ، في حين المؤسسات في مرحلة النمو تقبل مشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة . يؤدي الإعلان عن التوزيعات المرتفعة إلى رفع قيمة المؤسسة لأن حجم الاستثمار ثابت، و بالعكس إذا كانت التوزيعات ثابتة، يؤدي إصدار أسهم جديدة إلى تخفيض قيمة المؤسسة؛ و التي هي في مرحلة النضج، و إلى الرفع في قيمة المؤسسة التي هي في مرحلة النمو.

### ثالثا : حدود نماذج الإشارة و نظرية عدم تماثل المعلومة

تتشارك نماذج الإشارة في خاصية أساسية هي مصدر عدم تماثل المعلومة؛ و ذلك بافتراض أن المستثمرين يخضعون لمعدلات ضريبية متجانسة، و لهم نفس التفضيل، و الطلب على السيولة، لكن في الواقع العملي عكس ذلك، حيث نلمس تباين في معدلات الضريبة، و في الطلب على السيولة، و من هنا بات طرح العديد من التساؤلات منها :

هل المستثمرون الخاضعون لمعدلات ضريبية، و الطالبون للسيولة يشتركون كمية كبيرة، و مهمة من الأسهم التي تتميز

بتوزيعات مرتفعة؟، هل توزع المؤسسات التي في مرحلة النضج توزيعات كبيرة و مهمة؟، لماذا يستخدم المسيرون

التوزيعات، أو الاستثمار لإيصال المعلومة المميزة، و ذات المصدقية إذا كانت هناك ميكانيزمات أخرى ذات تكلفة أقل ؟

في الحقيقة تسمح التوزيعات، و الاستثمارات بتعظيم ثروة المساهمين في حالة نموذج الإشارة؛ لكن ليس دوما فقد يفهم المستثمرون معانٍ أخرى، حيث في الواقع العملي المسيرون لهم معلومات خاصة متعلقة بمردودية الأصول، و المشاريع، و هناك مجموعة من الأدوات مثل التوزيعات، الديون، و الاستثمارات التي يجب أن تنقل المعلومة للسوق .

أدت هذه الملاحظة إلى توجيه البحث نحو نماذج الإشارة متعددة الأبعاد، بمتغيرات عدة، و على كل حال قبل أن نختتم هذا المطلب نود طرح الأسئلة التالية<sup>381</sup> :

ما هو التطور الحقيقي في التوزيعات المدفوعة من قبل المؤسسة ؟، هل تتطابق نماذج نمو التوزيعات مع التطورات النظرية الحديثة الخاصة بالتوزيعات المدفوعة من قبل المؤسسة ؟، ما هو دور الجباية ؟

<sup>380</sup> BELLALAH Mondher, Finance Moderne d entreprise, OP.cit, P130.

<sup>381</sup> هذه التساؤلات سوف تجيب عنها النماذج الرياضية المطروحة في المطلب الرابع من هذا الفصل.

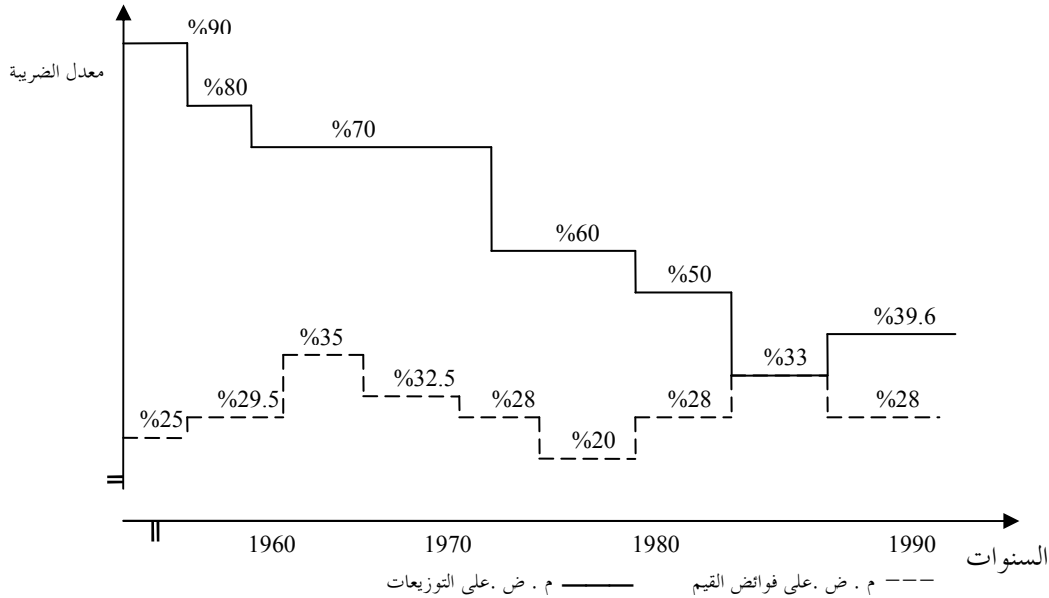
## المطلب الثاني : التوزيعات و نظرية التمييز الضريبي

بعدها تم تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية الإشارة بلغة عدم تماثل المعلومة في المطلب السابق؛ نحاول في هذا المطلب عرض نظرية التمييز الضريبي التي أسقطت فرض عدم وجود الضرائب و تجانسها. عند مناقشة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في الفصل الثاني، كان تأثير الضرائب واضحا من خلال الاقتصاد في الضريبة الناجم عن خصم المصاريف المالية، لكن على مستوى قرار التوزيع ليس لهذا النوع من الضرائب أثر، فالنتيجة المحققة سوف تخضع للضريبة (IBS) مهما كان القرار توزيعا أم احتجازا، الضرائب المقصودة هنا هي الضرائب ما بعد (IBS) و المتمثلة في الضرائب على التوزيعات، و الضرائب على الأرباح غير العادية (فوائض القيم)، حيث نناقش حالتين و هما حالة التساوي بينها و حالة الاختلاف.

### أولا : حالة وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات و الضريبة على فوائض القيم

يوجد بالإضافة للدور الكلاسيكي للضريبة المتمثل في تحقيق الإيرادات العامة دور مهم؛ و هو توجيه النشاط الاقتصادي، و بالتالي اختلاف السياسة الجبائية من دولة لأخرى، فعلى مستوى التوزيعات قد تعفي الدولة فوائض القيم من الضرائب لتشجيع التعاملات المالية في البورصة، و حتى إن لم تعفيها تترك هامش بينها و بين معدل الضريبة على الأرباح الموزعة؛ كما في بريطاني و الولايات المتحدة الأمريكية قبل 1986، و لإبراز الفروقات بين المعدلين في الولايات المتحدة الأمريكية نعرض الشكل التالي :

الشكل (3-14) : تطور معدل الضريبة على التوزيعات و معدل الضريبة على فوائض القيم في USA



المصدر (بتصرف) : عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 216.

يتضح من الشكل جليا الاختلاف بين المعدلين عدا الفترة 1986-1989، ففي بداية الفترة كان الاختلاف كبيرا ثم تراجع و انعدم ثم تزايد، هذا الاختلاف من شأنه أن يجعل المستثمر يفضل فوائض القيم على التوزيعات، ففي بداية الثمانينيات

مثلا نجد الفارق %40 بين المعدلين، في حين لا نجد أي فرق بين المعدلين في الفترة 1986-1989. لكن بإمكان المستثمر إرجاء البيع من أجل تخفيض الضريبة الفعلية .

نفى كل من MM وجود أثر لسياسة التوزيع على قيمة المؤسسة في محتوى المقاربات النظرية السابقة، و أكد G,L على وجود أثر للتوزيعات النقدية؛ حيث كلما زادت التوزيعات ارتفعت القيمة، لكن نظرية التمييز الضريبي اختلفت معهم تماما حيث احتجاز الأرباح يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة في حالة اختلاف معدل الضريبة على التوزيعات عن معدل الضريبة على فوائض القيم.

بناءً على ما سبق إذا أخذنا مؤسستين متماثلتين عدا في سياسة التوزيعات فما هو الفرق بين قيمة المؤسستين ؟ للإجابة عن هذا السؤال نعرض المقاربات التالية :

### 1- مقارنة Farrar et Selwyn 1967

يترتب على تباين المعدلين بطبيعة الحال تباين في ثروة المساهمين لمؤسستين بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، و بالتالي للمساواة بين القيمتين على المؤسسة الدافعة للتوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة المحتجزة للأرباح بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة<sup>382</sup>، و هي ظاهرة تسمى بظاهرة ظللة التوزيعات Dividend Tilt .

### 2- مقارنة Brennan 1970

تعتبر هذه المقاربة هي تطوير للمقاربة السابقة؛ حيث حاول Brennan عرض الكيفية التي تؤثر بها سياسة التوزيعات على القيمة في ظل الاختلاف بين المعدلين، و يرى أنه إذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين، و في نفس الدرجة من المخاطرة و مختلفتين فقط في سياسة التوزيعات فإن معدل المردودية لا بد أن يكون متساوٍ في الأخير. فلو كانت السياسة المنتهجة تفرض دفع توزيعات عالية بالرغم من وجود أعباء مالية ناجمة عن التوزيعات المدفوعة أكبر مقارنة بمؤسسة أخرى، لكنها دفعت توزيعات أقل فإن القيمة في الأخير القيمة سوف تنخفض.

خلصت هذه المقاربة إلى أنه في ظل تباين المعدلين لسياسة التوزيعات أثر على قيمة المؤسسة، و هذا الأثر يتمثل في الفرق بين القيمة الحالية للضريبة على التوزيعات، و القيمة الحالية للضريبة على فائض القيمة. نلاحظ أن هذه الخلاصة عبارة عن محاكاة للنتيجة التي توصل إليها MM بشأن تأثير الهيكل المالي في ظل وجود ضرائب؛ حيث يساوي الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة، و غير المقترضة القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، و من ثمة فقيمة المؤسسة غير الدافعة للتوزيعات تساوي قيمة المؤسسة الدافعة للتوزيعات منقوصا منها القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة و نكتب :

$$V_{END} = V_{ED} + (irj.DIV - ipv.NDIV) / K \dots\dots (3 - 28)$$

: حيث

<sup>382</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 358.

- $V_{END}$  : قيمة المؤسسة غير الموزعة للأرباح؛  
 $V_{ED}$  : قيمة المؤسسة الموزعة للأرباح؛  
 irg : معدل الضريبة على التوزيعات؛  
 Div : التوزيعات؛  
 ipv : معدل الضريبة على فائض القيمة؛  
 NDIV : الأرباح غير الموزعة؛  
 K : تكلفة رأس المال.

### 3- مقارنة Miller et Sholes 1978

في الوقت الذي ذهب فيه Brennan لمحاكاة لفكر MM بخصوص تحديد كيفية التأثير، حاول Miller et Sholes محاكاة فكرة المراجعة، و استخدام الرافعة المالية الشخصية التي قدمها MM؛ وذلك لإبراز أثر التوزيعات على قيمة المؤسسة. يرى كل من Miller et Sholes أنه في ظل عدم تساوي معدل الضريبة على التوزيعات، و معدل الضريبة على الأرباح غير العادية يكون لسياسة التوزيعات تأثير على قيمة المؤسسة، و لإثبات موقفهما رأوا بأن هناك حيل جبائية يمكن استخدامها من طرف المستثمرين.

لن تكون هناك ضرائب مدفوعة في حالة احتجاز الأرباح و عدم بيع السهم؛ أين تحولت التوزيعات إلى أرباح غير عادية، و في هذه الحالة بإمكان المستثمر الراغب في التوزيعات اللجوء للرافعة المالية الشخصية، وذلك باقتراض مبلغ الاحتياج، و الفوائد عليه متجانسة تماما مع التوزيعات من حيث القيمة، و تاريخ الحدوث، و استثمار المبلغ المقترض في شراء كمية من أسهم الشركة الدافعة للتوزيعات. لكن السؤال المطروح إذا كانت التوزيعات مساوية للمصاريف المالية فأين إنشاء القيمة<sup>383</sup> ؟ يتمثل إنشاء القيمة في هذه الحالة في الأرباح غير العادية (فوائض القيم) .

اعترفت بمجمل المقاربات النظرية المقدمة بوجود أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في حالة ما إذا كان هناك تباين في معدل الضريبة على التوزيعات، و معدل الضريبة على فائض القيمة؛ لكن السؤال المطروح إذا تساوى المعدلان هل هناك أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة ؟

#### ثانيا : : حالة عدم وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات و الضريبة على فوائض القيم

يبدو للوهلة الأولى حسب المقاربات السابقة عدم وجود أثر لسياسة التوزيعات قيمة المؤسسة، لكن في حالة التساوي تصبح الضرائب على الأرباح غير العادية واجبة التسديد عند بيع السهم، و في حالة الاحتفاظ القيمة الحالية للضريبة سوف تنخفض بسبب القيمة الزمنية للنقود، و من ثمة ارتفاع القيمة السوقية بالتبعية، و هذا في الحالة العامة بطبيعة الحال.

<sup>383</sup> إذا افترضنا أن هناك مستثمر يملك أسهم في شركة الوفاء قيمتها السوقية DA 20 000 بتوزيعات سنوية DA 2400 أي بمعدل توزيعات 12% و فائض قيمة 8% (DA 1600). هذا المستثمر قام باقتراض DA 80 000 بتكلفة استدانة 15%، الحصة المملوكة من طرف المستثمر تصبح DA 100 000 ، التوزيعات DA 12 000 و المصاريف المالية DA 12 000 . أين إنشاء القيمة ؟ يتمثل إنشاء القيمة في الأرباح غير العادية و البالغة 8% = DA 8 000 .

يكون الأمر عكس ذلك في بعض الحالات الخاصة، أو تبعا لبعض التشريعات الجبائية، و تصبح التوزيعات أحسن من الأرباح غير العادية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية 80% من التوزيعات التي تحصل عليها المؤسسات المساهمة في رأسمال شركة أخرى معفاة من الضرائب، ففي هذه الحالة من صالح المؤسسات تحصيل التوزيعات عوضا عن الأرباح غير العادية<sup>384</sup>.

تم اعتبار المؤسسة وفقا للنظرية التقليدية مجموعة من الأدوات الاستثمارية لها تدفقات نقدية مستقبلية عشوائية، أي عبارة عن علبة سوداء (Boite noire) مدخلاتها استثمارات، و مخرجاتها تدفقات. لكن وفقا لنظريات المنظمة تعتبر المؤسسة ليست كذلك، بل هي عبارة عن مركز للتعاقد (Un noeud de contras)<sup>385</sup>، و بالتالي أصبح من الضروري تسيير تكاليف هذه العقود أو الصفقات، و هي التي سوف نناقشها في هذا المطلب و المثلة في تكلفة الوكالة، و تكلفة المعاملات البورصية.

### المطلب الثالث : تفسير سياسة التوزيعات و فق نظريات المنظمة (الوكالة، الصفقات) و نظرية أثر الزبون

تم إسقاط كل من افتراض تماثل المعلومة، و عدم وجود ضرائب، و تجانسها في المطلبين السابقين على التوالي؛ حيث اعترف كل من MM بوجود أثر لهذين العاملين؛ لكن السؤال المطروح ما هو ردهما في حالة وجود تكاليف للمعاملات ؟

#### أولا : تكلفة الصفقات و سياسة توزيع الأرباح

لم يفرق كل من MM بين دينار توزيعات، و دينار إصدار أسهم جديدة، لكن يتولد عن هذه العملية الأخيرة تكاليف تتمثل في تكاليف الإعلان، و تكاليف السمسرة، مما يجعل في الأخير تكلفة الاحتجاز أقل؛ بل ما يزيد الأمر أهمية أن معظم تكاليف المعاملات ثابت، و بالتالي ارتفاع تكلفة الوحدة الواحدة في حالة الإصدار القليل.

لو رجعنا إلى مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية؛ حيث اقترح كل من MM فكرة إمكانية تشكيل سياسة التوزيعات الخاصة بكل فرد، دون مراعاة التكاليف المصاحبة لكل سياسة، و التي من المحتمل أن تفوق إيرادات العملية، و قد تقف هذه التكاليف كعائق أمام المستثمر بخصوص تشكيل السياسة التي تروق له، و من ثمة يتخلى عنها.

تضع بعض الأسواق بالإضافة إلى تكاليف الصفقات حدودا لكميات الشراء أو لكميات البيع؛ مما يعني عدم إمكانية تشكيل سياسة التوزيعات الخاصة سواء عند الحصول على توزيعات أكبر أو عند الحاجة إلى سيولة<sup>386</sup>.

بالرغم من وجود هذه التكاليف إلا أن هناك بعض المؤسسات توزع أرباحا و في نفس الوقت تصدر أسهما؛ ليبقى السؤال المطروح ما هو الدافع من وراء هذه العملية ؟ و من بين النظريات التي حاولت الإجابة على هذا السؤال هي نظرية الوكالة.

<sup>384</sup> نفس المرجع السابق، ص 369 .

<sup>385</sup> Christophe MOUSSU, Christophe THIBIERGE, **Politique financière, opportunités de investissement et actifs incorporels en Europe : théorie et étude empirique**, est un cahier de recherche ESCP N 96-129.

<sup>386</sup> لقد تم إدراج الحدود الكمية تحت عنوان تكاليف الصفقات كونها تمثل فعلا تكلفة و المتمثلة أساسا في تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة .

### ثانيا : نظرية تكلفة الوكالة و سياسة توزيع الأرباح

عند مناقشة أثر الهيكل المالي على سياسة توزيع الأرباح، تم التوصل إلى أن تكلفة الوكالة تؤثر سلبا على قيمة المؤسسة نتيجة تضارب أهداف أصحاب المصالح (Stakeholders)، عند نسبة معين من الرفع المالي، لكن السؤال المطروح كيف تم تفسير أثر سياسة التوزيعات وفق هذه النظرية ؟

يؤدي الاستفهام المطروح حول إصدار أسهم جديدة في الوقت الذي يتم فيه دفع توزيعات بالرغم من وجود تكاليف للمعاملات إلى ممارسة الرقابة، و الفحص حول أسباب هذا الإجراء؛ الذي قد يكون هدفه السيطرة أو تشتيت الملكية، لأنه إذا كانت الحجة هي إيصال المعلومة فقد تكون تكلفة الصفقات أكبر من تكلفة إيصال المعلومة؛ أي ما مدى عقلانية هذا القرار ؟ هذا من حيث العلاقة بين المساهمين و المسيرين، أما من ناحية العلاقة بين المساهمين و الدائنين ففي حالة دفع توزيعات و المؤسسة في حالة صعوبات مالية؛ يخشى الدائنون ضياع حقوقهم مما يؤدي في الأخير إلى تحمل تكاليف للرقابة، و من ثمة تراجع قيمة المؤسسة.

توصل Kalay 1982 في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح، و نظرية الوكالة إلى أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين<sup>387</sup>، في حين توصل Lewellen 1981 إلى أن معدل التوزيعات يرتبط إيجابيا مع علاوة المسيرين، و أجورهم السنوية؛ و التي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة<sup>388</sup>. تعتبر تكاليف الصفقات، و الوكالة هي ناتج لقيود خارجية مفروضة من السوق، أو من طبيعة الملكية، و تركيزها، لكن هناك قيود داخلية مرتبطة بالمستثمر في حد ذاته مثل التفضيلات، و الجانب النفسي له، و هو ما تناولته نظرية أثر الزبون<sup>389</sup>.

### ثالثا : سياسة توزيع الأرباح و نظرية أثر الزبون ( Clientele effect theory )

يختلف المستثمرون في تفضيلهم لسياسة توزيع الأرباح تبعا لاحتياجاتهم؛ فالمستثمرون المتقاعدون مثلا يفضلون التوزيعات النقدية،. هذه الفئة إذا كانت مستثمرة في أسهم بها توزيعات مخالفة لاحتياجاتهم فسوف تنخفض قيمة تلك الأوراق المالية نتيجة للسلوك المعاكس لاحتياجاتهم.

سوف تطلب الفئة الأخرى؛ و المفضلة لاحتجاز الأرباح الأسهم التي ليس بها توزيعات؛ و من ثمة ترتفع قيمة الأسهم بسبب زيادة الطلب؛ و بالتالي يتضح أنه بإمكان كل مستثمر أن يشتري الأسهم الموافقة لاحتياجاته، و للمؤسسة أن تختار السياسة التي تروق لها<sup>390</sup>، لكن هذا في ظل ظروف معينة، ففي ظل وجود تكاليف للمعاملات فالعملية غير مشجعة، و إذا كان المسيرين في خدمة المساهمين لماذا لا يلبوا احتياجات المساهمين ؟

نجد من بين الدراسات في هذا الجانب دراسة Statman 1985، و الذي استخدم نظرية سلوك الأفراد، و اختياراتهم من أجل إثبات أن المستثمرين يفضلون استلام التوزيعات النقدية في ظل وجود ضرائب مرتفعة<sup>391</sup>.

<sup>387</sup>BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d entreprise**, OP-cit. P131.

<sup>388</sup> BELLALAH Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information**, OP.cit, P15.

<sup>389</sup> تسمى كذلك بنظرية الجانب النفسي لحاملي الأوراق المالية.

<sup>390</sup> عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل و الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 230.

<sup>391</sup> Idem.



جمعت المطالب الثلاثة السابقة مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير، و إثبات أو نفي وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ليبقى الإشكال حول وسائل اختبار مصداقية كل مقارنة، و هو ما ستم معابنته في المطلب الموالي.

### المطلب الرابع : بعض النماذج الرياضية المستخدمة لدراسة سياسة توزيع الأرباح و أثرها على القيمة

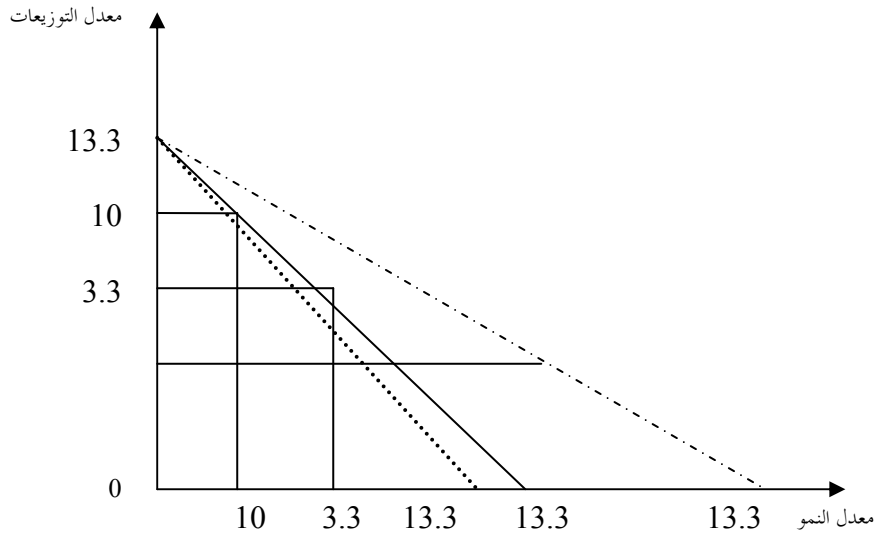
خلص MM في ظل تحقق افتراضات السوق الكفاء إلى عدم وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، في حين توصل كل من L و G إلى وجود أثر إيجابي للتوزيعات النقدية على القيمة، و على العكس خلصت نظرية التمييز الضريبي إلى وجود أثر سلبي لدفع التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، إذا كيف يتم اختبار مصداقية كل نظرية ؟

للإجابة على هذا السؤال وجدت عدت نماذج منها :

- ✓ النموذج البياني
- ✓ نموذج MEDAF/CAPM .
- ✓ نموذج Lintner 1956
- ✓ نموذج Merton et March 1987

#### أولا : النموذج البياني

استخدم هذا النموذج من طرف Brigham 1968 لعينة من المؤسسات المتماثلة، و المختلفة فقط في معدلات توزيع الأرباح و معدل النمو، و يتم بعد ذلك رصد النتائج في تمثيل بياني الذي تكون بدائله ثلاث، و هي مبينة في الشكل التالي : الشكل (3-15) : النموذج البياني لاختبار مصداقية النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.



المصدر (بتصرف) : عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 225 .

خلصت نتائج الدراسة إلى ثلاث حالات و هي :

1- إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم الأوسط (المستمر)؛ فإن معدل المردودية 13.3 بصرف النظر عن سياسة التوزيعات، لو كان معدل النمو كبير/صغير و انخفض/زاد عن معدل المردودية بنفس المقدار فهذا يعني حياد سياسة توزيع الأرباح و من ثمة مقارنة MM؛ هي الرائدة أي لا أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة .

2- إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم أعلى السابق؛ فهذا يعني أن نظرية عصفور في اليد هي الرائدة؛ و يعني أن الزيادة في النمو الناجمة عن احتجاز الأرباح يصاحبها انخفاض قليل في معدل المردودية المفروض، و هو ما يعبر عنه الميل الأقل سالبة مقارنة بالتوزيعات؛ مما يعين أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض كبير في معدل المردودية، و منه زيادة قيمة المؤسسة<sup>392</sup>.

3- إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم السفلي فهذا يعني أن ميل المستقيم أكبر أي درجة حساسية معدل المردودية المفروض للأرباح المحتجزة أكبر، أي كلما زادت نسبة الاحتجاز زاد معدل المردودية المفروض و منه انخفاض قيمة المؤسسة و منه فالنظرية الرائدة هي نظرية التمييز الضريبي.

بالرغم من بساطة هذا النموذج في الاختبار؛ إلا أن المشكل المطروح يبقى على مستوى العينة المدروسة؛ و التي هي بمثابة انتقاد لهذه الطريقة و هي :

- ✓ لا بد من افتراض ثبات العوامل الأخرى لدراسة أثر التوزيعات؛ و هذا غير مقبول نوعا ما؛
- ✓ لا بد أن تكون العينة المختارة متجانسة من كل شيء عدا سياسة توزيع الأرباح؛ و هي صعبة التحقق؛
- ✓ يتطلب معدل النمو واجب الحساب دقة كبير.

ظهر نتيجة لهذه الانتقادات نموذج آخر، و هو نموذج MEDAF متضمن أثر التوزيعات<sup>393</sup>.

### ثانيا : نموذج MEDAFD/CAMPD

إن من بين المزايا الرئيسية لنموذج MEDAF السماح للمسيرين بتحديد معدل المردودية المفروض؛ الذي يعتبر من وجهة نظر المسيرين تكلفة للأموال الخاصة، و لمعرفة أثر التوزيعات على قيمة المؤسسة، يكون بمعرفة أثرها على تكلفة الأموال الخاصة، و لأجل ذلك تمت إضافة متغير التوزيعات في دالة معدل المردودية ثم اختبار المعنوية الإحصائية للمتغير الجديد؛ فإن وجدت له معنوية إحصائية فالتوزيعات ذات معنوية إحصائية، و يرجع تأثيرها سلبا أم إيجابا لإشارة هذا المعامل فإن كان موجب دلّ على العلاقة الطردية بين معدل المردودية و التوزيعات، أما إذا كان سالبا فهو يدل على العلاقة العكسية بين معدل التوزيعات و معدل المردودية المفروض، لكن ما هو أثره على قيمة المؤسسة ؟ بطبيعة العلاقة العكسية بين معدل المردودية

<sup>392</sup> نفس المرجع السابق ص 231 .

<sup>393</sup> نرّمز له في البداية بالرمز MEDAFD .

و قيمة المؤسسة؛ فالإشارة الموجبة للمعامل تدل على التأثير السلبي للتوزيعات، و تدل الإشارة السالبة على التأثير الإيجابي للتوزيعات على قيمة المؤسسة.

بعد عرض مفهوم هذا النموذج نحاول عرض الصيغة الرياضية لها النموذج، و هي كالتالي :

$$R_t = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda(TD_t - TD_M).....(3 - 29)$$

حيث :

$\lambda$  : معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات؛

$TD_t$  : معدل توزيعات السهم t ؛

$TD_M$  : معدل توزيعات محفظة السوق؛

يتم اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرات بعد تقدير معاملات النموذج بأسلوب الانحدار الخطي، و تحليل النتائج التي

تكون احتمالاتها كالتالي :

$\lambda < 0$  : زيادة التوزيعات تؤدي على رفع قيمة المؤسسة، و منه نظرية عصفور في اليد هي الرائدة؛

$\lambda = 0$  : ليس للتوزيعات أثر على قيمة المؤسسة، و منه نظرية MM هي الرائدة؛

$\lambda > 0$  : زيادة التوزيعات تؤدي إلى تدهور قيمة المؤسسة، و منه نظرية التمييز الضريبي هي الرائدة .

توصل كل من لـ Litzenberger et Ramaswamy 1979 في دراسة لهما حول أثر سياسة التوزيعات بمؤسسة NYSE خلال الفترة الممتدة ما بين 1936-1977 باستخدام هذا النموذج، إلى أن الأسهم ذات التوزيعات المرتفعة تحققت مردودية أكبر من الأسهم ذات التوزيعات المنخفضة بعد تعديلها بالمخاطر النظامية<sup>394</sup>، حيث معدل المردودية يزداد بـ 0.24 نقطة مقابل كل زيادة بنقطة مئوية في التوزيعات .

ما يعاب على هذا النموذج أساسا هو الاعتماد على المعلومات التاريخية، بالإضافة إلى افتراض كفاءة السوق المالي، و التي تعتبر غير واقعية، مما يستدعي البحث عن نماذج أخرى ذات دلالة و واقعية أكثر .

ما يلاحظ على النماذج السابقة أنها اختبرت ثلاث نظريات فقط، وهي نظرية MM، نظرية عصفور في اليد، و نظرية التمييز الضريبي، ليبقى التساؤل المطروح حول النظريات المتبقية لاسيما نظرية الإشارة، و التي خصص لها نموذج لوحدها من قبل Lintner 1969، و هو ما سوف نعرضه في النقطة الموالية.

### ثالثا : نموذج Lintner 1956

توصل Lintner في دراسة له لـ 28 فريق إدارة بمؤسسات أمريكية<sup>395</sup> خلال الفترة الممتدة ما بين 1918-1941 إلى

النتائج التالية :

<sup>394</sup> نفس المرجع السابق، ص 227 .

<sup>395</sup> BELLALAH Mondher, *Finance Moderne d entreprise*, OP-cit, P133.

- ◆ المسكرون یركزون كثیرا على معدل التوزیعات، و التغير فیه، و لیس على مبلغ التوزیعات؛
- ◆ عادة ما یضع المسكرون معدلات مستهدفة لتوزیع للأرباح؛
- ◆ معظم المسكرون یجتنبون تغییر هذا المعدل نتیجة النتائج غیر الدائمة، حیث لا یرغب المسكرون فی تغییر ثم یتخلون عنه؛
- ◆ ترتبط التغيرات فی التوزیعات بالأرباح طویلة الأجل<sup>396</sup>.

هذه النتائج كانت استنادا إلى النموذج التالي :

$$\nabla D_{i,t} = a_i + C_i \cdot (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3-30)$$

حیث :

$\nabla D_{i,t}$  : التغير فی التوزیعات  $i$  فی الفترة  $t$ ؛

$a_i$  : معامل ثابت؛

$C_i$  : النسبة المقبولة للزیادة فی التوزیعات، و الی تتوقف على وجهة نظر المسكرین؛

$D_{i,t}^*$  : معدل التوزیعات المستهدف أو طویل الأجل؛

$D_{i,t-1}$  : معدل التوزیعات للسنة السابقة؛

$\varepsilon_t$  : الحد العشوائی عبارة تشویش أبيض Un bruit blanc ذو توزیع طبیعی .

یسمى هذا النموذج بالنموذج المتأخر أو المتباطئ زمنیا؛ كونه اعتمد على السلاسل الزمنية، حیث التوزیعات لا ترتبط فقط على الأرباح المتوقعة، بل ترتبط كذلك بتوزیعات الفترة السابقة.

يمكن تفسیر سياسة توزیع الأرباح من خلال النموذج؛ و هو أن المؤسسات تتمسك بمعدلات توزیع مستهدفة، لكن نظرا لردود الأفعال السلبية الی يمكن أن تحدث إذا تراجع BPA و DPA بالتبعیة تتمسك المؤسسة فی الزیادة فی BPA حیث لا تنعكس فی DPA مباشرة فی سنة واحدة، بل تنعكس تدريجیا؛ أي المسكرون لا یضطروا إلى تخفیض معدل التوزیع بعد توزیعات مرتفعة نتیجة لـ BPA استثنائية و مؤقتة .

تتحكم فی النسبة المقبولة للزیادة فی التوزیعات  $C_i$  عدة عوامل؛ على رأسها شخصیة المسكرین فإن كانوا متحفظین فسوف یحددون نسبة منخفضة، و فی حالة العكس سوف تكون النسبة مرتفعة، مما يؤدي انعكاس سریع للارتفاع فی نتیجة.

بلغت القدرة التفسیریة لهذا النموذج حوالي 85%، فی حین بلغت  $C_i$  حوالي 30%، و بلغ معدل التوزیعات المستهدف حوالي 50% ، و لقد اختبر هذا النموذج میدانیا من طرف العدید من الباحثین، و كانت النتائج متماثلة تقریبا و من بینهم نذكر<sup>397</sup> : Fama et Babiak 1968, Petit 1972, Watts 1973

<sup>396</sup> أنظر ربحیة السهم الواحد BPA المعدلة، و توزیعات السهم الواحد لمجمع L'Oreal، الشكل ...

<sup>397</sup> BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information, OP.cit, P14.

يعتبر نموذج Lintner 1956 من بين أحسن النماذج التي استخدمت لدراسة سياسة توزيع الأرباح، حيث هو المفسر لنظرية الإشارة؛ فنمو التوزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، لكن كباقي النماذج لا يخلو من نقائص على رأسها أنه تجاهل الارتباط، و الارتباط المتبادل بين سياسة التوزيعات المعتمدة، و سياسة توزيعات المؤسسات الأخرى، كما أنه كذلك استخدم على مستوى الاقتصاد الجزئي، و ليس على مستوى الاقتصاد الكلي (توزيعات مجمل المؤسسات).

ففي دراسة لـ Fama et All 1969، و الخاصة بدراسة سياسة توزيع الأرباح، حيث تم التطرق لعلاقة نمو التوزيعات بالتوزيعات في شكل أسهم مجانية، و وصلوا إلى أن التغير في توزيعات المؤسسة مرتبط بتوزيعات مجمل الشركات . حاول كل من Merton et March بناءً على الانتقاد اللاذع لهذا النموذج بالغ الأهمية تقديم نموذج آخر يقضي على هذا الانتقاد؛ و هو محور الاهتمام في النقطة الموالية.

#### رابعا : نموذج Merton et March 1987

جاء هذا النموذج لدراسة سياسة التوزيعات للمؤسسات، و للسوق ككل، حيث يعتمد على النموذج السابق لـ Lintner 1956 و نموذج Merton، و قبل عرض هذا النموذج، نقوم بالتعرف على نموذج Merton .

##### 1- نموذج Merton

قام هذا النموذج على إسقاط أحد افتراضات السوق الكفاء، و المتمثلة في عدم وجود تكلفة للمعلومة، يتم تبعا لهذا النموذج تحديد معدل المردودية المطلوب انطلاقا من نموذج توازن الأصول المالية MEDAF المعدّ من قبل Sharpe 1964 مع إدخال تكاليف المعلومة، و يسمى كذلك بنموذج MEDAFI/CAPMI<sup>398</sup> ذو الصيغة الرياضية التالية :

$$R_T = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda_T - \beta.\lambda_M \dots \dots \dots (3-31)$$

حيث :

$\lambda_T$  : تكلفة المعلومة للورقة المالية T (shadow cost)؛

$\lambda_M$  : تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأوراق المالية بالسوق .

##### 2- نموذج Merton et March 1987

تم تحديد معدل المردودية المفروض في ظل وجود تكلفة للمعلومة بناءً على هذا النموذج ، و نموذج Lintner 1956 حيث قام كل من Merton et March ببناء نموذج لدراسة تطور التوزيعات للمؤسسة، و لجميع المؤسسات (محفظة السوق)<sup>399</sup>، وذلك باعتبار أن قيمة المؤسسة/السهم تتحدد بالعلاقة<sup>400</sup> التالية :

$$V_t = \varepsilon_t \left\{ \int_t^{\infty} (ETE_s - I_s) e^{-K.(s-t)} . ds \right\} / N_t \dots \dots \dots (3-32)$$

<sup>398</sup> Idem .

<sup>399</sup> Idem .

<sup>400</sup> تم تقييم الورقة المالية حسب نظرية الخيارات، لمزيد من التفصيل أنظر الفصل الأول .

حيث :

$V_t$  : قيمة السهم في الفترة t؛

$\mathcal{E}_t$  : الأمل الرياضي الشرطي على المعلومة المتاحة في الفترة t ؛

$ETE_s$  : فائض خزينة الاستغلال في الفترة s؛

$I_s$  : تكلفة الاستثمارات المالية و المادية في الفترة s؛

e : أساس اللوغاريتم النيبيري (...2.71)؛

K : تكلفة رأس المال؛

$N_t$  : عدد السهم في الفترة t .

يمكن تحديد من جهة أخرى قيمة المؤسسة عن طريق خصم الأرباح الدائمة من الفترة الحالية إلى مالا نهاية، و ذلك

استنادا إلى العلاقة التالية :

$$V_t = E_t / K \Rightarrow E_t = K.V_t \Leftrightarrow E_t^m = K.V_t^m \dots\dots(3 - 33)$$

حيث :

$V_t$  : قيمة المؤسسة أو السهم؛

$E_t$  : الأرباح الدائمة؛

$E_t^m$  : الأرباح الدائمة على مستوى السوق؛

$V_t^m$  : قيمة محفظة السوق؛

K : تكلفة رأس المال، و تحسب بالعلاقة التالية :

$$K = (R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda_T - \beta.\lambda_M).CP/AE + R_{SR}.D/AE \dots\dots(3-34)$$

CP : الأموال الخاصة؛

AE : الأصل الاقتصادي؛

D : الاستدانة الصافية .

يتم تحديد متغيرات النموذج مما سبق كما يلي : قيمة محفظة السوق (بجمل المؤسسات)، تحسب بالتكامل أعلاه

(العلاقة )، و الأرباح الدائمة تحسب بناءً على العلاقة الموالية لها .

اقترح كل من Merton et March السيرورة التالية لدراسة التوزيعات على مستوى السوق المالي<sup>401</sup> كما يلي :

$$(1 - \phi_1 L) \log(D_t) = a_t + (\Gamma - \theta_1 L) \log(E_{t-1}^m) + \eta_t \dots\dots(3 - 35)$$

حيث :

L : معامل التأخير؛

<sup>401</sup> BELLALAH Mondher, Finance Moderne d entreprise, OP.cit, P133.

$\log(D_t)$  : لوغاريتم التوزيعات؛

$a_t$  : الأمل الشرطي للمعلومة المتاحة في الفترة t؛

$\log(E_{t-1}^m)$  : لوغاريتم الأرباح الدائمة للفترة السابقة؛

$\eta_t$  : البواقى و هي عبارة عن تشويش أبيض .

تعتبر التوزيعات الواردة في المعادلة السابقة عبارة عن توزيعات لمجموع توزيعات السوق، و من ثمة تحسب بالتكامل

التالي :

$$Dt = \int_{t-1}^t d(s).ds \dots \dots \dots (3-36)$$

التوزيعات هي مجموع لوغاريتمات الأرباح الدائمة الموزعة مع وجود بعض التأخير، و هي عبارة عن محاكاة لنموذج

Lintner الذي خص المدى القصير، و تجاهل معدل التوزيعات في الأجل الطويل.

يؤول معدل التوزيعات في المدى الطويل إلى معدل ثابت يحدد بالعلاقة التالية :

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \log( Dt / E_{t-1}^m ) = \beta \dots \dots (3-37)$$

بتعويض هذه المعادلة في النموذج نجد :

$$\log( D_{t+1} - \log D_t ) = g_t + \Gamma [ \log( E_t^m ) - \log( E_{t-1}^m ) - m_{t-1} ] + \delta [ \beta - ( \log( D_t ) - \log( E_{t-1}^m ) ) ] + \eta_{t+1} \dots \dots \dots (3-38)$$

حيث :

$m_{t-1}$  : التغير في لوغاريتم الأرباح الدائمة؛

$g_t$  : التغير في لوغاريتم التوزيعات المتوقعة، و تساوي  $\log(Dt) - \log D_{t-1}$  لأنه في الفترة t-1 لوغاريتم معدل التوزيعات

مساو لـ  $\log(Dt / E_{t-1}^m)$ ، و هو عبارة عن المعدل المستهدف في المدى الطويل، حيث يساوي تكلفة رأس المال مضروبا

في معدل الاحتجاز (عدم التوزيع)، و هذا الجداء عبارة عن معدل النمو الذي أشار إليه Gordon، و من ثمة يصبح معدل

الاحتجاز  $r_t$  من الشكل :

$$r_t = 1 - D_t / E_{t-1}^m \dots \dots \dots (3-39)$$

عبارة عن التغير غير المتوقع في لوغاريتم الأرباح الدائمة.

$\delta$  : عبارة عن معامل تصحيح الأخطاء، و يعني انحراف معدل التوزيعات في المدى القصير عن معدل التوزيعات في المدى

الطويل، و تقيس السرعة المتوسطة لاقترب معدل التوزيعات بالمعدل المستهدف في المدى الطويل<sup>402</sup>.

<sup>402</sup> BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information, OP.cit, P14.

## خلاصة الفصل

تعرف التوزيعات على أنها ذلك الجزء من الأرباح الذي يقوم المسكرون بتوزيعه على الملاك بعد موافقة مجلس الإدارة، على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي، أو عيني (أسهم) ناتج عن نشاط الدورة الحالية أو دورة/دورات سابقة لتلبية احتياجات الملاك، أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الأجنبية (الاستدانة)، و تعكس المراجعة بين البدائل سياسة الإدارة التمويلية، و الإستراتيجية، و التي تعرف بسياسة توزيع الأرباح، تخضع هذه الأخيرة لعدة عوامل تختلف باختلاف طبيعتها إلى عوامل قانونية (عدم توزيع أرباح ناتجة عن التنازل عن أصول... ) تعاقدية (قيود للمحافظة على قابلية المؤسسة على تسديد التزاماتها )، اقتصادية(النقد المتاح، دورة الحياة، الجباية... )

تشكل التوزيعات أحد المكونات الهامة لمعدل المدودية الفعلي، و عنصر أساسي في تقييم المؤسسات من طرف السوق، لذلك يبقى التساؤل مطروحا حول أثرها، و أثر سياسة دفعها على قيمة المؤسسة؛ ففي ظل سوق تتميز بالكفاءة النامية دون وجود ضرائب، و لا تكاليف صفقات، و لا تكاليف للمعلومة، ليس لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة المؤسسة، و هو ما خلصت إليه المقاربات التقليدية متمثلة أساسا في مقارنة كل من MM .

يعتبر في غير ذلك موضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من بين المسائل العالقة، و محل جدل، كل يفسر الأثر حسب الزاوية التي ينظر إليها؛ فنظرية الإشارة (المعلومة) قدمت تفسير متعلق بالدور المعلوماتي للتوزيعات كونها تمثل وسيلة نقل للمعلومة بين المؤسسة، و المساهمين الحاليين و المستقبليين، و الإعلان عن الرفع في التوزيعات دليل على ارتفاع الربحية مستقبلا و هو نتيجة دراسة Lintner 1956 .

ذهبت نظرية عصفور في اليد إلى العلاقة بين الزمن و حالة عدم التأكد، حيث ترى أنه كلما زادت التوزيعات المدفوعة ارتفعت قيمة المؤسسة، و كلما انخفضت التوزيعات تراجعت قيمة المؤسسة؛ متجاهلة في ذلك كل المزايا الجبائية الناجمة عن الفرق بين معدل الضريبة المفروض على التوزيعات و على فوائض القيم، و هو منطلق نظرية التمييز الضريبي.

رأت نظرية التمييز الضريبي عكس سابقتها؛ حيث زيادة التوزيعات تؤدي تخفيض قيمة المؤسسة، و العكس في حالة تخفيض التوزيعات، و ذلك بسبب إنشاء القيمة الناجم عن الفرق بين معدل الإخضاع للتوزيعات، و لفوائض القيم بل أكثر من ذلك للاقتصاد في الضريبة الناجم عن تراجع القيمة الحالية للضريبة في ظل وجود قيمة زمنية للنقود .

أبرزت نظرية الوكالة أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى فرع الدائنين؛ و من ثمة تظهر تكاليف الوكالة من جهة الصراع بين الدائنين و المسكرين، أما من جهة العلاقة بين المساهمين، و المسكرين يتساءل المساهمون عن ظاهرة دفع توزيعات، و في نفس الوقت يتم رفع في رأس المال نقدا بالرغم من وجود تكاليف صفقات قد تفوق تكلفة نقل المعلومة للسوق؛ وهو ما عاجلته نظرية الصفقات. ما زال الإشكال المطروح في ظل هذا الجدل القائم حول مصداقية كل نظرية لتحديد ذلك وجدت مجموعة من النماذج تتمثل أبرزها في نموذج كل من : MEDAFD, Lintner 1956, Merton et . March 1987



## الفصل الرابع : الدراسة التطبيقية

## تمهيد

تم التطرق في الفصل الأول إلى ماهية قيمة المؤسسة و طرق تحديدها، ثم بعد ذلك إلى تقديم حوصلة للمقاربات النظرية التي حاولت تفسير تأثير الهيكل المالي، و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في فصلين متواليين الثاني و الثالث على التوالي، أما في هذا الفصل سوف يتم قياس و اختبار وجود تأثير للهيكل المالي، و لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة لعينة من الشركات الكويتية (60 شركة)؛ موزعة على كل من قطاع الاستثمار، العقار، الصناعي، الخدمي، الأغذية.

يلعب المحيط دورا هاما في اتخاذ القرار حسب المنظور الإستراتيجي ، و من ثمة بات من الضروري تشخيص المحيط الخارجي للمؤسسات المدرجة محل الدراسة، و المتمثل في السوق المالي، و الاقتصاد الكويتي، فبعد التعريف بالسوق و إعطاء نبذة عنهما، سوف يتم اختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بسوق الكويت، و عرض لأدائه، و لتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في المبحث الأول، ثم إلى اختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على أدوات الاقتصاد القياسي متمثلة في الاختبارات الخاصة بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية في المبحث الثاني، كما يهدف كذلك إلى اختبار وجود تأثير للهيكل المالي و لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، و مدى تأثر هذه المتغيرات الرئيسية بكل من المخاطر النظامية، حجم المؤسسة، حجم السيولة، المخاطر النظامية، و المدوديات، و المسماة هنا بالمتغيرات الثانوية؛ هذا الاختبار سوف يتم بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط.

## المبحث الأول : التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

تم تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية منذ حوالي ربع قرن؛ وذلك تبعاً للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، حيث جاء فيه أن سوق الكويت للأوراق المالية هو مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، و له أهلية التصرف في أمواله و حق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، و ذلك طبقاً للقوانين، و الأنظمة المتعلقة بنشاط السوق.

## المطلب الأول : الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

### أولاً : المهام

- يتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم، و مراقبة السوق المالي، و له على وجه الخصوص ما يلي<sup>403</sup> :
- تنظيم و حماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
  - تنظيم الإعلان عن المصالح و إصدار البيانات المالية و الإفصاح عنها؛
  - تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات و توفير الحماية للمتعاملين؛
  - تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
  - تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية و العالمية و مواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

### ثانياً : الأهداف

- يهدف سوق الكويت إلى تحقيق جملة من الأهداف<sup>404</sup> هي :
- ترشيد التعامل في الأوراق المالية؛
  - تنمية التعامل في الأوراق المالية، و اتخاذ الإجراءات الضرورية لتنمية و استقرار التعامل، و العمل على السير الجيد لتفادي الأزمات؛
  - تقديم الرأي و المشورة إلى الأجهزة الحكومية المختصة؛
  - العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار، و تنمية الوعي الاستثماري، و العمل على حماية المدخرات.

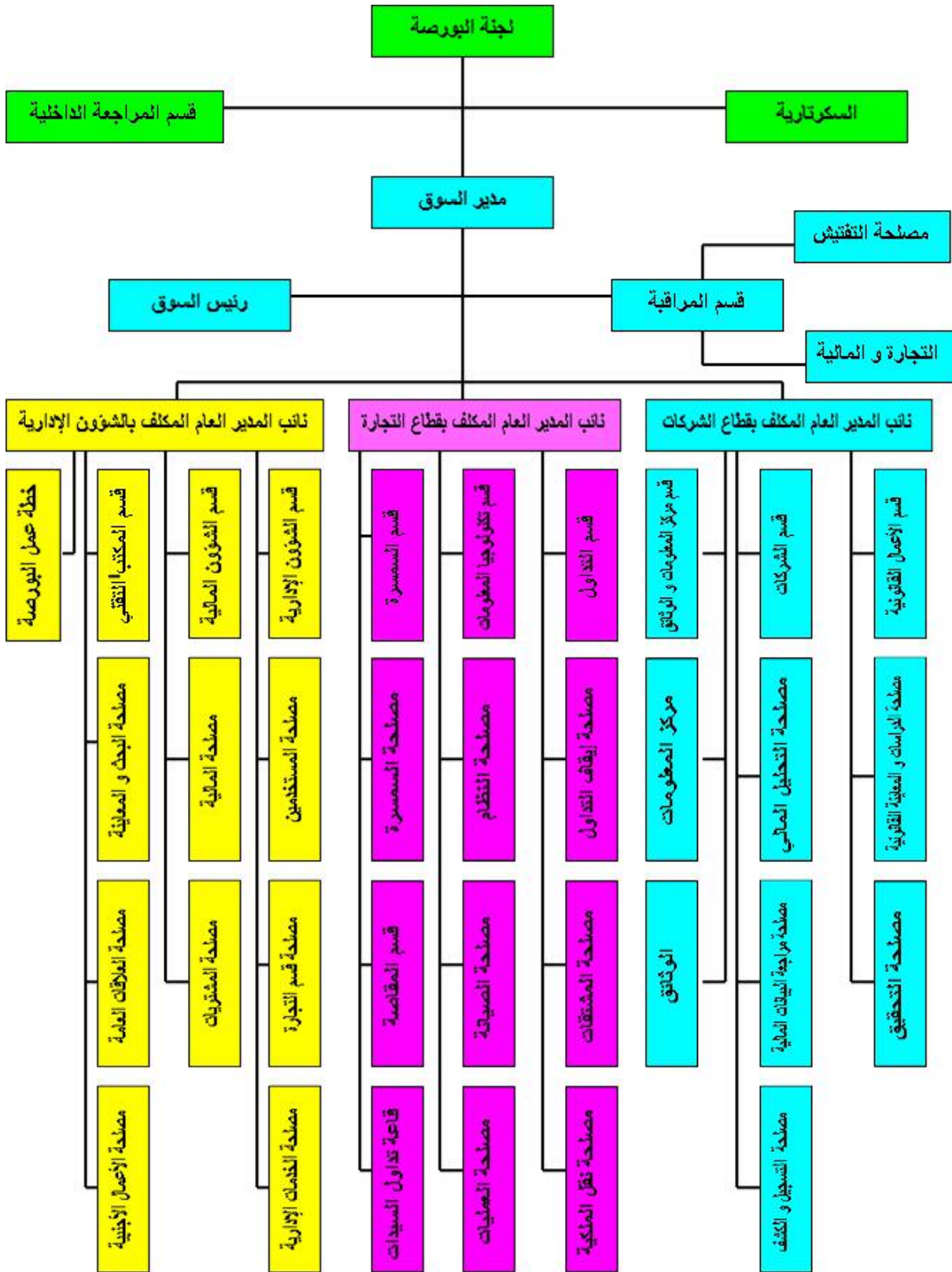
### ثالثاً : الهيكل التنظيمي

لسوق الكويت للأوراق المالية هيكل تنظيمي مبين في الشكل أدناه :

<sup>403</sup> المادة (3) من المرسوم (بدون رقم) الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 و الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، و المعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.

<sup>404</sup> القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق للفصل الأول، المواد 1-6.

الشكل (1-4) : الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت



Source : www.kuaitse.com (consulte le 05/09/2008)

نلاحظ من الهيكل التنظيمي أن في القمة لجنة البورصة Exchange commission<sup>405</sup>؛ والتي هي أعلى سلطة من المدير الذي هو أحد أعضائها. كما نلاحظ أن الهيكل التنظيمي به وظيفة المراجعة الداخلية، والتي تتوسط بين اللجنة والمدير مما يعطي صورة حسنة مبدئياً على تنظيم البورصة، كما أخذ الهيكل التنظيمي النوع الوظيفي، حيث تم التقسيم على أساس الوظائف، وعلى رأس كل قطاع هناك نائب مدير عام وهم ثلاثة :

- نائب المدير العام لإدارة الأعمال Deputy director general of administration affairs
- نائب المدير العام للقطاع التجاري Deputy director general of trading sector
- نائب المدير العام لقطاع الشركات Deputy director general of companies sector

#### رابعا : إدارة السوق

بعدما تم التعريف ببورصة الكويت، و عرض لأهدافها، و مهامها، و هيكلها التنظيمي، نحاول في هذه الخطوة تقديم إدارة السوق و المكونة من :

**1- لجنة السوق :** تعتبر أعلى سلطة في إدارة سوق الكويت للأوراق المالية، و تتكون من 10 أعضاء، و رئيس<sup>406</sup>، و هم :

#### 1-1 الأعضاء

- رئيس اللجنة وزير التجارة والصناعة؛
- نائب الرئيس مدير سوق الكويت للأوراق المالية؛
- عضو وزارة المالية؛
- عضو البنك المركزي؛
- عضو وزارة التجارة؛
- أربعة أعضاء عن غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء؛
- عضوان من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بترشيح من وزير التجارة والصناعة.

أما في الجزائر فتتكون لجنة COSOB من ستة أعضاء، و رئيس<sup>407</sup>، و هم :

- رئيس اللجنة يعين بمرسوم رئاسي؛
- قاضي يقترحه وزير العدل؛
- عضو يقترحه وزير المالية؛
- عضو يقترحه محافظ البنك المركزي؛
- عضو يقترحه وزير التعليم العالي و البحث العلمي على أساس كفاءته وتخصصه في المجال المالي و البورصة؛
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة؛
- عضو عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.

<sup>405</sup> و هي بمثابة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB في الجزائر.

<sup>406</sup> المادة 05 من المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية،

<sup>407</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق بالقيم المنقولة (بالجزائر).

إذا قارنا بين اللجنتين نلاحظ أن اللجنة الكويتية ذات أعضاء أكثر من الجزائرية (11-06)، ويرأسها وزير التجارة والصناعة على خلاف اللجنة الجزائرية التي يرأسها رئيس معين من قبل رئيس الجمهورية، لم تشترط اللجنة الكويتية القضاة والخبراء المحاسبين بنص صريح<sup>408</sup>؛ على عكس اللجنة الجزائرية التي تشترط عضوان؛ و هما قاض مقترح من قبل وزير العدل و عضو مقترح من قبل المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.

لا يوجد في اللجنة الجزائرية COSOB أي عضو ينتسب لوزارة التجارة، و التي نالت حصة الأسد في اللجنة الكويتية (الرئيس، عضو، أربعة أعضاء)، في حين نال كل من البنك المركزي، و وزارة المالية نفس النصيب في العضوية بالنسبة للجتنتين. أما عن العهدة فتدوم أربعة سنوات بالنسبة للجنة الجزائرية، بينما الكويتية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

**2-1 مهام لجنة سوق الكويت للأوراق المالية :** تتمثل المهام أساسا في وضع القواعد، و السياسات العامة للسوق في إطار الأهداف المحددة، و طبقا للمادة 06 من المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، و المعدلة بالمرسوم رقم 158 لسنة 2005 تتولى اللجنة القيام بالمهام التالية :

- الإشراف و الرقابة على التعامل بالأوراق المالية؛
  - الرقابة على الإيداع، و الحفظ المركزي، و السيولة و المقاصة؛
  - النظر في طلبات قيد الأسهم، و قيد الوسطاء؛
  - الرقابة على تعامل الصناديق، و المحافظ الاستثمارية في الأوراق المدرجة؛
  - إعداد البيانات المالية للشركات المدرجة، و صناديق الاستثمار، و الإفصاح عنها و الرقابة عليها؛
  - وضع و مراقبة ضوابط الاستحواذ على نسب مؤثرة في رؤوس أموال الشركات؛
  - وضع ضوابط منع التعامل بناء على معلومات داخلية، أو غير معلنة أو لتضارب المصالح؛
  - وضع ضوابط السلوك المهني، و الالتزام بالسرية لموظفي السوق، و الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛
  - إعداد و نشر التقارير المالية، و التحليلات، و الضوابط التي يتعين الالتزام بها في الإعداد و النشر؛
  - ضبط الإجراءات التي يتعين على إدارة السوق اتخاذها لمواجهة أية ظروف استثنائية بما في ذلك وقف العمل مؤقتا في السوق أو في سهم شركة أو أكثر؛
  - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق، و اعتماد الحسابات الختامية، و تعيين محافظ الحسابات.
- كما تتولى لجنة البورصة إنشاء الأجهزة الفنية المتخصصة، و اللازمة لمباشرة السوق لأعماله، و تتكون هذه الأجهزة من أربعة أجهزة.

<sup>408</sup> لا يعني غيابهم تماما، أنظر الأجهزة الفنية للسوق.

## 2- مدير السوق

يتمتع مدير السوق بكافة الصلاحيات اللازمة لإدارة السوق<sup>409</sup>، وإصدار التعليمات الخاصة بذلك، وهو المسؤول على تنفيذ قرارات اللجنة، كما يعتبر الممثل القانوني للسوق و يحق له التوقيع عنه، و توجد للمدير صلاحيات أخرى هي :

- تقديم الاقتراحات للجنة السوق، و كذلك الدراسات، و الأنظمة اللازمة لقيام السوق بالمساهمة مع الجهات المتخصصة في تحقيق التنسيق، و التعامل بين النشاطات المالية، و الاقتصادية، و حركة رؤوس الأموال، بل و كل ما من شأنه العمل على ازدهار السوق لتحقيق أهدافه على أحسن وجه ممكن؛
- يحق لمدير السوق اتخاذ ما يراه مناسباً من الإجراءات لوقف أو لإلغاء أو تعديل أية عملية تداول جرت خلافاً للقانون، أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها في السوق، و لا يترتب على السوق أية مسؤولية من جراء ذلك، و يعرض الأمر على اللجنة في أول اجتماع لها للبت فيه بصفة نهائية؛
- يحق لمدير السوق تفويض أي موظف بالسوق لمزاولة بعض صلاحياته بعد موافقة اللجنة.

## 3- الأجهزة الفنية

يتم على مستوى السوق المالي إنشاء إدارة للدراسات المالية و الاقتصادية في السوق؛ تتضمن كافة الأجهزة الفنية المتخصصة<sup>410</sup> التي تعاون السوق على القيام بمهامه على أحسن وجه ممكن و هي :

### 1-3 جهاز متابعة الأسعار

يتمثل نشاطه الرئيس في تجميع البيانات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية المقيدة، و المتداولة في السوق، و إعداد المؤشرات الإحصائية الخاصة بتحركات الأسعار لهذه الأوراق.

### 2-3 جهاز مراقبة البيع بالآجل

يتولى هذا الجهاز حركة البيع بالآجل، و اقتراح الأسس، و القواعد المناسبة لترشيد عمليات البيع بالآجل من حيث حجم المعاملات، و آجالها، و أسعارها، و اتجاهاتها، و تباينها مقارنة بالأسعار الفورية.

### 3-3 جهاز جمع و تحليل و نشر المعلومات

يقوم بالإضافة إلى مهمة جمع، و تحليل، و نشر المعلومات، بإعداد الدراسات، و إصدار النشرات اليومية، و الدورية، كما يقوم كذلك بنشر المؤشرات المالية للشركات، و المعبرة عن الوضعية المالية لها.

### 4-3 جهاز التحقيقات

يتولى هذا الجهاز التحقيق في الأمور التي يكلفه بها مدير السوق عن مدى صحة المعلومات، و البيانات الصادرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، كما يتولى إجراء التحقيقات اللازمة في المنازعات المعروضة للجنة التحكيم بالإضافة إلى تقديمه تقريراً مفصلاً عن النزاع المعروض للجنة التحكيم، كما قد يكون لهذا الجهاز مهام أخرى محددة من قبل مدير السوق.

<sup>409</sup> القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الخامس، المواد 42- 43- 44- 45.

<sup>410</sup> القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الخامس، المادة 46.

#### خامسا : عضوية السوق

طبقا لما جاء في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، و المتعلق باللائحة الداخلية للسوق في الفصل الثالث، المواد من 13-30، يعتبر عضوا في السوق كل من الشركات الكويتية الطارحة أسهمها للاكتتاب العام، و كذلك الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة قبول عضويتها، و وسطاء الأوراق المالية المرخص لهم بأعمال الوساطة.

#### 1- الشركات

يتعين على الشركات الأعضاء بالالتزام بكافة النظم، و التعليمات التي يضعها السوق، و أن تلتزم بتقديم كافة المعلومات، و البيانات المطلوبة من قبل السوق، و يحق لإدارة السوق التحقق من صحة المعلومات المقدمة، كما يجب عليها :

- إخطار إدارة السوق بكافة المعلومات، و البيانات، و القرارات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أوراقها المالية؛
- الالتزام بتأدية رسم القيد، و رسوم الاشتراكات السنوية؛
- التصريح بملكية أعضاء مجلس الإدارة من أوراق مالية في الشركات التي يديرونها، و ذلك خلال شهر من توليهم العضوية أو من خلال تاريخ تداول أسهمها في السوق.

#### 2- الوسطاء

الوسيط هو الشخص الذي يقوم بأعمال نيابة عن الشركة مرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق؛ و لهذا الوسيط مساعد هو الشخص الذي يتبع الشركة التي ينوب عنها الوسيط، و يجوز له مساعدة الوسيط، كما يشترط في شركات الوساطة ما يلي :

- أن تكون الشركة كويتية، و جميع الشركاء فيها من الكويتيين؛
- أن يكون القائمون بأعمال الوساطة كويتيين، و حاصلين على مؤهل علمي لا يقل عن الثانوي أو ما يعادلها، أو لديهم الخبرة، و المران الكافيين بحيث تقبلها اللجنة، و ذوي سمعة طيبة، و متفرغين لأعمال الوساطة؛
- أن لا يكون مديرها أو الشركاء المفوضون بالإدارة أو القائمون بأعمال الوساطة قد أعلن إفلاسهم في الكويت، أو في الخارج، أو حكم على أحد منهم بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف، أو الأمانة ما لم يكن قد رد اعتباره؛
- أن يكون رأس المال المدفوع لا يقل عن ذلك المحدد من قبل اللجنة؛
- أن تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول بقيمة محددة من قبل اللجنة؛
- أن توفر أي شروط أخرى تم تحديدها من قبل لجنة السوق.

يتم التقييد في سجل الوسطاء عن طريق طلب مصحوبا بالمستندات التي تثبت الشروط المطلوبة، و تنظر اللجنة في هذه الطلبات، و تكون القرارات التي تصدرها اللجنة نهائيا و غير مسببة، و لا يجوز للشركة التي تم رفض طلبها إعادة الطلب قبل مضي سنة من تاريخ الإخطار بالرفض، كما يشترط في الوسطاء بالالتزام بشروط مزاوله المهنة المنصوص عليها في القانون<sup>411</sup>.

<sup>411</sup> القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، اللائحة الداخلية للسوق الفصل الخامس، المواد من 21-30.



## سادسا : قيد و قبول الأوراق المالية و تداولها

نعرض تحت هذا العنوان الأوراق المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية من جهة، و من جهة أخرى يتم عرض تداول هذه الأوراق المالية.

### 1- قيد و قبول الأوراق المالية

يقتصر التداول في سوق الكويت للأوراق المالية طبقا للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، على الأوراق المالية التالية :

- ▲ أسهم شركات المساهمة الكويتية؛
- ▲ أسهم الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة قبول عضويتها؛
- ▲ أسهم شركات المساهمة غير الكويتية التي ترخص اللجنة تداول أسهمها؛
- ▲ سندات الدين التي تقرر لجنة السوق قبول التعامل فيها؛
- ▲ الأذون و السندات الصادرة عن حكومة الكويت أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العمومية؛
- ▲ يجوز بقرار من لجنة السوق قبول تداول سندات الدين و بالأخص :
- السندات الصادرة عن الشركات الكويتية؛
- شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية؛
- السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية؛
- الأوراق التجارية المقبولة من البنوك.

يكون قبول التداول في هذه السندات وفقا للقواعد الموضوعة من قبل لجنة السوق بعد أداء الرسوم المقررة، كما يتعين على اللجنة عند بحث طلب القيد للأوراق المالية، أو قبولها للتداول أن تراعي المركز المالي للشركة، و أهميتها للاقتصاد الوطني و مدى تقدمها في تحقيق أغراضها، و ربحيتها، و غير ذلك من الأمور التي تراها اللجنة ذات أهمية.

### 2- تداول الأوراق المالية

بناء على ما جاء في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 في نص المواد من 31-36، فإنه يجب التداول في الأوراق المالية المقيدة، و المقبولة للتداول في السوق داخل قاعة السوق، و من خلال وسيط مقيد بالسوق، و يستثنى من ذلك حالات الإرث، و الوصية، و أي حالات أخرى تقرها لجنة السوق، و يتم تسجيل كافة المعاملات التي تجرى على هذه الأوراق حتما عند انتقال ملكيتها في سجلات السوق في جميع الأحوال.

يجب تواجد مراقب أو أكثر من إدارة السوق في القاعة بصفة مستمرة في خلال جلسات السوق، و يتعين على المراقب إخطار مدير السوق، أو من يفوضه بالمعاملات التي يثار النزاع بشأنها بغية اتخاذ القرارات، و الإجراءات اللازمة، كما يراقب جهاز التسعير هو الآخر حركة التداول، و الأسعار بما يكفل انتظام المعلومات، و استقرارها، و ذلك على ضوء الأوامر من الوسطاء.

يجوز للجنة عند الضرورة تحديد نسبة تقلبات الأسعار، بما يؤدي إلى استقرار المعاملات في السوق، و لمدير السوق أن يوقف عمليات التداول في حالة تجاوز النسب المحددة، و لمدة لا تزيد عن ثلاثة أيام عمل لكل حالة.

تتولى إدارة السوق الإعلان عن الصفقات، و الكميات التي تم تداولها في كل من الأوراق المالية المقيدة، أو مقبولة التداول في السوق، و غير ذلك من المعلومات، و البيانات التي تراها ضرورية لصالح المتعاملين في السوق.

#### سابعا : القوائم المالية للسوق

تبعا لما ورد في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 في مواده 48 - 53 في الفصل السادس و المعنون بـ ميزانية السوق و حساباته) فإنه :

تعد ميزانية للسوق على النمط التجاري، و تبدأ السنة المالية من أول جويلية (يوليو) و تنتهي في آخر جوان (يونيو) من كل سنة؛ أي من 01/07/N إلى غاية 31/06/N+1، باستثناء بداية نشاط السوق حيث تبدأ السنة الأولى من تاريخ العمل بالرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، و تنتهي في آخر جوان (يونيو) من العام التالي.

تعد الميزانية بصفة تقديرية سنوية من قبل إدارة السوق للإيرادات و المصروفات، و تعتمد اللجنة هذه الميزانية قبل ثلاثة أشهر على الأقل من بداية السنة المالية، و تتكون الإيرادات من :

- إيرادات الخدمات التي يقدمها السوق؛
- حصيلة توظيف أموال السوق؛
- حصيلة الجزاءات التي تقرها لجنة السوق؛
- الرسوم نظيرة القيد، و القبول للتداول، و الاشتراكات السنوية، و رسوم التداول؛
- إيرادات أخرى توافق عليها اللجنة.

تم المصادقة على الميزانية في الأخير من قبل محافظ الحسابات، أو أكثر تحدد أتعابهم من قبل اللجنة، حيث تفحص القوائم المالية، و تتم مراجعتها، و تقدم مصادق عليها خلال ثلاثة أشهر على الأكثر من إنهاء السنة المالية.

## المطلب الثاني : الواقع العملي لسوق الكويت للأوراق المالية

بعد عرض الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية في الخطوة السابقة، نحاول في هذه المرة التطرق للواقع العملي لسوق الكويت حيث نتناول النشاط في الواقع بعيداً عن النصوص التنظيمية، و بعد ذلك نقيم أداء السوق من خلال النتائج المحققة من الأنشطة، و المتمثلة أساساً في مؤشرات التداول.

يتمثل النشاط الرئيسي للسوق المالي في تداول الأوراق المالية، لذلك تبقى الأسئلة المطروحة : ما هي الإجراءات الواجب إتباعها لتداول الأوراق المالية؟ و ما هي أيام و ساعات التداول؟ ما هي الأدوات المتداولة؟ و ما هي الشروط المفروضة على المستثمرين غير الكويتيين؟

**أولاً : إجراءات التداول : للقيام بعملية التداول لا بد من :**

- فتح حساب لدى الشركة الكويتية للمقاصة؛
  - صورة البطاقة المدنية؛
  - اسم البنك المتعامل معه العميل؛
  - 3 دنانير كويتية؛
  - اختيار شركة وساطة حسب اختيار العميل؛
  - عند إعطاء أمر بيع أسهم يجب على الوسيط أن يقوم بتسليم شهادة الأسهم إلى شركة المقاصة بحد أقصى الساعة الحادية عشر من اليوم التالي لإجراء الصفقة ما لم يوجد للمتداول رصيد بالمقاصة؛
  - عند إعطاء أمر شراء يجب دفع مبلغ الصفقة للوسيط بحد أقصى يوم واحد لغاية الساعة الحادية عشر صباحاً من اليوم التالي من عقد الصفقة ما لم يوجد له رصيد بالمقاصة؛
  - يصدر شيك المقاصة للعملاء كل يوم (الأحد - الأربعاء) من كل أسبوع؛
  - لا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات تغير في السعر لليوم الواحد حسب تصنيفه؛
- ملاحظة : الدينار الكويتي الواحد يعادل 1000 فلس، و لا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات سعر في اليوم.

### ثانياً : الأسواق التي يتم فيها التداول

يتم التداول في الأوراق المالية ببورصة الكويت على مستوى أنواع عدة، فمن السوق النقدي إلى السوق الآجل<sup>412</sup>..

#### 1- السوق النقدي

يتم فيه بيع و شراء الأسهم نقداً؛ على أن يتم الدفع أو تسليم الشهادة بحد أقصى ثاني يوم الساعة 11 صباحاً (T+1) و يبدأ التداول فيه من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً يومياً.

<sup>412</sup> www. Kuwaitse.com

## 2- السوق الآجل

تنقسم عقود البيع الآجل إلى خمس فترات : شهر، 3 شهور، 6 شهور، 9 شهور، سنة حيث يدفع العميل 20% من قيمة الصفقة مقدماً، وبنسبة فائدة حدها الأقصى 7% وفترة التداول من الساعة 12:15 وحتى 13:15 ظهراً. صناع السوق : يقوم صناع السوق بوضع تسعيرات السوق الآجل مع أسعار محددة و فترات التداول الآجل ويكمن للمستثمرين التعامل وفقاً لتلك الأسعار والمدد المتاحة.

## 3- البيوع المستقبلية:

تم عقود البيوع المستقبلية بنفس فترات التداول الآجل (شهر، 3 شهور، 6 شهور، 9 شهور، سنة) ، إلا أنها تتم خلال فترة تداول السوق النقدي ، من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً يومياً، وبنسبة فائدة حدها الأقصى 15%.

## 4- التراسل الإلكتروني

يتم التداول الإلكتروني عن طريق شركات الوساطة، وتتم عمليات البيع و الشراء من خلال بعض الشركات الاستثمارية .

## 5- سوق الأسهم :

يوجد قسمان مختلفان من أسواق الأسهم، سوق الأسهم العادية و سوق المستقبليات، ففيما يتعلق بسوق الأسهم العادية هناك أسواق مختلفة؛ مثل سوق الأسهم الرسمي، والسوق الموازي، سوق الكسور، أسواق المبادلات، والصفقات اليدوية كبيرة العدد (5% من رأس المال وأكثر).

1-5 السوق الرسمي: هو سوق الأسهم الذي يتم فيه التقاء أوامر البيع، و الشراء على أساس أولويات الأسعار؛

2-5 السوق الموازي: هو السوق الذي يجمع الشركات التي لا ينطبق عليها شروط الإدراج في السوق الرسمي؛

3-5 سوق الكسور: يتعامل هذا السوق في الأسهم التي يقل عددها عن وحدات التداول المحددة؛

4-5 أسواق المبادلات: يمكن تعريف صفقات المبادلات على أنها تلك الصفقة التي يقوم بها البائع و لمشتري بالاتفاق على مبادلة سهمي شركتين مدرجتين في السوق، ويتم بتنفيذها على لوحة خاصة داخل قاعة التداول ويتم نشرها للمساهمين كصفقة منفذة في السوق.

الصفقات كبيرة العدد (5% وأكثر من رأس المال): يتم التفاوض على هذه الصفقات مسبقاً، و يتم إعلام السوق بها لأخذ الموافقة عليها، و يتم عرض الصفقة في السوق قبل الموافقة لإتاحة الفرصة أمام الآخرين للمشاركة،

يفتح السوق على الساعة التاسعة صباحاً، و يغلق على الواحدة و الربع بعد الظهر ، وذلك على النحو التالي :

09:00 إدخال الأوامر ، ويسمح بمراجعة أسعار السوق وبيانات الأسهم؛

09:10 فترة ما قبل الافتتاح، لا يمكن إلغاء أو وتعديل الأوامر؛

09:15 بداية فترة التداول في السوق الرسمي؛

12:15 نهاية تداول السوق الرسمي؛

12:20 إدخال أوامر السوق الآجل؛

12:45 بداية التداول في السوق الآجل؛

01:15 انتهاء التداول.

## 5- قاعة تداول السيدات

تعد التجربة الكويتية في مجال التداول النسائي تجربة رائدة و غير مسبوقه، إذ تم افتتاح قاعدة تداول نسائية في البورصة في الثامن والعشرين من شهر يناير 2004 ، و وجود مكان في البورصة يخصص لتداول استثمارات سيدات الأعمال يعتبر أمراً هاماً، و يدل على رغبة إدارة السوق في توفير الأجواء المناسبة لقطاع مهم من المتعاملين؛ و هو القطاع النسائي خاصة وأن عدد المتداولات يشكل جزءاً هاماً من الاستثمارات المتداولة في السوق، مما يعكس مدى رغبة النساء في دخول عالم الاستثمار في البورصة بشكل فعلي، و ليس عن طريق الاتصال الهاتفي بالوسطاء كما كان الوضع في السابق.

لقد عم تجهيز قاعة التداول النسائي بأحدث أجهزة الكمبيوتر لمتابعة الأسعار، و العرض، و الطلب، و الكميات فضلاً عن متابعة الأخبار اليومية، كما قامت شركات الوساطة بتعيين وسيطات من النساء يمثلن مكاتب الوساطة المالية في قاعة تداول السيدات، و تعطي هذه الخطوة المتطورة من جانب إدارة السوق المرأة الحق في إدارة استثماراتها بنفسها، و تساوي بينها وبين الرجل في التداول داخل البورصة.

### أولاً : نقل الملكية

تم عملية نقل ملكية الأسهم وفق الشروط، و المستندات التالية :

- الدمج للأقارب من الدرجة الأولى، و الثانية فقط؛
- حضور مالك الأسهم شخصياً أو وكيل عنه، و في حالة حضور الوكيل يقدم الوكالة الأصلية، و صورة عنها؛
- البطاقة المدنية الأصلية لمالك الأسهم و الحول إليه، و صورة عنها؛
- بطاقة الأسهم الأصلية، و صورة عنها؛
- المستندات الثبوتية الأصلية لصلة القرابة، و صور عنها؛
- بالنسبة للمؤسسات:
- ✓ أصل الرخصة التجارية، و صورة عنها؛
- ✓ أصل شهادة الأسهم مع صورة عنها؛
- بالنسبة للشركات
- ✓ أصل عقد تأسيس الشركة، و صورة عنها؛
- ✓ كتاب من الشركة يتضمن الموافقة على تحويل الأسهم مع اعتماد التوقيع؛
- ✓ كتاب من الشريك يتضمن الموافقة على تحويل الأسهم مع اعتماد التوقيع؛
- ✓ شهادة الأسهم الأصلية، و صورة عنها.

### ثانياً : التسوية و التقاص

قامت إدارة السوق بعد إعادة تنظيمه بعمل الدراسات اللازمة بشأن تسوية الصفقات التي تتم بشكل سليم، و نقل ملكيتها بالأسلوب الذي يضمن حقوق المتعاملين، و قد عهدت إدارة السوق منذ عام 1987 إلى الشركة الكويتية للمقاصة بتولي هذه المهمة، حيث تقوم الشركة المذكورة نيابة عن السوق بتسوية الالتزامات الناشئة عن المعاملات، ثم إجراء التقاص بين

الحقوق والالتزامات المترتبة لهم قبل بعضهم البعض في خلال ثلاثة أيام ، ثم تم تطوير هذا النظام في عام 1988 ليتم التقاص بين المتعاملين يوميا، وذلك حتى يتمكنوا من التعامل علي أرصدهم سواء النقدية، أو من الأسهم علي أن تجري التسوية النهائية للحقوق في نهاية الأسبوع (t+1) .

#### ثالثا : أدوات الاستثمار المتداولة

عرف السوق المالي الكويتي نوعين أساسيين من الأوراق المالية تم النص عليها في قانون الشركات التجارية رقم (15) لسنة 1960، وهما الأسهم و السندات، وانطلاقا من تنوع أدوات الاستثمار المتداولة في السوق فقد صدر المرسوم الأميري رقم (31) لسنة 1990 و الخاص بتداول الأوراق المالية، و إنشاء صناديق الاستثمار، حيث سمح ذلك القانون بالتعامل في الأسهم الكويتية من خلال شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المسجلة في السوق،

**قطاعات الشركات :** توضع الشركات التي تتداول أسهمها في السوق في القطاع الذي يمثل نشاط الشركة، حيث تتكون قطاعات السوق وفقا لما يلي :

- 1- قطاع البنوك؛
- 2- قطاع الاستثمار؛
- 3- قطاع التأمين؛
- 4- قطاع العقار؛
- 5- قطاع الصناعة؛
- 6- قطاع الخدمات؛
- 7- قطاع الأغذية؛
- 8- قطاع الشركات غير الكويتية؛
- 9- الصناديق الاستثمارية.

#### رابعا : تكاليف الصفقات (رسوم التداول)

تتمثل تكاليف الصفقات في العمولة، و البالغة دينار و ربع دينار عن كل ألف دينار من قيمة الصفقة و لغاية خمسين ألف دينار، و واحد عن كل ألف دينار يزيد عن ذلك<sup>413</sup> من قيمة الصفقة؛ فمثلا صفقة قيمتها 100000 دينار تكون عمولتها 62.5 عن الخمسين ألف دينار الأولى، و 50 دينارا عن الخمسين ألف دينار الثانية؛ أي مجموع عمولتها 112.5 دينارا .

أما تكلفة الصفقات في الجزائر فتمثل 0.25% من مبلغ الصفقة على سندات رأس المال، و 0.15% على سندات الدين، حيث يجب أن لا يقل مبلغ العمولة هذه عن (10 DA) عشرة دانانير، و أن لا يتجاوز (100 000 DA) مائة ألف دينار جزائري<sup>414</sup>، و يتم دفعها من قبل البائع، و المشتري للوسطاء الذين يقومون بجمعها، و دفعها لصالح شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

ما يلاحظ بالنسبة لتكلفة الصفقات أنها متباينة، فبالسوق الكويتي تكاليف صفقات مقسمة حسب الشريحة، و جد منخفضة؛ و هي نصف التكلفة في بورصة الجزائر بالنسبة للأسهم، كما أن السوق الجزائري ميز بين سندات رأس المال

<sup>413</sup>Idem.

<sup>414</sup> ددان عبد الغني، مرجع سابق، ص 299.

و سندات الدين التي تمثل أقل مخاطرة، كما أنها تعكس طبيعة الاقتصاد الذي مازال في مرحلة اقتصاديات الاستدانة، و لم ينتقل بعد لمرحلة اقتصاديات رأس المال.

#### خامسا : مؤشر السوق

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقا للطريقة التي تقوم على معادلة متوسطات حسابية وتعتمد<sup>415</sup> هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالميا لاحتساب المؤشر. وهي تقوم بالتوافق تلقائيا مع توزيعات الأرباح بطريقة أدق و تنص المعادلة على التالي :

$$\frac{\sum_{i=1}^n [ (Price_i / Base_i ) \times Corrector_i ]}{n} \times Multiplier$$

ن : هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر

السعر : هو سعر السهم الحالي

سعر الأساس : سعر إقبال السهم في تاريخ التأسيس.

المصحح : لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم وهي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح : المصحح = المصحح x السعر - الأرباح)

توزيعات الأسهم : المصحح = المصحح + (1 x التوزيعات) 100%

مؤشر الوزني

المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالتالي:

$$Xi = [Mi/Bi]*G$$

$$Bi = Bi - 1 * [Mi/M'i]$$

حيث أن:

وترمز هذه الحروف إلى:

i : الإطار الزمني بين التصحيحات المتتالية للقيمة السوقية في يوم الأساس

xi : المؤشر عند وحدة محددة خلال الإطار الزمني i

Bi : القيمة السوقية ليوم الأساسي إطار الزمني الحالي i ، حيث (i 1) = في يوم الأساس في بداية أول إطار زمني. وأيضا Bi

ساوي Mi وكما أن قيمة المؤشر ستعادل Gi.

Bi - 1 : القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمني قبل يوم الأساس الحديث.

Mi : القيمة السوقية الحالية في الإطار الزمني الحالي i.

<sup>415</sup> www. Kuwaitse.com (consulte le 10/09/2008).

M'i: القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيح في القيمة السوقية ليوم الأساس.  
G : مضاعف المؤشر العالمي، وهذا لا يتغير حيث يتم تثبيته على 100 وقد يختلف عن مضاعف المؤشر العالمي للمؤشر  
السعرية (يساوي).1000

#### سادسا : علاقة السوق مع الأسواق المالية الأخرى

تسعى إدارة السوق ومنذ إعادة تنظيمه إلى إقامة علاقات، و روابط مع الأسواق المالية الأخرى (البورصات والاتحادات) هذا بجانب الاستفادة من الوسائل والطرق المستخدمة في هذه الأسواق. بما يساعد في تحقيق تنمية سوق المال الكويت، لذلك فإن سوق الكويت للأوراق المالية منذ منتصف الثمانينات، وهو عضو فاعل في عدد من الاتحادات والمنظمات المالية : ومن أمثلة ذلك :

- اتحاد البورصات العربية ، وتعد سوق الكويت للأوراق المالية عضو فعال في هذا الاتحاد كما أنه يتولى الأمانة العامة للاتحاد منذ عام 1989؛
- عضوية الاتحاد العالمي لبورصات القيم في باريس؛
- عضوية الجمعية الدولية لتداول السندات؛
- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي.

#### سابعا : وسائل بث معلومات التداول

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية بتوفير الخدمات الآتية للمتعاملين، و هي على النحو التالي :

- 1- موقع السوق على الإنترنت [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com) ؛
- 2- ربط أجهزة الكمبيوتر النقال Laptop بخطوط GSM؛
- 3- خدمة ال Pager عن طريق رويترز؛
- 4- خدمة ال Wap على التليفونات النقالة؛
- 5- خدمة الرسائل القصيرة SMS على أجهزة التليفون النقال بواسطة شركتي الاتصالات والوطنية للاتصالات سعر الرسالة 25 فلس؛
- 6- بث شريط تلفزيوني لمعلومات التداول في تلفزيون الكويت؛
- 7- خدمة ال Wireless باستخدام أجهزة الكمبيوتر النقالة داخل مبنى السوق؛
- 8- وكالات الأنباء.

كما تقوم بتوفير شاشات كمبيوتر لعرض معلومات التداول بالسوق داخل المبنى، و خارج السوق، إضافة إلى تزويد المستثمرين بشاشات عرض معلومات خارج مبنى السوق؛ وذلك من خلال وزارة المواصلات و فاست تلكو والعريية للاتصالات وفقاً للرسوم التي حددتها إدارة السوق، والجهات الأخرى التي توفر تلك الخدمات.



### المطلب الثالث : تطور و أداء سوق الكويت للأوراق المالية

تم عرض الإطار التنظيمي لسوق الكويت في المطلبين السابقين، و واقعه العملي، أين تم إعطاء صورة عن كيفية سير بورصة الكويت، بعد ذلك يبقى التساؤل مطروحا حول تطور أداء هذا السوق مقارنة مع الفترات السابقة (أفقيا)، و مقارنة مع الأسواق العربية (عموديا)، وهو هدف هذا المطلب، بالإضافة إلى عرض تطورات ذات صلة بأداء السوق<sup>416</sup>.

تم الاعتماد على مجموعة من العناصر لعرض أداء السوق، و هي :

- مؤشر السوق (نموه، وزنه في مؤشر صندوق النقد العربي...؟)
- الشركات المدرجة (القيمة السوقية، العدد، توزيعها على القطاعات...؟)
- الأسهم المتداولة (قيمتها، عددها، معدل دورانها...؟)
- السوق الآجل(الآجل، الخيارات، حجمها...؟)
- قيمة تداولات السيدات(عدد الوسطاء، قيمة التداولات...؟)

هذا بالإضافة إلى عرض تطورات ذات صلة بأداء السوق، و تشمل كل من :

- الناتج المحلي الخام؛
- التضخم؛
- الإيرادات و النفقات العامة؛
- الميزان التجاري؛
- الخصخصة؛
- سعر الصرف؛
- إجراءات و إصلاحات على السوق.

**أولا : الأداء :** نستهل أداء بورصة الكويت بنمو مؤشر السوق.

#### 1- المؤشر

سجل المؤشر في نهاية الربع الأول من سنة 2006<sup>417</sup> معدل نمو 11.67% مقارنة مع الربع السابق، و 15.8% مقارنة بالربع الأول من سنة 2005. و بالضبط في الربع الأول سنة 2007 كان هناك معدل نمو موجب بلغ 3.5% مقارنة بالربع السابق، و 5.4% مقارنة بالربع الأول لسنة 2006<sup>418</sup>.

واصل المؤشر نموه الموجب في سنة 2008؛ حيث سجل معدل نمو 14.4% في الربع الأول مقارنة مع الربع السابق و 39.9% مقارنة مع الربع الأول لسنة 2007. أما في الربع الثاني لسنة 2008 سجل المؤشر معدل نمو قدره 5.5% مقارنة مع الربع السابق، و 27.1% مقارنة مع الربع الثاني لسنة 2007، حيث بلغت قيمة المؤشر في الربع الثاني لسنة 2008 ما مقداره 536.2

<sup>416</sup> نحاول تشخيص الأداء من منظور استراتيجي حيث يوجد محيطين الداخلي و الخارجي .

<sup>417</sup> المؤشر الذي يتم دراسة تطوره ليس مؤشر بورصة الكويت بل المؤشر الذي يحسبه صندوق النقد العربي، و لقد تم اعتماد هذا المؤشر في تحليلنا هذا لتكون المقارنة مع الأسواق المالية العربية ذات معنوية كون المؤشر المحلي غير متجانس مع المؤشرات العربية.

<sup>418</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 49-2007.



تظهر تركيبة المؤشر لسنة 2008 في الربعين الأول، و الثاني مُسيطر عليها السوق السعودي الذي لم تقل نسبته عن 34%، و هي في نمو، أما سوق الكويت مشارك بنسبة 8.6% في الربع الثاني مقابل 10.13% في الربع الأول، هذه المشاركة في تراجع، حيث تحتل سوق الكويت المرتبة الثالثة من ناحية المشاركة في مؤشر الصندوق بعد مؤشر بورصة السعودية و مؤشر بورصتي القاهرة و الإسكندرية التي تساهم فيه بنسبة 12.22%، 11% في الربعين الأول، و التالي على الترتيب.

كل ما سبق خصص للمؤشرات المعدة من قبل صندوق النقد العربي، و التي تتصف بالتماثل من ناحية الحساب، و من ثمة تكون المقارنة ذات معنوية، لكن لا بد أن لا ننسى المؤشر المحلي للسوق الكويتي، و مقارنته ببقية المؤشرات المحلية العربية بالرغم من خطورة المقارنة، و هو ما سوف نتطرق له في هذه النقطة.

بلغ المؤشر المحلي لبورصة الكويت مبلغ 14288 دينار كويتي في الربع الأول لسنة 2008 مقابل 15456 دينار كويتي في الربع الثاني مسجلاً بذلك معدل نمو قدره 8.2%، أما معدل النمو بين الربع الأول من سنة 2008، و الربع الأخير لسنة 2007 فقد بلغ 13.5%. احتل مؤشر بورصة الكويت في الربع الثاني من سنة 2008 المرتبة السابعة<sup>420</sup> حسب معيار معدل النمو بعد كل من : بيروت 32.1%، عمان 30%، الدوحة 24.2%، مسقط 12%، تونس 9%، أبو ظبي 8.7%.

## 2- الشركات المدرجة بسوق الكويت

توجد بسوق الكويت 200 شركة في الربع الثاني من سنة 2008 موزعة بين القطاعات التسعة المشار إليها سابقاً و هي مسجلة معدل نمو 2.04% مقارنة بالربع السابق الذي بلغ به عدد الشركات 196 شركة، و معدل نمو 7.52% مقارنة بالربع الثاني لسنة 2007 الذي بلغ به عدد الشركات 186 شركة.

تحتل سوق الكويت في الربع الثاني من سنة 2008 المرتبة الثالثة من ناحية عدد الشركات المدرجة على المستوى العربي بعد كل من بورصتي القاهرة و الإسكندرية (377 شركة)، و بورصة عمان (253 شركة)، و هي تمثل حوالي 13% من إجمالي الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية و البالغ عددها 1539 شركة<sup>421</sup>.

بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة بسوق الكويت 119.56 مليار دولار في الربع الثاني من سنة 2008 و 132.66 مليار دولار في الربع الأول من نفس السنة الأول، مسجلة بذلك معدل تقهقر قدره 10%، أما بالمقارنة بين الربع الثاني لسنة 2008، و الربع الثاني لسنة 2007 كان معدل التقهقر 2.37%.

تمثل القيمة السوقية للشركات المدرجة بسوق الكويت على مستوى الدول العربية ما مقداره 8.6% من إجمالي القيم السوقية للشركات المدرجة بالأسواق العربية في الربع الثاني من سنة 2008، أما في الربع الأول من سنة 2008 فقد بلغت هذه النسبة 10.1%.

<sup>420</sup> هذه المرتبة بناءً على المؤشرات المحلية و هي لا تعطي صورة حقيقية بسبب تباين طرق حساب مؤشر السوق.

<sup>421</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 54-2008.

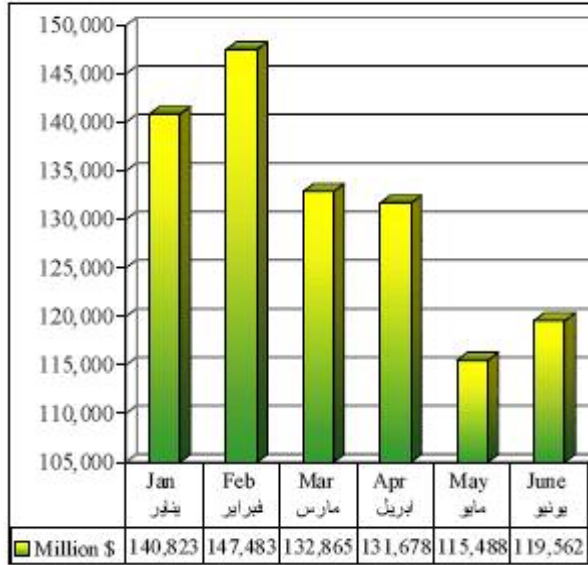
### 3- الأسهم المتداولة

#### 3-1 القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الرسمة البورصية)

سجلت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الكويت نموا قدره 2.3% في الربع الأول من سنة 2007 مقارنة بالربع السابق، أما في الربع الأول من سنة 2008 فبلغت قيمة السهم المتداولة 44.33 مليار دولار مقابل 27.88 مليار دولار في الربع السابق، مسجلة بذلك نموا بنسبة 59%. في الربع الثاني من سنة 2008، و وصلت قيمة الأسهم المتداولة 40.31 مليار دولار، حيث سجلت تقهقرا بنسبة 9.1% مقارنة بالربع السابق، و الشكل التالي يبرز تطورها.

الشكل (4-4) : تطور الرسمة البورصية لسوق الكويت خلال السداسي الأول لسنة 2008

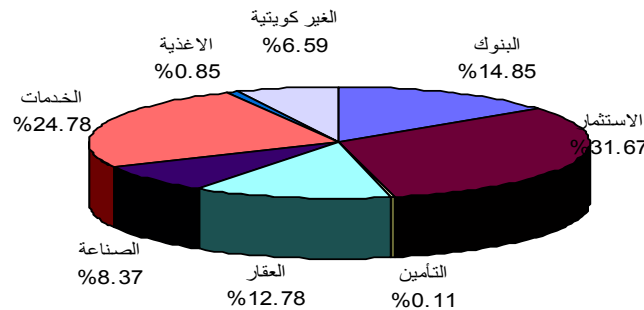
Market Capitalization



المصدر : صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 54-2008.

يتضح من الشكل أعلاه أن الرسمة البورصية في تزايد بين شهر جانفي (يناير) و شهر فيفري (فبراير)، هذا الأخير بلغت فيه الرسمة أقصاها، و بعد هذا الشهر، و هي في تراجع حاد إلى غاية شهر جويلية (يوليو)، الذي بدأت فيه بالزيادة.

الشكل (4-5) : توزيع القيمة السوقية للأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الكويت خلال الربع الأول لسنة 2008



Source : www.kuaitse.com (consulte le 15/09/2008 )

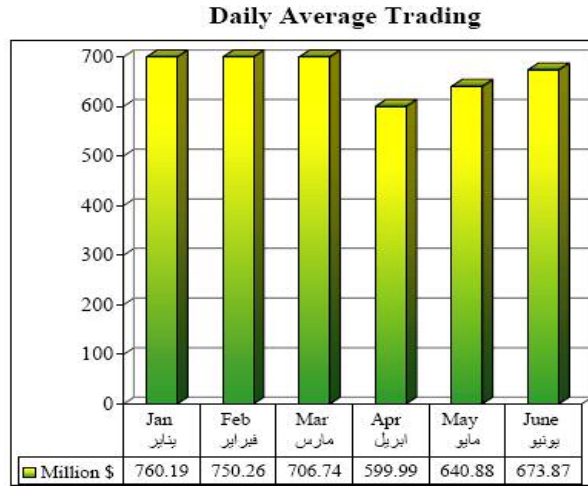
نلاحظ من الشكل أعلاه أن قطاع الاستثمار نال حصة الأسد من القيمة السوقية للأسهم المتداولة؛ حيث سيطر على نسبة 31.67%، ثم يليه قطاع الخدمات الذي سيطر هو الآخر على 24.76%، قطاع الأغذية ذو نسبة ضعيفة لم تبلغ 1%.

### 3-2 متوسط التداول اليومي

شهد متوسط التداول اليومي في الربع الأول من سنة 2007 زيادة بنسبة 9.42% مقارنة مع الربع السابق، حيث انتقل من 297 مليون دولار إلى 325 مليون دولار، و في الربع الأول انتقل متوسط التداول اليومي من 464.6 مليون دولار إلى 751.3 مليون دولار.

عرف متوسط التداول اليومي في الربع الثاني من سنة 2008 تراجعاً؛ حيث انتقل من 751.3 مليون دولار إلى 639.8 مليون دولار مسجلاً بذلك معدل تندهور بنسبة 17.42% مقارنة بالربع السابق.

الشكل (4-6) : تطور مؤشر التداول اليومي لبوصة الكويت خلال السداسي الأول لسنة 2008



المصدر : صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 54-2008.

نستشف من الشكل أن مؤشر التداول اليومي كان شبه مستقر عدا في شهر أبريل، و الذي سجل أدنى قيمة له خلال السداسي الأول من سنة 2008.

### 3-3 معدل دوران السهم

شهد معدل دوران السهم في الربع الأول من سنة 2007 تراجعاً من 16.8% إلى 16.4% في الربع السابق، و في الربع الأول من سنة 2008 شهد ارتفاعاً من 20.6% في الربع السابق إلى 33.4%. كما عرف دوران السهم في الربع الثاني من سنة 2008 ارتفاعاً من 33.4% في الربع السابق<sup>422</sup> إلى 33.7%.

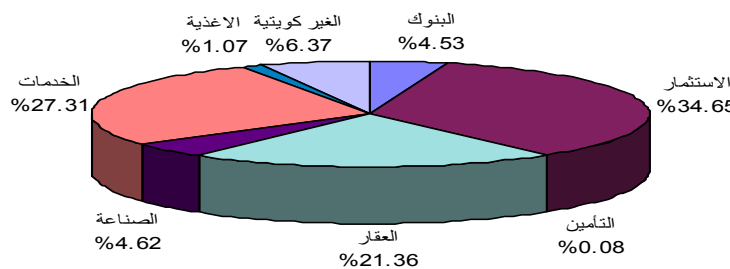
### 3-4 عدد الأسهم المتداولة

بلغ عدد السهم المتداولة في الربع الأول من سنة 2007 ما مقداره 11 مليار سهم مقابل 9.5 مليار سهم في الربع السابق، و ذلك نسبة زيادة قدرها 13.6%، أما في الربع الأول من سنة 2008 فبلغت 24.28 مليار سهم مسجلة معدل نمو قدره 46.1% مقارنة بالربع السابق.

وصل عدد الأسهم المتداولة في الربع الثاني من سنة 2008 إلى 25.31 مليار سهم بمعدل نمو قدره 4.5%، و هي موزعة حسب القطاعات كما يلي :

<sup>422</sup> نفس المرجع السابق.

الشكل (4-7) : توزيع كمية الأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الكويت خلال الربع الأول لسنة 2008



Source : www.kuaitse.com (consulte le 15/09/2008 )

يبدو من الشكل (4-7) عدم سيطرة القطاع المالي (البنوك، التأمين) على كمية الأسهم المتداولة، و لو بنسب قليلة بالرغم من سيطرة القطاع البنكي على الرسملة بصفة أكبر من السيطرة على الكمية، في حين تبدو سيطرة قطاع الاستثمار، و الخدمات و العقار بصفة قوية، كما يمكن تلخيص معظم المعلومات الواردة أعلاه في الجدول التالي :

الجدول (4-1) : معلومات حول أداء بورصة الكويت خلال الربع الأول و الثاني لسنة 2008 مقارنة بالربع الأول لسنة 2007

|                                   | 2008          |             |                | 2007               |                    |                         |                                 |
|-----------------------------------|---------------|-------------|----------------|--------------------|--------------------|-------------------------|---------------------------------|
|                                   | يونيو<br>June | مايو<br>May | ابريل<br>April | الربع الثاني<br>Q2 | الربع الثاني<br>Q1 |                         | الربع الثاني<br>Q2              |
| <b>Number of Listed Companies</b> |               |             |                |                    |                    | عدد الشركات المدرجة     |                                 |
| Kuwait Stock Exchange             | 200           | 198         | 198            | 200                | 196                | 186                     | سوق الكويت لأوراق المالية       |
| <b>Market Capitalization</b>      |               |             |                |                    |                    | القيمة السوقية          |                                 |
| Kuwaiti Dinar (Million)           | 31,672        | 30,674      | 35,079         | 31,672             | 35,302             | 35,283.0                | بالدينار الكويتي (مليون)        |
| In US Dollar (Million)            | 119,562       | 115,488     | 131,678        | 119,562            | 132,865            | 122,467.8               | بالدولار الأمريكي (مليون)       |
| <b>Trading Volume</b>             |               |             |                |                    |                    | أحجام التداول           |                                 |
| Kuwaiti Dinar (Million)           | 3,927         | 3,234       | 3,516          | 10,678             | 11,777             | 13,636.0                | بالدينار الكويتي (مليون)        |
| In US Dollar (Million)            | 14,825        | 12,177      | 13,200         | 40,201             | 44,326             | 47,330.6                | بالدولار الأمريكي (مليون)       |
| Traded Shares (Million)           | 8,646         | 8,123       | 8,593          | 25,362             | 24,279             | 21,378.1                | عدد الأسهم المتداولة (مليون)    |
| Number of trading days            | 22            | 19          | 22             | 63                 | 59                 | 66                      | عدد ايام التداول                |
| Average daily trading             | 673.9         | 640.9       | 600.0          | 639.8              | 751.3              | 717.1                   | متوسط التداول اليومي            |
| Turnover ratio (%)                | 12.4          | 10.5        | 10.0           | 33.7               | 33.4               | 38.6                    | معدل دوران السهم (%)            |
| <b>New Issues</b>                 |               |             |                |                    |                    | الاصدارات الأولية       |                                 |
| Number of issues                  | -             | -           | -              | -                  | -                  | -                       | عدد الإصدارات                   |
| Value of issues (Million \$)      | -             | -           | -              | -                  | -                  | -                       | قيمة الإصدارات (مليون دولار)    |
| <b>Local Indices</b>              |               |             |                |                    |                    | المؤشرات المحلية        |                                 |
| KSE Local index                   | 15,456.0      | 15,014.0    | 14,691.1       | 15,456.0           | 14,288.0           | 12,131.0                | مؤشر سوق الكويت لأوراق المالية  |
| Change in index                   | 2.9           | 2.2         | 2.8            | 8.2                | 13.5               | 18.7                    | نسبة التغير في المؤشر (%)       |
| P/E ratio                         | 0.0           | 0.0         | 0.0            | 0.0                | 0.0                | 0.0                     | مضاعف السعر الى العائد          |
| P/BV ratio                        | 0.0           | 0.0         | 0.0            | 0.0                | 0.0                | 0.0                     | مضاعف السعر الى القيمة الدفترية |
| Dividend yield (%)                | 0.0           | 0.0         | 0.0            | 0.0                | 0.0                | 0.0                     | الربح (%)                       |
| <b>AMF Index</b>                  |               |             |                |                    |                    | مؤشر صندوق النقد العربي |                                 |
| Number of stocks in the sample    | 65            | 65          | 65             | 65                 | 65                 | 65.0                    | عدد الشركات المدرجة في المؤشر   |
| Market capitalization in \$ US    | 107,910       | 105,938     | 103,797        | 107,910            | 102,295            | 84,890.6                | القيمة السوقية (مليون دولار)    |
| Index (Dec. 1994=100)             | 536.2         | 526.4       | 515.7          | 536.2              | 508.3              | 421.8                   | مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100    |
| Change in index (%)               | 1.9           | 2.1         | 1.5            | 5.5                | 14.4               | 16.1                    | التغير في مؤشر الأسعار (%)      |
| <b>Exchange Rates</b>             |               |             |                |                    |                    | أسعار الصرف             |                                 |
| Exchange rate (end of period)     | 0.2649        | 0.2656      | 0.2664         | 0.2649             | 0.2657             | 0.2881                  | أسعار الصرف في نهاية الفترة     |
| Change in the exchange rate (%)   | 0.2636        | 0.3003      | -0.2635        | 0.3011             | 2.7452             | 0.3459                  | نسبة التغير في أسعار الصرف (%)  |

المصدر : صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 54-2008.

## ثانيا : تطورات ذات صلة بأداء السوق

تنقسم الدائرة الاقتصادية إلى دائرتين دائرة مالية نقدية و دائرة حقيقية، فبعد عرض التطورات على مستوى السوق المالي الكويتي يبقى التساؤل مطروحا حول مقابلات هذا التطور طالما أن البورصة هي مرآة الاقتصاد؛ حيث تهدف هذه النقطة إلى إعطاء نبذة عن الاقتصاد الكويتي، و بعض الإصلاحات و الإجراءات المتخذة في هذا المجال، و ذلك مرورا بتطور كل من :

- الناتج المحلي الإجمالي؛
- التضخم؛
- الإيرادات و النفقات العامة؛
- الميزان التجاري؛
- الخصخصة؛
- سعر الصرف؛
- إجراءات و إصلاحات على السوق المالي.

### 1- الناتج المحلي الإجمالي

شهد الاقتصاد الكويتي كغيره من الاقتصاديات الريعية نموا معتبرا في السنوات الأخيرة؛ بسبب ارتفاع أسعار النفط حيث حقق الاقتصاد الكويتي معدل نمو في الناتج المحلي الإجمالي سنة 2007 بنسبة 6.6% مقابل معدل نمو في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6.3% في سنة 2006<sup>423</sup>، و من المتوقع مواصلة الاقتصاد لتحقيق معدلات نمو معتبرة، و هذا بطبيعة الحال راجع لنمو قطاع النفط، و الغاز؛ لاسيما في سنة 2008 التي بلغ فيها سعر النفط 145 دولار للبرميل.

### 2- التضخم و العرض النقدي

شهد معدل التضخم في شهر فيفري 2008 مستواً قياسيا حيث بلغ 10.14%، كما بلغ معدل العرض النقدي 80.87 مليار دينار في نهاية ماي 2008 بنمو سنوي قدره 23%، و ارتفع العرض النقدي في نهاية فيفري بنسبة 26%. كما قام البنك المركزي في الربع الأول من سنة 2008 بسن إجراءات تقييدية للبنوك من ناحية منح القروض الاستهلاكية و التسهيلات الائتمانية الشخصية، كما قام كذلك بخفض سعر الخصم من 6.25% إلى 5.75%، و خفض سعر إعادة الشراء (ريبو) بنقطة مئوية ليصل إلى 3.5%، و هذا في إطار المحافظة على الفرق بين سعر الخصم و سعر الفائدة على الودائع.

### 3- الإيرادات و النفقات العامة

بلغت الإيرادات العامة لدولة الكويت في السنة المالية المنتهية بتاريخ 2008/03/31 ما مقداره 72.2 مليار دولار لتتجاوز الإيرادات المقدرة بنسبة 127%. أما بخصوص سنة 2007 فقد بلغ الفائض 25 مليار دولار، حيث يمثل ارتفاع سعر البترول العامل الرئيس خاصة و أن الميزانية العامة موضوعة على سعر مرجعي يقدر بـ 36 دولار للبرميل، كما بلغت النفقات العامة 28.2 مليار دولار و هي أقل من المقدرة، و البالغة 42.5 مليار دولار، و بذلك تم بلوغ فائض في الميزانية العامة قارب 43 مليار دولار، أما بخصوص السنة المالية المقبلة (2009) تم اعتماد سعر البترول المرجعي و البالغ 50 دولار للبرميل، و بهذه

<sup>423</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 54-2008.

الموازنة تم تسجيل فائض قارب 35.90 مليار دولار (9.55 مليار دينار كويتي)، كما ارتفعت الإيرادات النفطية بنسبة 227.6% على المستوى المقدر.

#### 4- الميزان التجاري

حقق الميزان التجاري الكويتي في سنة 2006 فائضا بلغ 39.8 مليار دولار، بمعدل نمو 44% بالنسبة للسنة السابقة و هذا ناجم عن ارتفاع الصادرات بنسبة 23%، و تراجع الواردات بنسبة 10%، و يمثل هذا الفائض 46% من الناتج<sup>424</sup> المحلي الإجمالي، أما في سنة 2007 فحقق الميزان التجاري كذلك فائضا بلغ 45.1 مليار دولار بمعدل نمو 5.6% مقارنة بسنة 2006 حيث كعادتها الصادرات النفطية طغت على باقي الصادرات<sup>425</sup>، و ذلك بنسبة 95.2% من إجمالي الصادرات.

#### 5- الخصخصة

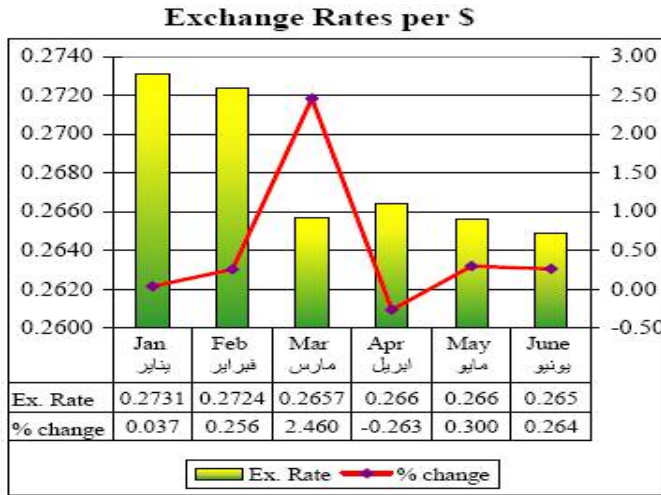
وافق مجلس الأمة هذه السنة (2008) في هذا المجال على مشروع خصخصة شركة الخطوط الجوية الكويتية، و سوف يتم الإعلان عنها في الأشهر القادمة؛ و ذلك ببيع 35% من رأسمالها لمستثمرين محليين و أجانب، و 40% لمواطنين كويتيين في طرح أولي عام، على أن يتم الاحتفاظ بـ 20% للمؤسسات الكويتية الخاصة، و توزيع 5% على موظفي الشركة.

#### 6- سعر الصرف

لقد شهد سعر ريف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي صعودا متواصلا في الربع الأول من سنة 2008 و كذلك الربع الأخير من سنة 2007؛ حيث بلغت أكبر نسبة ارتفاع في مارس 2008، و البالغة 2.46% مقابل أقل معدل نمو في جانفي 2008 بنسبة 0.037%.

بلغ سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي في الربع الثاني من سنة 2008 قيمة 0.2629 دينار لكل واحد دولار، مسجلا بذلك معدل نمو بمقدار 0.3011% مقارنة بالربع السابق. و هو ما يبرزه الشكل التالي :

الشكل (4-8) : تطور سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي خلال السداسي الأول لسنة 2008



المصدر : صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 54-2008.

يبدو من الشكل (4-8) سقوط سعر صرف الدينار مقابل الدولار في شهر مارس سنة 2008، ثم ليشهد بعد ذلك شبه استقرار.

<sup>424</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 45-2006.

<sup>425</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 49-2007.



## 7- إجراءات و إصلاحات على السوق المالي

تم اعتماد مشروع قانون إنشاء هيئة سوق المال، و تسليمها إلى وزارة التجارة و الصناعة، في إطار إصلاح و تطوير عمل السوق المالي في نهاية الربع الأول من سنة 2007، و من جهة أخرى أعلن سوق الكويت عن تعديل بعض شروط الإدراج لشركات المساهمة كأن يكون رأسمالها مدفوعا بالكامل، و أن لا يقل عن عشرة ملايين دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية، و تعديلات أخرى كذلك مثل تحديد حصة إجمالي حقوق المساهمين في كل سنة من السنوات الثلاثة قبل الإدراج، و يشترط تحقيق ربحا صافيا في السنتين السابقتين للإدراج، و أن لا تقل هذه النتيجة عن 7.5% من رأس مال، و أن يتم طرح ما لا يقل عن 30% من رأسمال الشركة للاكتتاب الخاص عن طريق شركة متخصصة و مستقلة، كما أضيف شرط آخر كذلك، و هو موافقة الجمعية العامة على الإدراج بالبورصة.

### المبحث الثاني : دراسة كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف

نحاول تحت هذا العنوان اختبار مدى كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف، و ذلك من خلال دراسة سلوك الأسعار اليومية لأسهم الشركات المدرجة؛ و المعبر عنها بمؤشر السوق (سعر الإقفال) خلال الفترة الممتدة ما بين 17/06/2001-29/05/2008 أي حوالي 1770 مشاهدة يومية، حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى وجود السير العشوائي لأسعار الأسهم، و ذلك قصد الإجابة عن الإشكالية التالية :

- هل تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية سوقا كفء عند المستوى الضعيف؟
- ما هي الأدوات المستخدمة لذلك ؟

المطلب الأول : عرض لبعض الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرار

يتم استخدام تقنية تحليل السلاسل الزمنية و خصيصا دراسة الاستقرارية للإجابة على هذا التساؤل، و تتطلب هذه العملية مجموعة من الاختبارات نذكر منها :

أولا : اختبار **DF (1979) Dickey et Fuller** (الجذر الحدودي)

يسمح هذا الاختبار بمعرفة إذا ما كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا، عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام إن كانت تحديدية أو العشوائية، و يقوم اختبار DF على الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى AR(1) و الذي يكتب من الشكل :

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (1 - 4)$$

حيث يشترط أن تكون الأخطاء العشوائية المعبر عنها بـ  $\varepsilon_t$  متوسطها معدوم و مستقلة عن الزمن و عن بعضها البعض و تباينها ثابت . عند طرح  $Y_{t-1}$  من طرفي معادلة الانحدار الذاتي السابقة نجد :

$$Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots (2 - 4) \quad \text{نجد } \lambda = \phi_1 - 1 \quad \text{و } \nabla Y_t = (\phi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

اختبار انعدام  $\lambda$  يعني اختبار  $\phi_1 = 1$  ، و من هنا سمي باختبار جذر الوحدة، و للقيام بهذا الاختبار تتبع المراحل <sup>426</sup> التالية :  
 - بعد تقدير معلمات النموذج نحسب  $t$  كما حرت العادة بطريقة MCO، لكن المقارنة تتم مع  $t$  الجدولة بجدول DF <sup>427</sup> .  
 - إذا كانت المحسوبة أكبر من الجدولة نقبل فرضية العدم، و نرفض الفرضية البديلة أي  $\phi_1 = 1 \Rightarrow \lambda = 0$   
 و منه  $\nabla Y_t = \varepsilon_t$  أي أن الجذر وحدوي، و السلسلة غير مستقرة .  
 - إذا كانت الجدولة أكبر من المحسوبة نرفض فرضية العدم، و نقبل الفرضية البديلة أي  $\phi_1 \neq 1 \Rightarrow \lambda \neq 0$  و منه فالسلسلة مستقرة.

لا نكتفي باختبار DF في العادة على النموذج السابق؛ بل يتم الاختبار على نموذجين آخرين، هما نموذج الانحدار الذاتي مع وجود الثابت، و نموذج الانحدار الذاتي مع مركبة الاتجاه العام، ليصبح بذلك عدد النماذج ثلاثة <sup>428</sup> و هي :

$$M(1) : \nabla Y_t = (\phi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots (3 - 4) \quad \checkmark \text{ نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى}$$

$$M(2) : \nabla Y_t = (\phi_1 - 1)Y_{t-1} + C + \varepsilon_t \dots (4 - 4) \quad \checkmark \text{ نموذج الانحدار الذاتي مع وجود الثابت}$$

$$M(3) : \nabla Y_t = (\phi_1 - 1)Y_{t-1} + bt + C + \varepsilon_t \dots (5 - 4) \quad \checkmark \text{ نموذج الانحدار الذاتي مع وجود مركبة الاتجاه العام}$$

تتطلب طريقة الاختبار في النموذجين الأخيرين مراعاة المعنوية الإحصائية للمقدرات الباقية؛ فإذا كانت جميع المقدرات لا تختلف ( $\lambda = C = b = 0$ ) معنويًا عن الصفر فإن السلسلة مستقرة .

يقوم اختبار DF السابق على فرضية أساسية، و هي استقلالية الأخطاء العشوائية عن بعضها البعض، و في حالة عكس ذلك لا يصلح، و من ثمة تم إيجاد اختبار آخر يأخذ في الحسبان هذا المشكل، و هو اختبار ADF.

### ثانيا : اختبار Dickey Fuller Augmentes (1981) ADF

يقوم اختبار ADF على اختبار المعنوية الإحصائية لمقدرة النماذج التالية المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية و هي :

$$M(4) : \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots (6 - 4) \quad \checkmark \text{ نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة P AR(P)}$$

$$M(5) : \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots (7 - 4) \quad \checkmark \text{ نموذج AR(P) مع وجود الثابت}$$

$$M(5) : \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + bt + c + \varepsilon_t \dots (8 - 4) \quad \checkmark \text{ نموذج AR(P) مع الثابت و الاتجاه العام}$$

يتطلب هذا الاختبار جدول إحصائي مخالف لسابقه <sup>429</sup>، كما أن درجة التأخير يتم تحديدها بالاعتماد على إحصائية AKAIKE أو إحصائية SCHARZ.

يتم اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرة الأولى  $\phi_1$  في كل نموذج <sup>430</sup>، و الشكل التالي بين كيفية، و مراحل الاختبار :

<sup>426</sup> السعيد هنات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة 2006.

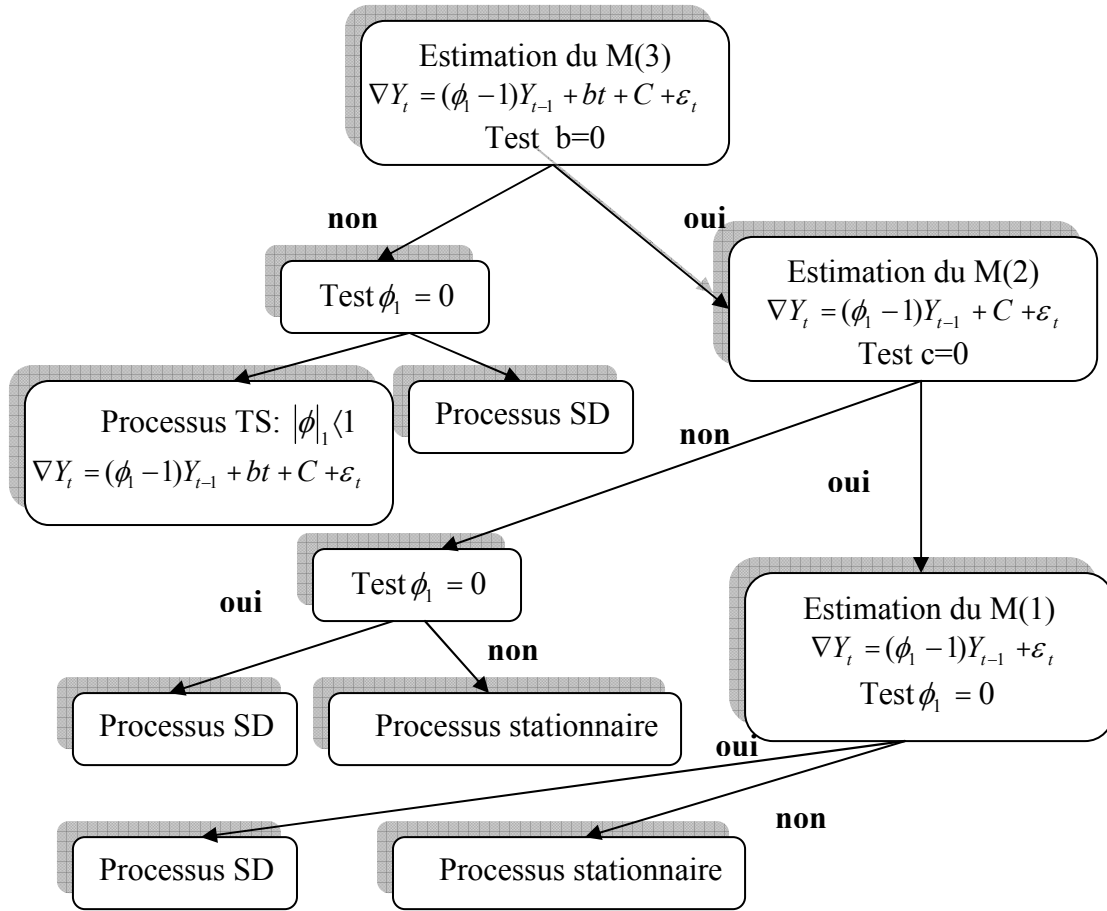
<sup>427</sup> انظر الملحق رقم 13.

<sup>428</sup> BOURBONNAIS. R, Econométrie, 5<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 2004. P 233.

<sup>429</sup> جدول Mackinnon في البرنامج الإحصائي تحدد آليا.

<sup>430</sup> Idem.

الشكل (9-4) : إستراتيجية مبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي



Source :Bourbonnais.R, Op.cit, P236.

### I. اختبار Phillips et Perron (1988) PP

يقوم هذا الاختبار على التصحيح غير المعلمي Non paramétrique لإحصائيات DF، و ذلك من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الخطأ العشوائية مع الأخذ في الحسبان إلغاء التحيزات الناجمة عن المميزات الخاصة بالتذبذبات العشوائية، و يتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل<sup>431</sup> هي :

- تقدير معاملات النماذج الثلاثة M(1), M(2), M(3) لاختبار DF ،
- حساب التباين قصير الأجل، و هو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية (البواقفي)

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 \dots\dots (9-4)$$

- حساب المعامل التصحيحي Un facteur correctif؛ أو ما يسمى بالتباين طويل الأجل بالعلاقة التالية :

$$S_t^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 + 2 \sum_{i=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{N} \sum_{i+1}^n \varepsilon_i \varepsilon_{i-1} \dots\dots (10-4)$$

<sup>431</sup> Ibid. P234.

قبل ذلك لابد من تحديد عدد التأخيرات L، و الذي يمكن حسابه بالعلاقة التالية :  $l \approx 4(N/100)^{2/9}$

- حساب إحصائية PP و ذلك استنادا للعلاقة التالية : (11 - 4)  $t_{\phi_i^*} = \sqrt{k} \cdot \frac{\phi_i^*}{\sigma^{\wedge 2}_{\phi_i^*}} + \frac{N(k-1)\sigma^{\wedge 2}_{\phi_i^*}}{\sqrt{k}} \dots$

حيث :  $k = \frac{\sigma^{\wedge 2}_{\phi_i^*}}{S_t^2}$  ؛ و التي تصبح مساوية للواحد في حالة إذا ما كانت الأخطاء تشويش أبيض .

بعد حساب إحصائية PP تتم مقارنتها مع القيمة الحرجة المستخرجة من جدول Mackinnon<sup>432</sup> و القرار لا يختلف عن سابقه.

## II. اختبار KPSS(1992)

اقترح كل من Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin في سنة 1992 نموذج باستخدام مضاعف لاغرانج

LM، حيث يختبر هذا النموذج استقرارية السلاسل الزمنية عبر الخطوتين التاليتين :

- بعد تقدير النموذج M(2), M(3) المشار إليهما في اختبار DF نقوم بحساب المجموع St حيث :  $St = \sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2$  ،

- حساب التباين طويل الأجل  $S_t^2$  المعتمد في اختبار PP،

- حساب إحصائية LM حيث : (12 - 4)  $LM = \frac{1}{S_t^2} \cdot \frac{\sum_{t=1}^N S_t^2}{N^2} \dots$

- إذا كانت هذه الإحصائية أكبر من الجدولة في الجدول المعد من قبل KPSS<sup>433</sup> نرفض فرضية الاستقرار.

### المطلب الثاني : اختبار استقرارية مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 18/06/2001-29/05/2008

نحاول في هذه الخطوة بعد عرض بعض الاختبارات الخاصة بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية التزول إلى أرض الواقع و ذلك باختبار استقرارية سلسلة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة المذكورة أعلاه، و قبل ذلك نعرض الشكل التالي الذي يبين تطور المؤشر خلال السبع سنوات الماضية.

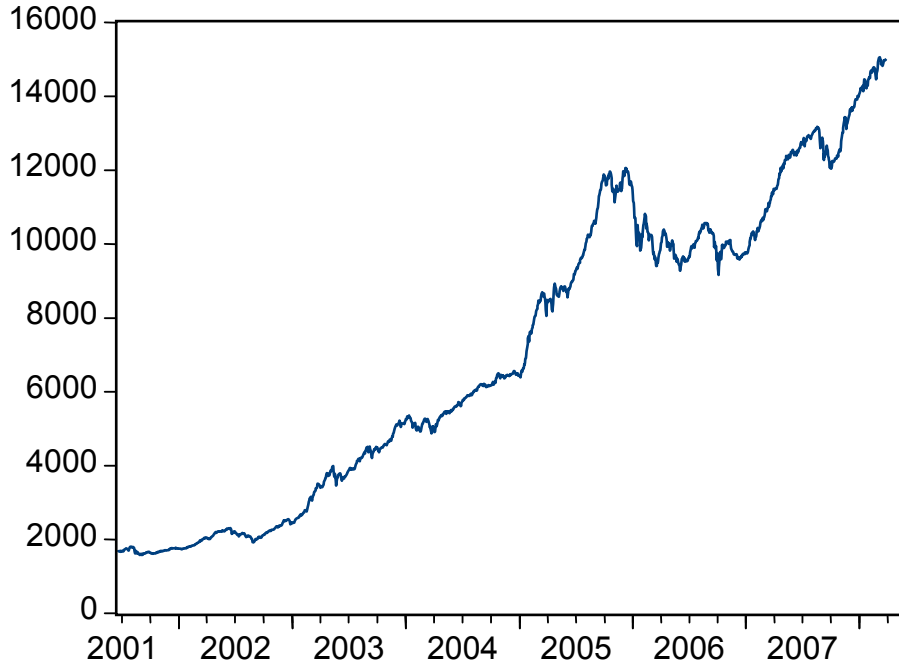
### أولاً : عرض تطور مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 18/06/2001-29/05/2008

نعرض هنا تطور مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة المدروسة، و هو ما يبرزه الشكل التالي :

<sup>432</sup> Idem.

<sup>433</sup> هذا الجدول لم نحصل عليه، لكن البرنامج الإحصائي (RATS et Eviews) يعطي مباشرة هذه القيمة .

الشكل (4-10) : تطور مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة (يومية) 18/06/2001-29/05/2008



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05

نلاحظ من الشكل أعلاه أن تطور مؤشر الكويت IK في تزايد و نمو؛ مما يدل مبدئياً عن وجود اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له — DK 15079.000، و أدنى قيمة له DK 15057.700، و انحراف معياري بلغ DK4055.960، في حين لم تظهر بالسلسلة دورات موسمية، ما يميز الفترة الممتدة ما قبل سنة 2005 تشتت المؤشر كان ضعيفا جدا، على عكس السنتين 2005-2006 و اللتان عرفتا تشتت كبير ليس له مثيل، لكن الفترة الأخيرة تراجع التشتت نوعا ما مقارنة بالفترة السابقة.

هذا التشتت إن دل على شيء فإنما يدل على ارتفاع المخاطر النظامية<sup>434</sup> التي شهدتها المنطقة في تلك الفترة؛ لاسيما السياسية منها و المتمثلة في الأزمة النووية الإيرانية، و احتلال العراق، و حرب لبنان، هذا دون أن ننسى مخطر ارتفاع أسعار النفط التي بلغت مستويات فريدة في التاريخ.

#### ثانيا : دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة المدروسة

قبل إجراء الاختبارات التي تم عرضها سابقا، هناك اختبار بسيط يتم تقديمه جاهزا من طرف البرنامج الإحصائي Eviews، و هو دالي الارتباط الذاتي البسيط و الجزئي للسلسلة محل الدراسة، و من خلال شكل هذين الدالتين يمكن استنتاج طبيعة السلسلة، و الجدول التالي يعرض دالي الارتباط البسيط و الجزئي .

<sup>434</sup> أثبتت الدراسة أن أسعار الأسهم دالة أسية في المخاطر النظامية، لمزيد من التفصيل انظر نتائج الدراسة الميدانية.

الجدول (4-2) : دالة الارتباط الذاتي البسيط و الجزئي لسلسلة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة -18/06/2001  
29/05/2008

Date: 02/09/08 Time: 17:30  
Sample: 18/06/2001 29/05/2008  
Included observations: 1769

|    | Autocorrelation | Partial Correlation | AC     | PAC   | Q-Stat | Prob |
|----|-----------------|---------------------|--------|-------|--------|------|
| 1  | 0.998           | 0.998               | 1766.0 | 0.000 |        |      |
| 2  | 0.997           | -0.013              | 3526.8 | 0.000 |        |      |
| 3  | 0.995           | -0.000              | 5282.4 | 0.000 |        |      |
| 4  | 0.993           | -0.003              | 7032.9 | 0.000 |        |      |
| 5  | 0.991           | -0.004              | 8778.1 | 0.000 |        |      |
| 6  | 0.990           | -0.009              | 10518. | 0.000 |        |      |
| 7  | 0.988           | -0.002              | 12253. | 0.000 |        |      |
| 8  | 0.986           | 0.002               | 13982. | 0.000 |        |      |
| 9  | 0.984           | 0.003               | 15706. | 0.000 |        |      |
| 10 | 0.982           | -0.003              | 17425. | 0.000 |        |      |
| 11 | 0.981           | -0.009              | 19138. | 0.000 |        |      |
| 12 | 0.979           | -0.002              | 20847. | 0.000 |        |      |
| 13 | 0.977           | -0.002              | 22549. | 0.000 |        |      |
| 14 | 0.975           | -0.015              | 24247. | 0.000 |        |      |
| 15 | 0.973           | -0.007              | 25938. | 0.000 |        |      |
| 16 | 0.971           | -0.013              | 27624. | 0.000 |        |      |
| 17 | 0.969           | -0.003              | 29305. | 0.000 |        |      |
| 18 | 0.967           | -0.003              | 30979. | 0.000 |        |      |
| 19 | 0.965           | 0.004               | 32648. | 0.000 |        |      |
| 20 | 0.964           | 0.006               | 34311. | 0.000 |        |      |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05

يبدو من الجدول أن معاملات الارتباط الذاتي البسيط كلها خارج مجال الثقة، و المعبر عنه بالخطين المستقطعين؛ و الخروج عن مجال الثقة يعني الاختلاف معنويًا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%، و من ثمة يمكن القول أن السلسلة ليست عبارة عن تشويش أبيض، و منه فهي غير مستقرة، كما يمكن استخلاصها هذه النتيجة كذلك من خلال احتمال كل معامل و الذي لم يبلغ 5% بالنسبة لجميع المعاملات، أو من خلال إحصائية Q Ljung-Box التي بلغت قيمتها Q=34311 عند h=20، و هي أكبر من إحصائية  $\chi^2_{0.05;20} = 25.435$ ، و من ثمة نرفض H0 فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي، و نقبل فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي .

أخيرا ما يمكن قوله أنه حسب اختبار دالة الارتباط الذاتي أن السلسلة غير مستقرة، و بالنظر إلى معاملات الارتباط الذاتي الجزئي نلاحظ أنها لا تختلف معنويًا عدا المعامل الأول الذي يختلف معنويًا عن الصفر، و من ثمة السلسلة تتبع نموذج ARMA(1,0). هذا عن دالة الارتباط الذاتي فماذا عن بقية الاختبارات الأخرى؟

### ثالثا : اختبار DF(1979)

يتطلب استخدام هذا الاختبار تقدير معاملات النماذج الثلاث المشار إليها سابقا M(1), M(2), M(3) بطريقة

المربعات الصغرى العادية MCO ؛ حيث كانت نتائج التقدير وفق الإستراتيجية المبسطة المعروضة كما يلي :

$$M(3) : DIK_t = -0.0026 IK_{t-1} + 3.8271 + 0.0251t \dots (13-4)$$

(-1.61) (1.29) (1.96)

$$N = 1769. (.) = t.calcu$$

حث :  $DIK_t$  : التغير في مؤشر البورصة في الفترة (اليوم) t،  $IK_t$  : مؤشر البورصة في الفترة t .

يختلف معامل الاتجاه العام  $b$  معنويًا عن الصفر<sup>436</sup>، على عكس الثابت  $c$  الذي لا يختلف معنويًا عن الصفر و السلسلة ليست من الشكل TS؛ أما عن معامل الانحدار الذاتي فهو كذلك لا يختلف معنويًا عن الصفر؛ كون  $t_{\phi_1^*} = -0.0026 > t_{table} = -3.41$  ومنه نقبل  $H_0$ ، و نرفض  $H_1$  أي هناك جذر وحدوي و السلسلة غير مستقرة، و تعتبر السيرورة من نوع (Differecy Stationary)  $DS^{437}$ ، هذا فيما يخص  $M(3)$  أما بخصوص النموذج الثاني  $M(2)$  فكانت النتائج كالتالي :

$$M(2) : DIK_t = 0.00046 IK_{t-1} + 4.2502 \dots (14 - 4)$$

(1.44) (1.29)

$$N = 1769, (.) = t.calcu$$

لا يختلف الثابت  $c$  معنويًا عن الصفر، كما معامل الانحدار الذاتي هو كذلك لا يختلف معنويًا عن الصفر؛ كون  $t_{\phi_1^*} = 1.44 > t_{table} = -2.86$  ومنه نقبل  $H_0$ ، و نرفض  $H_1$ ؛ أي هناك جذر وحدوي، و السلسلة غير مستقرة، و السيرورة من نوع DS.

$$M(1) : DIK_t = 0.00091 IK_{t-1} \dots (15 - 4)$$

(5.11)

نتائج تقدير النموذج الأول  $M(1)$  كما يلي :

$$N = 1769, (.) = t.calcu$$

لا يختلف معامل الانحدار الذاتي معنويًا عن الصفر؛ كون  $t_{\phi_1^*} = 5.11 > t_{table} = -1.95$  ومنه نقبل  $H_0$ ، و نرفض  $H_1$ ؛ أي هناك جذر وحدوي، و السلسلة غير مستقرة، و السيرورة من نوع DS. تشير نتائج اختبار DF إلى أن السلسلة غير مستقرة، و هي من نوع DS، لكن يفشل هذا الاختبار في حالة وجود ارتباط بين الأخطاء؛ ليبقى السؤال المطروح هل هناك ارتباط بين الأخطاء؟، و للإجابة على هذا السؤال نعتمد على اختبار ARCH-LM الذي كانت نتائجه كالتالي :

الجدول (3-4) : نتائج اختبار ARCH-LM

Dependent Variable: RESID^2  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 25/06/2001 27/03/2008  
Included observations: 1764 after adjustments

| Variable    | Coefficien<br>t | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|-------------|-----------------|------------|-------------|--------|
| C           | 1667.066        | 294.0102   | 5.670096    | 0.0000 |
| RESID^2(-1) | 0.132263        | 0.023816   | 5.553553    | 0.0000 |
| RESID^2(-2) | 0.199040        | 0.023637   | 8.420670    | 0.0000 |
| RESID^2(-3) | 0.180068        | 0.023637   | 7.618034    | 0.0000 |
| RESID^2(-4) | 0.047892        | 0.023816   | 2.010937    | 0.0445 |

R-squared 0.149697 F-Statistic 77.41859

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 05

يعد النموذج مقبول إحصائياً، و المقدرات جميعها تختلف معنويًا عن الصفر، و من ثمة يوجد ارتباط بين الأخطاء

حسب اختبار ARCH-LM، و من ثمة نتقل لدراسة الاستقرار بالاعتماد على اختبار ADF(1981).

<sup>436</sup> نتيجة مطابقة للتعليق على تطور المؤشر خلال فترة الدراسة.

<sup>437</sup> هي سلسلة غير مستقرة لكنها تأخذ صفة الاستقرار بعد حساب الفروقات، و عادة تكون متكاملة من الدرجة الأولى (عدد الفروقات 1).

رابعا : اختبار **ADF (1981)** : نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-4) : نتائج اختبار ADF

| H0: IK has a unit root |             |        |
|------------------------|-------------|--------|
| Lag length : 4(fixed)  |             |        |
| Test ADF               | t statistic | Prob   |
| M(4)                   | 3.8377      | 0.9999 |
| M(5)                   | 0.8548      | 0.9949 |
| M(6)                   | -1.9702     | 0.6166 |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05

يبدو احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار ADF أكبر من 5%، و من ثمة نقبل H0، و نرفض H1 أي أن هناك جذر وحدوي للسلسلة، و هي غير مستقرة.

خامسا : اختبار **PP(1988)** : نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (5-4) : نتائج اختبار PP

| H0: IK has a unit root |                   |        |
|------------------------|-------------------|--------|
| Lag length : 6(fixed)  |                   |        |
| Test PP                | t statistic ajust | Prob   |
| M(1)                   | 4.1752            | 1.000  |
| M(2)                   | 0.9498            | 0.9962 |
| M(3)                   | -1.8853           | 0.6617 |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05

يظهر احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار PP أكبر من 5%، و من ثمة نقبل H0، و نرفض H1؛ أي أن هناك جذر وحدوي للسلسلة، و هي ليست تشويش أبيض أي غير مستقرة.

سادسا : اختبار **KPSS(1992)** : نتائج تقدير النماذج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (6-4) : نتائج اختبار KPSS

| H0: IK has not a unit root |         |                      |
|----------------------------|---------|----------------------|
| Lag length : 6(fixed)      |         |                      |
| Test KPSS                  | LM stat | Valeur critique a 5% |
| M(2)                       | 24.5452 | 0.4630               |
| M(3)                       | 1.2037  | 0.1460               |

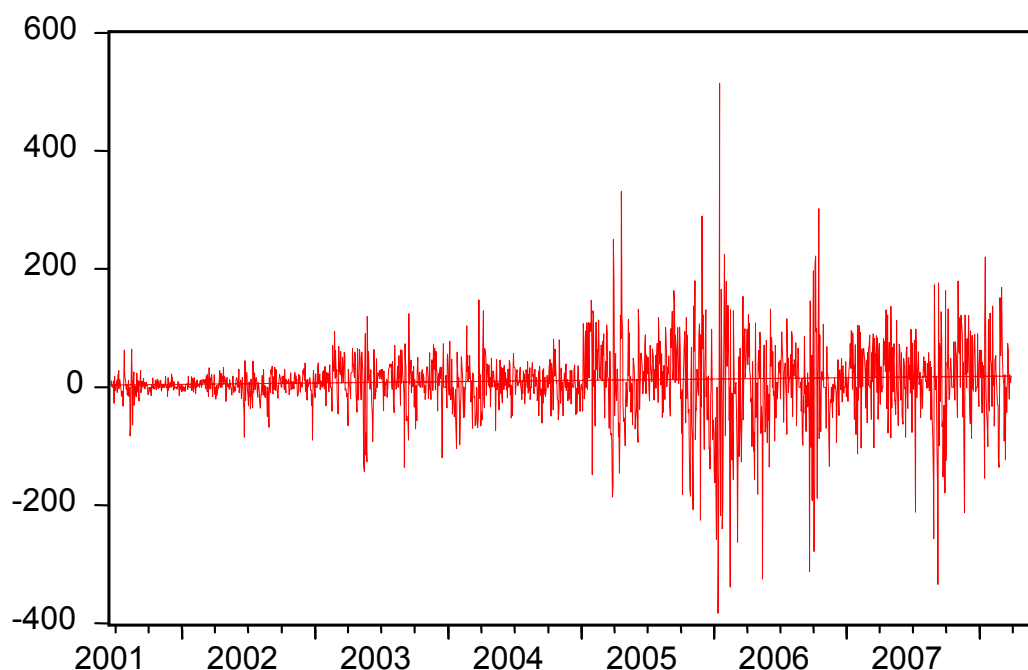
المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05

نلاحظ أن القيمة الحرجة لـ LM أكبر من القيمة الحرجة عند 5%، و من ثمة نقبل H0، و نرفض H1؛ أي السلسلة غير مستقرة.



يبرز مما سبق تجانس جميع النتائج المتوصل إليها لجميع الاختبارات، و لكل النماذج، و من ثمة نخلص إلى أن سلسلة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 18/06/2001-29/05/2008 ليست مستقرة، و لكن السؤال المطروح هنا هل فرضية السير العشوائي Marche au hazard محققة؟ للتأكد من ذلك نقوم بدراسة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى.

الشكل (4-12) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DIK لسلسلة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 18/06/2001-29/05/2008



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05  
 ما يلاحظ مبدئياً عن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة الكويت DIK أنها مستقرة؛ حيث أنها تدور حول الصفر لكن تبينها غير ثابت؛ أي ليست بالتشويش الأبيض، و من ثمة نحاول اختبار الاستقرار بالاعتماد على اختبار ADF حيث نتائجه ملخصة في الجدول التالي :

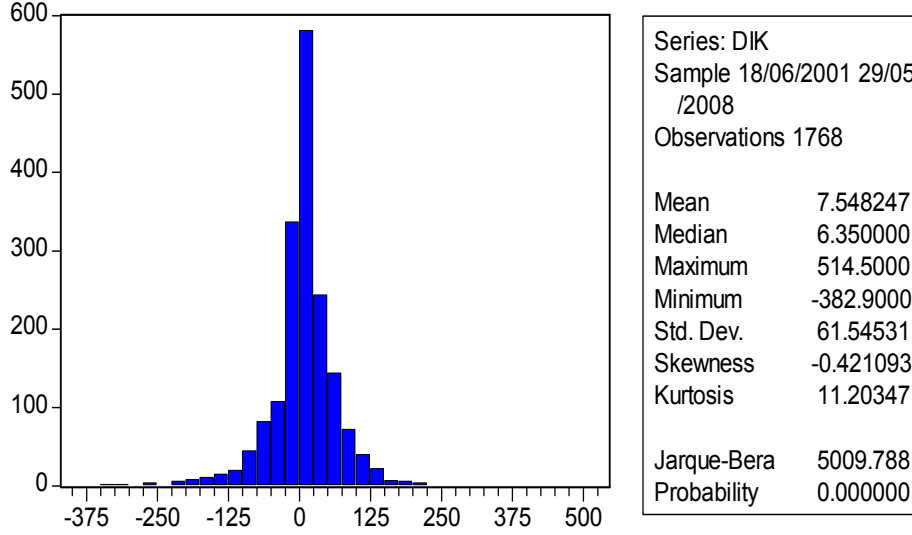
الجدول (4-7) : نتائج اختبار ADF(1981) لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة الكويت DIK

| H0: DIK has a unit root |             |        |
|-------------------------|-------------|--------|
| Lag length : 4(fixed)   |             |        |
| Test ADF                | t statistic | Prob   |
| M(4)                    | -15.5329    | 0.0000 |
| M(5)                    | -16.0196    | 0.0000 |
| M(6)                    | -16.0700    | 0.0000 |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05  
 يبدو احتمال مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار ADF أقل من 5%، و من ثمة نرفض H0، و نقبل H1؛ أي أن ليس هناك جذر وحدوي للسلسلة، و هي مستقرة، و هي نتيجة مؤكدة من قبل بقية الاختبارات الأخرى التي عرضت سابقاً.

بعدما تبين أن سلسلة المؤشر خلال الفترة متكاملة من الدرجة الأولى<sup>438</sup> فهل هي ذات توزيع طبيعي؟ للإجابة على هذا التساؤل نعرض الشكل التالي :

الشكل (4-13) : التوزيع الاحتمالي لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر بورصة الكويت DIK



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 05

يبرز من الشكل أعلاه أن دالة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لم تأخذ شكل التوزيع الطبيعي؛ و هو ما تؤكده إحصائية Skewness، و التي تختلف عن الصفر، و إحصائية Kurtosis التي تختلف عن 3، و إحصائية Jarque-Bera هي الأخرى أثبتت عدم التوزيع الطبيعي؛ حيث كانت أكبر من إحصائية  $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ .

استنادا إلى اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية المعتمدة (KPSS(1992), PP(1988), ADF(1981), AC DF(1979) في الدراسة و المطبقة على سلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية و المعبر عنها بمؤشر السوق خلال الفترة الممتدة ما بين 18/06/2001-29/05/2008 تم التوصل إلى أن السلسلة بها جذر وحدوي و هي غير مستقرة مما يعني أن الأسعار تتحدد عشوائيا بل أكثر من ذلك أنها من نوع DS ، و من ثمة يمكن القول أن الأسعار تتحدد عشوائيا و المردودية عشوائية و منه سوق الكويت تعتبر سوقا كفتا عند المستوى الضعيف. و هي نتيجة مطابقة لدراسة كل من وائل إبراهيم الراشد لسوق الكويت خلال الفترة 2000-2002، و دراسة Bourbonnais.R للسوق الفرنسي على مؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة ما بين 30/06/1989-9/12/1993، و لدراسة YEZID SKANDRANI لسوق كل من NYMEX et L'IPE و الخاصين بالعقود البترولية الآجلة خلال الفترة 1/1/1990-31/12/1994.

<sup>438</sup> يمثل التغير في السعر بفوائض القيم للسوق (الأرباح الرأسمالية للسوق) و هي جزء من مردودية السوق.

### المبحث الثالث : دراسة حالة

بعد مناقشة و عرض مختلف المقاربات النظرية المفسرة لأثر كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في الفصول السابقة، نخصص هذا القسم للجانب التطبيقي المتعلق بإشكالية تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على القيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، و ذلك بدراسة عينة من الشركات الكويتية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008/2007/2006.

#### المطلب الأول : الإطار العام لدراسة الحالة

أولاً : عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية؛ موزعة بين كل من القطاع العقاري و الصناعي، الخدمي، الغذائي ، خلال الفترة الممتدة ما بين 2008/06/01-2006/01/01، و ذلك بناء على جملة من الاعتبارات منها :

- ألا تكون مؤسسة مالية (بنك، شركة تأمين ...)
- أن لا تكون قامت بعملية اندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة؛
- أن تكون مؤسسة وطنية؛
- أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/1/1 إلى N/12/31 ؛
- أن تكون ملفات البيانات المنشورة عنها من نوع PDF؛
- لم يتم توقيف تداول أسهمها خلال الفترة .

و يمكن عرض توزيع العينة على القطاعات من خلال الجدول التالي :

الجدول (4-8) : توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات.

| المجموع | الغذائي | الخدمي | الصناعي | العقاري | القطاع                |
|---------|---------|--------|---------|---------|-----------------------|
| 60      | 04      | 31     | 13      | 12      | عدد الشركات في العينة |
| 100     | 07      | 51     | 22      | 20      | النسبة المئوية %      |

المصدر من إعداد الطالب.

ثانياً : حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2008/06/01-2006/01/01؛ و التي تعتبر فترة كافية لمعرفة أثر الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، و تتميز هذه الفترة بـ :

- عدم وجود أزمة مالية خلال الفترة و التي قد تخل بنتائج الدراسة، مثل الأزمة الآسيوية... ؛
- عدم استقرار أسعار النفط و الذي شهد ارتفاعاً صاروخياً فاق 140 دولاراً نهاية شهر جوان 2008<sup>439</sup>؛
- تراجع سعر صرف الدولار الأمريكي؛
- الحروب و عدم الاستقرار خاصة حرب العراق و الأزمة النووية الإيرانية و حرب لبنان.

<sup>439</sup> دراسة تأثيره على قيمة المؤسسة و مؤشر السوق، و الذي يدخل ضمن نموذج APT .

أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الأوراق المالية لدولة الكويت، و الذي يعتبر من بين أهم الأسواق المالية العربية من حيث الرسمة، و حجم التداول، و عدد الشركات، و وجود التنظيم<sup>440</sup>، و الاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة و غيرها من المعايير<sup>441</sup>.

### ثالثا : تصميم دراسة الحالة

تتمثل البيانات و المعلومات المستخدمة في دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة في :أسعار الأسهم اليومية، و مؤشرات مالية، و محاسبية تم جمعها من المواقع الإلكترونية للسوق المالي، و للشركات محل الدراسة، و مواقع أخرى مثل صندوق النقد العربي، معهد التخطيط بالكويت، و جمعية المحاسبين الكويتيين... . حيث نعتقد أن هذه المعلومات المنشورة بالمواقع الرسمية على الإنترنت تتمتع بمصداقية مقبولة.

### 1- متغيرات الدراسة :

#### 1-1 المتغيرات الرئيسية : تتمثل في :

#### 1-1-1 المتغير التابع (الخارجي) : يتمثل في :

♣ قيمة المؤسسة VE : و تضم أربعة متغيرات و هي :

✓ القيمة السوقية للمؤسسة VB : و المعبر عنها بالمتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم خلال السنة الممتدة ما بين  

$$1/6/N-1/6/N+1$$
<sup>442</sup>؛

✓ المخاطر الكلية  $\sigma_{VB}$  : تتمثل في الانحراف المعياري لأسعار الأسهم اليومية لكامل السنة؛

✓ القيمة الدفترية VDOC : تتمثل في القيمة المحاسبية للسهم الواحد و الظاهرة في الميزانية الختامية؛

✓ حجم التداول VOL : يتمثل في المتوسط الحسابي لحجم التداول اليومي لكل مؤسسة؛

#### 2-1-1 المتغيرات المستقلة : هناك متغيرين أساسيين :

♣ الهيكل المالي DCP : يضم ثلاثة متغيرات هي :

✓ الديون قصيرة الأجل DATCP : تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) إلى الأموال الخاصة (إجمالي حقوق الملكية)؛

✓ الديون طويلة الأجل DLTCP : تتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل (المطلوبات غير المتداولة) إلى الأموال الخاصة؛

✓ إجمالي الديون DTCP : و يتمثل في نسبة إجمالي الديون (إجمالي المطلوبات) إلى الأموال الخاصة،

♣ سياسة توزيع الأرباح PD : تضم أربعة متغيرات هي :

✓ التوزيعات النقدية DM : تتمثل في نسبة التوزيعات النقدية إلى القيمة الاسمية للسهم، و هي بمثابة نسبة مئوية كون القيمة الاسمية متساوية لجميع المؤسسات، و المقدرة بـ 100 دينار كويتي<sup>443</sup>؛

<sup>440</sup> أنظر المبحث السابق.

<sup>441</sup> جبار محفوظ ، مرجع سابق ص 173.

<sup>442</sup> تم أخذ هذا التاريخ كون أثر التوزيعات يكون بعد انعقاد الجمعية العامة أين يتم تحديد نسبة التوزيعات و الموافقة عليها، و التي تكون في معظم الحالات بعد شهر مارس و الإعلان عن التوزيعات يكون بعد الجمعية العامة من عشرة أيام إلى شهرين، أنظر الملحق ....

- ✓ التوزيعات في شكل أسهم مجانية (منحة) DG : و تتمثل نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الاسمية للسهم؛
- ✓ إعادة شراء الأسهم (أسهم خزينة) RACH : و تتمثل في نسبة الأسهم المعاد شراؤها من رأسمال الشركة؛
- ✓ نسبة الأرباح غير الموزعة (المحتجزة) DND : تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة و الموزعة بنوعيتها.
- 1-2 المتغيرات الثانوية : تتمثل في مجموعة من المتغيرات المؤثرة، و المتأثرة بـ/في المتغيرات السابقة و هي :
  - ✓ المخاطر النظامية  $\beta$  : هو معامل خط انحدار عائد السهم Rt على عائد السوق  $R_M$ <sup>444</sup>؛
  - ✓ المردودية الاقتصادية RE : تتمثل حاصل قسمة نتيجة الاستغلال (الأرباح التشغيلية) على إجمالي الأصول (الموجودات) بعد الضريبة النظرية المعيارية<sup>445</sup>؛
  - ✓ مردودية الأموال الخاصة (العائد على حقوق الملكية) RCP : تتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية (صافي الربح) على القيمة الدفترية للأموال الخاصة؛
  - ✓ حجم المؤسسة LNAE : يتمثل في اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول.

## 2- الأسلوب الإحصائي المعتمد :

تم اعتماد أسلوب الانحدار الخطي البسيط و المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، و دراسة العلاقة بين المتغيرات الدراسة التابعة و المستقلة، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 04، كما تم استخدام معاملات الارتباط، و نماذج ARCH-LM.

## 3- فرضيات دراسة الحالة :

- H 1 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي (بجميع متغيراته) و القيمة السوقية للمؤسسة (VB)؛
- H 2 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراتها) و القيمة السوقية للمؤسسة (VB)؛
- H 3 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي (بجميع متغيراته) و سياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراتها)؛
- H 4 تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة (بجميع متغيراته) أكثر من تأثير سياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراتها)؛
- H 5 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الثانوية (الحجم، السيولة، المردوديات، المخاطر النظامية) و قيمة المؤسسة (VB)؛
- H 6 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الثانوية (الحجم، السيولة، المردوديات، المخاطر النظامية) و الهيكل المالي (بجميع متغيراته)؛
- H 7 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الثانوية (الحجم، السيولة، المردوديات، المخاطر النظامية) و سياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراته)؛

<sup>443</sup> لقد تم اعتبار هذه النسبة كونها المعتمدة من جميع المؤسسات و يتم الإعلان عن نسبة توزيع الأرباح بهذه النسبة في سوق الكويت للأوراق المالية .

$$^{444} \beta = \frac{COV(R_T, R_M)}{\sigma_{RM}^2}$$

<sup>445</sup> تم استخدام معدل الضريبة على أرباح الشركات معياري و المقدر بـ 35% لتفادي أثر الفروقات الجبائية أنظر P.VERNIMMEN, OP.CIT. P

المطلب الثاني : النماذج و معاملها المقدرة

قبل الشروع في بناء النماذج، واختبار فرضياتها؛ نعرض الشكل التالي لإبراز منهجية العمل في دراسة الحالة.

الشكل (4-14) : إستراتيجية مبسطة لبناء نماذج الانحدار المعتمدة في دراسة الحالة

النماذج الخاصة بالمتغيرات الرئيسية (قيمة المؤسسة، الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح)

$$\begin{pmatrix} VB \\ \sigma VB \\ VOL \\ VDOC \end{pmatrix}_{(4,1)} = \begin{pmatrix} 1 & D_{ATCP\ 1} & D_{LTCP\ 1} & D_{TCP\ 1} & DM\ 1 & DG\ 1 & DND\ 1 & RACH\ 1 \\ 1 & D_{ATCP\ 2} & D_{LTCP\ 2} & D_{TCP\ 2} & DM\ 2 & DG\ 2 & DND\ 2 & RACH\ 2 \\ 1 & D_{ATCP\ 3} & D_{LTCP\ 3} & D_{TCP\ 3} & DM\ 3 & DG\ 3 & DND\ 3 & RACH\ 3 \\ 1 & D_{ATCP\ 4} & D_{LTCP\ 4} & D_{TCP\ 4} & DM\ 4 & DG\ 4 & DND\ 4 & RACH\ 4 \end{pmatrix}_{(4,7)} \begin{pmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \beta_2 \\ \beta_3 \\ \beta_4 \\ \beta_5 \\ \beta_6 \\ \beta_7 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_0 \\ \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \varepsilon_3 \\ \varepsilon_4 \\ \varepsilon_5 \\ \varepsilon_6 \\ \varepsilon_7 \end{pmatrix}$$

اختبار الفرضيات

اختبار وجود امتداد خطي بين المتغيرات المستقلة

$$D_M = \beta_0 + \beta_1 DG + \beta_2 DND + \beta_3 RACH$$

$$D_{ATCP} = \beta_0 + \beta_1 D_{LTCP} + \beta_2 D_{TCP}$$

$$\begin{aligned} DM &= \beta_0 + \beta_1 D_{ATCP} + \beta_2 D_{LTCP} \\ DG &= \beta_0 + \beta_1 D_{ATCP} + \beta_2 D_{LTCP} \end{aligned}$$

استبعاد المتغيرات المستقلة التي بينها علاقة فيما بينها

$$VB = \beta_0 + \beta_1 D_{ATCP} + \beta_2 D_{LTCP} + \beta_3 DM + \beta_4 DND + \beta_5 RACH$$

$$VB = \beta_0 + \beta_1 DG + \beta_2 DND + \beta_3 RACH$$

$$VB_t = \beta_0 + \beta_1 D_{ATCP} + \beta_2 D_{LTCP} + \varepsilon_t$$

اختبار القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح لدالة القيمة

اختبار القدرة التفسيرية للهيكل المالي لدالة القيمة

النماذج الخاصة بالمتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية)

اختبار وجود امتداد خطي بين المتغيرات الثانوية فيما بينها

$$\begin{aligned} LNAE &= \beta_0 + \beta_1 RE + \beta_2 RCP + \beta_3 DIS + \beta_4 Beta + \varepsilon_t \\ RE &= \beta_0 + \beta_1 LNAE + \beta_2 RCP + \beta_3 Beta + \beta_4 DIS + \varepsilon_t \\ Beta &= \beta_0 + \beta_1 LNAE + \beta_2 RE + \beta_3 RCP + \beta_4 DIS + \varepsilon_t \end{aligned}$$

اختبار القدرة التفسيرية للمتغيرات الثانوية لدالة القيمة

$$\begin{aligned} VB &= \beta_0 + \beta_1 LNAE + \varepsilon_t \\ VB &= \beta_0 + \beta_1 Beta + \varepsilon_t \\ VB &= \beta_0 + \beta_1 RCP + \varepsilon_t \end{aligned}$$

اختبار القدرة التفسيرية للمتغيرات الثانوية لدالة سياسة توزيع الأرباح

$$\begin{aligned} DM &= f(LNAE, RE, RCP, DIS) \\ DG &= f(LNAE, RE, RCP, DIS) \\ DND &= f(LNAE, RE, RCP, DIS) \\ RACH &= f(LNAE, RE, RCP, DIS) \end{aligned}$$

اختبار القدرة التفسيرية للمتغيرات الثانوية لدالة الهيكل المالي

$$\begin{aligned} DTCP &= \beta_0 + \beta_1 LNAE + \varepsilon_t \\ DTCP &= \beta_0 + \beta_1 RE + \beta_2 RCP + \varepsilon_t \\ DTCP &= \beta_0 + \beta_1 DIS + \varepsilon_t \end{aligned}$$

المصدر : من إعداد الطالب

أولا : تحليل الارتباط

الجدول (9-4) : مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات الرئيسية

|               | VB          | $\sigma_{VB}$ | VOL         | VDOC        | DTCP        | DLTCP       | DATCP       | DM          | DG          | RACH        | DND         |
|---------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| VB            | <b>1.00</b> | 0.89          | 0.20        | 0.35        | 0.35        | 0.09        | 0.33        | 0.49        | 0.55        | 0.02        | <b>0.24</b> |
| $\sigma_{VB}$ | <b>0.89</b> | <b>1.00</b>   | 0.35        | 0.35        | 0.27        | 0.14        | 0.22        | 0.49        | 0.61        | 0.04        | <b>0.13</b> |
| VOL           | 0.20        | 0.35          | <b>1.00</b> | 0.12-       | 0.03        | 0.36        | 0.13-       | 0.13        | 0.38        | 0.16        | <b>0.08</b> |
| VDOC          | 0.35        | 0.35          | 0.12-       | <b>1.00</b> | 0.05        | 0.10        | 0.01        | 0.55        | 0.28        | 0.06        | <b>0.44</b> |
| DTCP          | 0.35        | 0.27          | 0.03        | 0.05        | <b>1.00</b> | 0.34        | 0.90        | 0.02-       | 0.21        | 0.06-       | <b>0.12</b> |
| DLTCP         | 0.09        | 0.14          | <b>0.36</b> | 0.10        | <b>0.34</b> | <b>1.00</b> | 0.10-       | 0.04-       | 0.28        | 0.09        | <b>0.11</b> |
| DATCP         | 0.33        | 0.22          | 0.13-       | 0.01        | <b>0.90</b> | 0.10-       | <b>1.00</b> | 0.01-       | 0.10        | 0.10-       | <b>0.08</b> |
| DM            | <b>0.49</b> | <b>0.49</b>   | 0.13        | <b>0.55</b> | 0.02-       | 0.04-       | 0.01-       | <b>1.00</b> | 0.26        | 0.09        | <b>0.14</b> |
| DG            | <b>0.55</b> | <b>0.61</b>   | <b>0.38</b> | 0.28        | 0.21        | 0.28        | 0.10        | 0.26        | <b>1.00</b> | 0.03        | <b>0.24</b> |
| RACH          | 0.02        | 0.04          | 0.16        | 0.06        | 0.06-       | 0.09        | 0.10-       | 0.09        | 0.03        | <b>1.00</b> | <b>0.07</b> |
| DND           | <b>0.24</b> | <b>0.13</b>   | <b>0.08</b> | 0.44        | <b>0.12</b> | <b>0.11</b> | <b>0.08</b> | <b>0.14</b> | <b>0.24</b> | <b>0.07</b> | 1.00        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

نلاحظ من خلال مصفوفة معاملات الارتباط الواردة أعلاه أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم؛ من موجب، و سالب و قوي وضعيف، حيث بلغ أقصاه بين قيمة المؤسسة السوقية VB و المخاطر الكلية  $\sigma_{VB}$  بمقدار 89%؛ مما يدل أن المخاطر الكلية تفسر حوالي 80% من القيمة البورصية، أما بين قيمة المؤسسة السوقية VB و سياسة توزيع الأرباح (DM, DG) فبلغ (55%, 49%)؛ مما يعني أن المتغيرين يفسران القيمة السوقية VB بحوالي (30%, 24%).

أما بخصوص درجة الارتباط بين المتغيرات التابعة الباقية و المستقلة؛ فبلغت بين القيمة الدفترية و التوزيعات النقدية 55%؛ مما يعني أن الزيادة في التوزيعات ترتبط بالقيمة الدفترية إيجاباً بنسبة 55%، أما بين القيمة الدفترية و عدم دفع توزيعات فكانت موجبة حيث بلغ معامل الارتباط 44%، درجة الارتباط بين حجم التداول و المتغيرات المستقلة هي الأخرى كانت قوية بينه و بين الديون طويلة الأجل و التوزيعات المحيانية مقارنة ببقية المتغيرات حيث فاق معامل الارتباط 35%.

بلغ معامل الارتباط أدنى قيمة موجبة له بين القيمة البورصية و إعادة الشراء ما مقداره 2%، و أكبر علاقة عكسية بين حجم التداول VOL و الديون قصيرة الأجل بنسبة 13% . هذا عن الارتباط بين المتغيرات المستقلة و التابعة فماذا عن الارتباط بين المتغيرات فيما بينها ؟

كان معامل الارتباط ضعيفا نوعا ما بين المتغيرات المستقلة فيما بينها؛ حيث سجل أكبر قيمة موجبة بين الديون قصيرة الأجل DATCP و إجمالي الديون DTCP بقيمة %90، و أكبر قيمة سالبة بين كل من الديون قصيرة الأجل و إعادة الشراء بنسبة %10-، و هو نفسه بين الديون قصيرة الأجل و الديون طويلة الأجل.

ثانيا : تحليل الانحدار : نقوم هنا بتحليل الانحدار الخاص بالمتغيرات الرئيسية في البداية، ثم نحلل الانحدار الخاص بالمتغيرات الثانوية،

**1-** تحليل الانحدار الخاص بالمتغيرات الرئيسية (قيمة المؤسسة، الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح) و اختبار الفرضيات تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 04 لتقدير معاملات نموذج الانحدار، و الذي تم تلخيص مخرجاته في الجدول التالي :

الجدول (4-10) : مقدرات نموذج الانحدار المتعدد للمتغيرات الرئيسية

| IDV \ DV | VB                   | $\sigma_{VB}$           | VOL                  | VDOC                |
|----------|----------------------|-------------------------|----------------------|---------------------|
| C        | 0.024588<br>(0.122)  | - 27.3065<br>(24.7777)  | 3.8745**<br>(1.7212) | 0.1567*<br>(0.0334) |
| DATCP    | -0.06442<br>(0.148)  | -13.0714<br>(29.9260)   | 2.8151<br>(2.0789)   | -0.0172<br>(0.0403) |
| DATCP    | -0.061835<br>(0.148) | -12.8827<br>(29.9043)   | 2.7377<br>(2.0774)   | -0.0175<br>(0.0403) |
| DTCP     | 0.064602<br>(0.148)  | 13.2320<br>(29.9022)    | - 2.7490<br>(2.0772) | 0.0175<br>(0.403)   |
| DM       | 0.870553*<br>(0.202) | 173.9003*<br>(40.8517)  | 2.1559<br>(2.8379)   | 0.2917*<br>(0.055)  |
| DG       | 2.884357*<br>(0.665) | 723.9087*<br>(134.8812) | 30.070**<br>(9.3700) | 0.0889<br>(0.1816)  |
| DND      | 0.001705<br>(0.002)  | 0.3046<br>(0.4318)      | -0.0590***<br>(0.03) | 0.0022*<br>(0.0006) |
| RACH     | -0.002514<br>(0.056) | 1.8428<br>(11.2838)     | 0.9242<br>(0.7838)   | -0.0024<br>(0.0152) |
| $R^2$    | 51.90%               | 52.03%                  | 29.90%               | 44.84%              |
| Prob F   | 0.000000             | 0.000000                | 0.000421             | 0.000000            |
| DW       | 1.3026               | 1.8166                  | 1.6583               | 2.2596              |

المصدر : حساب الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

حيث :



C : الثابت

DV : المتغيرات التابعة،

DW : إحصائية داربين و اتسون

IDV : المتغيرات المستقلة،

PROB F : احتمال عدم قبول إحصائية فيشر،

\* : المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 1%،

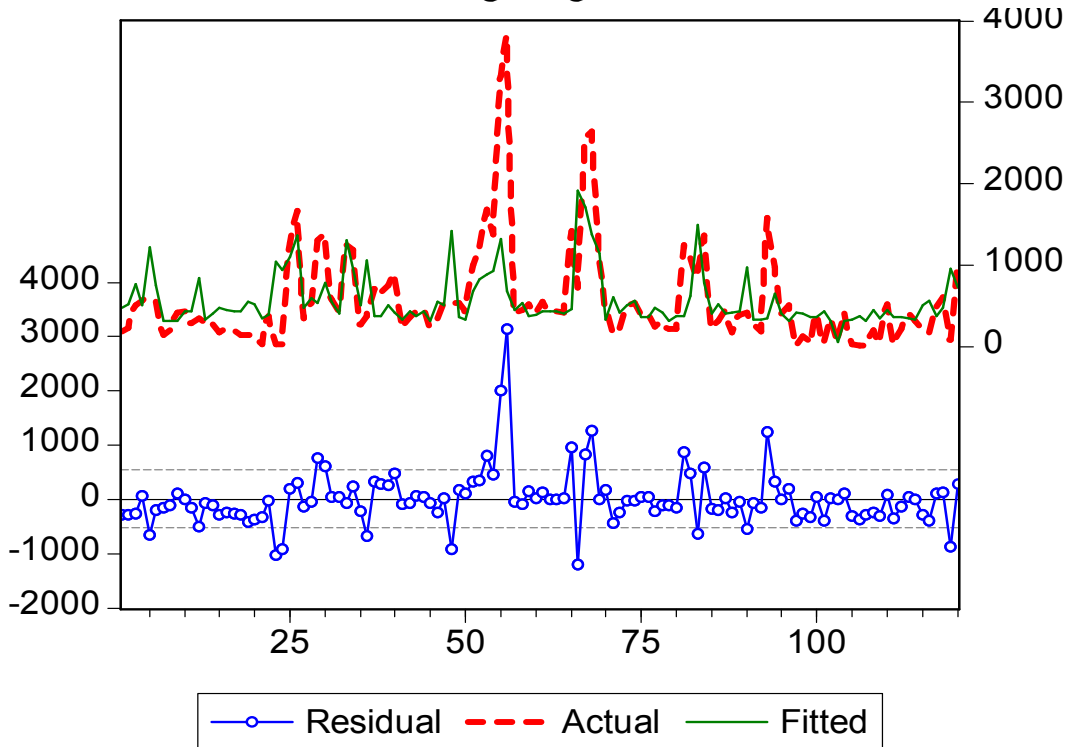
\*\* : المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%،

\*\*\* : المعامل يختلف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 10%،

(.) : الانحراف ف المعياري للمقدر<sup>446</sup>،

نلاحظ من الجدول أعلاه أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية بالنسبة لجميع المتغيرات التابعة عند مستوى دلالة 99% حسب إحصائية فيشر، و هو ذو قدرة تفسيرية عالية لاسيما في دالة قيمة المؤسسة السوقية VB، و دالة المخاطر الكلية حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذج على التوالي 51.92%، 52.03%؛ و يمكن توضيح القدرة التفسيرية من خلال عرض التمثيل البياني للسلسلة المقدره مع الحقيقية لدالة القيمة السوقية VB، و هو ما يبينه الشكل التالي :

الشكل (4-15) : التمثيل البياني للسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة القيمة السوقية للمؤسسة VB



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

أما من ناحية المعنوية الإحصائية للمقدرات فالتى تختلف معنويا عن الصفر لم يتجاوز عددها اثنين و هما :

<sup>446</sup> نفس الرموز نحتفظ بها في سائر التقديرات اللاحقة.

♣ التوزيعات النقدية DM و المجانية DG في النموذج الذي به المتغيرين التابعين قيمة المؤسسة VB و المخاطر الكلية عند مستوى دلالة 99%،

♣ التوزيعات المجانية و الأرباح غير الموزعة في دالة حجم التداول عند مستوى دلالة 95%، 90% على التوالي،

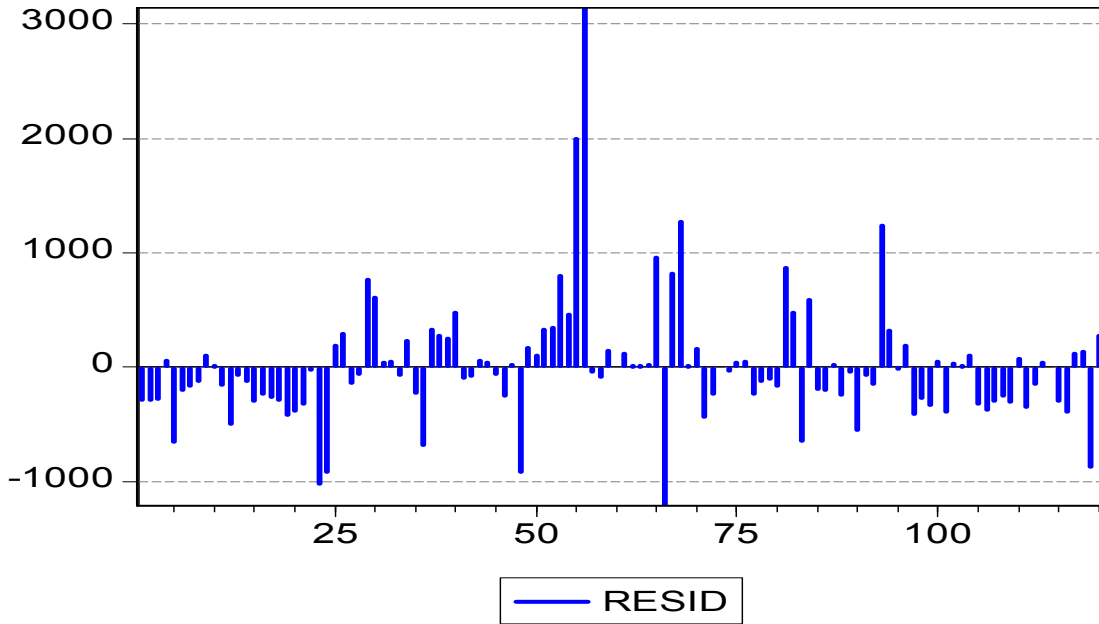
♣ التوزيعات النقدية DM و المجانية DG في دالة القيمة الدفترية عند مستوى دلالة 99% .

ما يلاحظ على نتائج هذا النموذج أن الهيكل المالي ليست له معنوية إحصائية عند درجات الثقة الشائعة، و بكل أشكاله، و هو ما يتطلب اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي نستعمله باختبار وجود الارتباط بين البواقي<sup>447</sup> .

### 1-1 اختبار وجود ارتباط بين بواقي النموذج

نعمد لاختبار وجود علاقة ارتباط بين البواقي على اختبار DW، و ذلك بمقارنة DW المحسوبة مع الجدولة<sup>448</sup>، حيث أثبت الاختبار وجود علاقة ارتباط بين بواقي التقدير، و هو ما يوضحه كذلك الشكل التالي :

الشكل (4-16) : التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

نلاحظ من الشكل أعلاه أن البواقي ليست عبارة عن تشويش أبيض؛ بحيث توجد قيم خارج مجال الثقة، و هو دليل على الارتباط.

**2-1 اختبار تجانس التباين :** لاختبار مدى تجانس التباين هناك عدة اختبارات نستعملها باختبار white و white التقاطعي :

**1-2-1 اختبار white (1980) :** يتمثل اختيار وايت في اختبار وجود معنوية إحصائية لنموذج يتمثل المتغير المستقل فيه

تباين البواقي و المتغيرات التابعة عبارة عن المتغيرات و مربعات المتغيرات، و يكتب من الشكل :

$$\hat{\varepsilon}_i^2 = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_{i1} + \beta_2 \cdot x_{i2} + \dots + \beta_k \cdot x_{ik} + \alpha_1 \cdot x_{i1}^2 + \alpha_2 \cdot x_{i2}^2 + \dots + \alpha_k \cdot x_{ik}^2 + u_i \dots (16-4)$$

كما يمكن إضافة متغير آخر هو جداء المتغيرات؛ و هو ما يعرف بنموذج white التقاطعي .

<sup>447</sup> سوف نختبر الفرضيات على مستوى الشكل الأول من قيمة المؤسسة و المتمثل في القيمة السوقية VB.

<sup>448</sup> أنظر على التوالي الجدول أعلاه رقم (03-04)، و الملحق رقم...

اختبار white العادي نتائجه كانت كما يلي :

الجدول (4-11) : نتائج اختبار وايت العادي White Heteroskedasticity Test :

| Variable           | Coefficient | Std. Error |
|--------------------|-------------|------------|
| C                  | -0.290177   | 0.192009   |
| DLTCP              | 0.066125    | 0.170415   |
| DLTCP^2            | 2.35E-05    | 4.61E-05   |
| DATCP              | 0.06254     | 0.17037    |
| DATCP^2*           | 6.48E-05    | 2.30E-05   |
| DTCP               | -0.055787   | 0.170472   |
| DTCP^2*            | -6.60E-05   | 2.07E-05   |
| DM                 | -0.059314   | 0.811031   |
| DM^2               | 0.457161    | 0.798876   |
| DG                 | 0.963017    | 1.83223    |
| DG^2               | 0.573709    | 4.440562   |
| DND                | 0.00063     | 0.003801   |
| DND^2              | 4.90E-05    | 4.44E-05   |
| RACH               | -0.154708   | 0.187131   |
| RACH^2             | 0.023969    | 0.053628   |
| R-squared          | 0.363777    |            |
| Durbin-Watson stat | 1.925287    |            |
| Prob F-statistic   | 0.004067    |            |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

\* : المعامل يختلف معنوياً عن الصفر عند نسبة مجازفة 1%،

حسب إحصائية فيشر نموذج WHITE العادي مقبول من الناحية الإحصائية عند نسبة ثقة 99%، وذو قدرة تفسيرية فاقت 35%، أما عن المقدرات من خلال نتائج التقدير يبدو أن هناك متغيرين يختلفان معنوياً عن الصفر عند مستوى ثقة 99% و كلاهما من متغير الهيكل المالي؛ و المتمثلين في الديون قصيرة الأجل DATCP، و إجمالي الديون DTCP، و هو دليل على عدم تجانس تباين البواقي، و نفس النتيجة تم التوصل إليها عند اعتماد اختبار white التقاطعي<sup>449</sup>.

## 2-2 اختبار ARCH-LM :

اثبت اختبار white وجود عدم تجانس التباين، و نختبر وجود نفس المشكل باستخدام اختبار ARCH-LM الذي يستخدم بكثرة في الأسواق المالية خاصة في نمذجة المخاطر<sup>450</sup>، و الذي يقوم على فكرة بسيطة، و هي تقدير معاملات الانحدار الذاتي الخطي لمربعات البواقي؛ حيث كانت نتائج هذا الاختبار عند الدرجة الأولى من الشكل :

$$\hat{\varepsilon}_t^2 = 0.1823 + 0.3197 \hat{\varepsilon}_{t-1}^2 \dots (17 - 4)$$

(0.0832)                      (0.1086)

$$R^2 = 10.22\%, \text{ PROBF} = 0.43\%$$

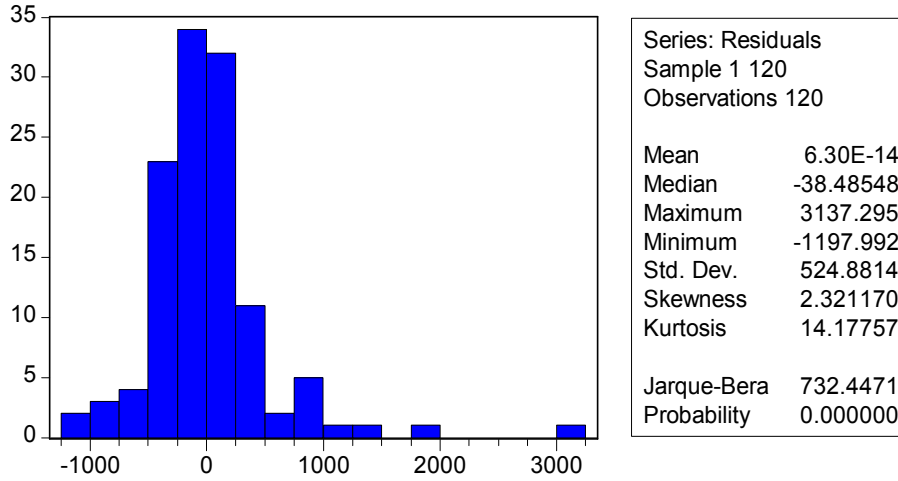
يعتبر النموذج مقبول إحصائية عند نسبة دلالة 99%، و المقدرات لها معنوية إحصائية مما يعني عدم تجانس تباين بواقي التقدير.

<sup>449</sup> انظر الملحق رقم 09.

<sup>450</sup> Voire BOURBONNAIS. R, OP.cit.

**3-1 اختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً :** من بين فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد هو توزيع الأخطاء طبيعياً؛ فهل هي كذلك؟، لاختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً توجد عدة اختبارات؛ حيث نستخدم أشهرها، وهو اختبار Jarque-Bera و الذي يتبع توزيع كاي تربيع<sup>451</sup>، حيث نتائجه الملخصة في الشكل التالي :

الشكل (4-17) : التوزيع الاحتمالي للبواقي مع القيم الحرجة لـ Skewness, Kurtosis و إحصائية Jarque-Bera



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

يبرز الشكل أعلاه عدم توزيع البواقي طبيعياً، و هو كذلك ما أثبتته بقيت الاختبارات حيث نجد :

$$v1 = \frac{Skewness - 0}{\sqrt{\frac{6}{n}}} = 4.631846 \times 1.96 \dots (18 - 4)$$

$$v2 = \frac{Kurtosis - 3}{\sqrt{\frac{24}{n}}} = 8.330574 \times 1.96 \dots (19 - 4)$$

لا يختلف القيمتان الحرجتان  $v1, v2$  معنوياً عن الصفر، و هو كذلك ما تثبته إحصائية Jarque-Bera= 732.4471 التي كانت أكبر من إحصائية  $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$ .

تم التوصل من خلال نتائج اختبار الفرضيات إلى أنه و لا واحدة من الفرضيات محققة؛ مما يعني أن هذا النموذج غير صالح للتنبؤ، و لابد من تعديله أو اللجوء للانحدار البسيط ما دام المبتغى هو دراسة الأثر و ليس النمذجة، لكن قبل الشروع في ذلك لابد من اختبار مدى وجود علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة، و التي قد تكون أحد الأسباب الرئيسية لا محالة في اختلال الفرضيات.

نبدأ بدراسة الانحدار بين المتغيرات المستقلة للهيكل المالي، فهل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون الطويلة و القصيرة؟ للإجابة نقوم بإجراء الانحدار نتائجه كالتالي :

<sup>451</sup> Pour plus approfondie voir : BOURBONNAIS. Régis, Op.cit, P239.

الجدول (4-12) : نتائج انحدار الديون قصيرة كدالة في الديون طويلة

Dependent Variable:

DATCP

| Variable          | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|-------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| C                 | 74.62271    | 12.8006    | 5.829625    | 0.0000 |
| DLTCP             | -0.20519    | 0.265136   | -0.77391    | 0.4413 |
| R-squared         | 0.007524    |            |             |        |
| Prob(F-statistic) | 0.441295    |            |             |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

دلّت نتائج الانحدار على عدم وجود علاقة خطية ذات دلالة بين الديون قصيرة الأجل DATCP، و الديون طويلة الأجل DLTCP؛ كون النموذج غير مقبول إحصائياً عند مختلف درجات الثقة الشائعة، و المقدرات لا تختلف معنوياً عن الصفر.

ما يمكن قوله أنه لا بد من استبعاد أحد متغيرات الهيكل المالي؛ و المتمثل في إجمالي الديون كونه يمثل المجموع الجسري للديون الطويلة، و القصيرة أي وجود علاقة ذات دلالة بينهما. بعد استبعاد متغير إجمالي الديون يبقى التساؤل حول متغيرات سياسة توزيع الأرباح واجبة الاستبعاد؛ و لأجل ذلك نجري الانحدار بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح فيما بينها، حيث كانت النتائج كما يلي :

الجدول (4-13) : نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في التوزيعات المجانية و الأرباح المحتجزة و إعادة الشراء

| Dependent Variable: DM |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C*                     | 0.191495    | 0.052422   | 3.652921    | 0.0005 |
| DG**                   | 0.753922    | 0.35358    | 2.132252    | 0.0362 |
| DND                    | 0.000876    | 0.00122    | 0.717866    | 0.475  |
| RACH                   | 0.02063     | 0.031753   | 0.649692    | 0.5179 |
| R-squared              | 0.081536    |            |             |        |
| Prob(F-statistic)      | 0.089426    |            |             |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 90% حسب احتمال إحصائية فيشر، و متغير التوزيعات المجانية في علاقة ذات دلالة مع التوزيعات النقدية.

بعد دراسة العلاقة بين متغيرات الهيكل المالي، و متغيرات سياسة توزيع الأرباح كل فيما بينها، نحاول دراسة العلاقة بين متغيرات الهيكل المالي من جهة، و متغيرات سياسة توزيع الأرباح من جهة أخرى، وهذا عرض لنتائج الانحدار :

الجدول (4-14) : نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في الهيكل المالي

| Dependent Variable: DM |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C                      | 0.296341    | 0.059191   | 5.00654     | 0.0000 |
| DATCP                  | -4.25E-05   | 0.000465   | -0.09149    | 0.9273 |
| DLTCP                  | -0.00037    | 0.001018   | -0.36096    | 0.7191 |
| R-squared              | 0.001732    |            |             |        |
| Prob(F-statistic)      | 0.935445    |            |             |        |

المصدر : حساب الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

تشير نتائج الانحدار إلا أن النموذج مرفوض من الناحية الإحصائية عند مختلف درجات الثقة الشائعة حسب احتمال إحصائية فيشر، و لا توجد علاقة خطية ذات دلالة بين متغير التوزيعات النقدية، و متغيرات الهيكل المالي بنوعيه، و نفس النتائج مع متغير عدم دفع توزيعات، و إعادة الشراء، أما مع التوزيعات المجانية فكانت العلاقة ذات دلالة و النتائج كالتالي :

الجدول (4-15) : نتائج انحدار التوزيعات المجانية كدالة في الهيكل المالي

| Dependent Variable: DG |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C***                   | 0.033243    | 0.018447   | 1.802056    | 0.0754 |
| DATCP**                | 0.000297    | 0.000136   | 2.192959    | 0.0313 |
| DLTCP*                 | 0.000866    | 0.000321   | 2.699357    | 0.0085 |
| R-squared              | 0.125095    |            |             |        |
| Prob(F-statistic)      | 0.005451    |            |             |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

تشير نتائج الانحدار إلا أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، و متغير التوزيعات المجانية في علاقة ذات دلالة مع متغير الهيكل المالي بنوعيه .

يمكن القول مما سبق أن المتغيرات الداخلية endogenous مستقلة عن بعضها البعض عدا التوزيعات المجانية داخليا مع التوزيعات النقدية، و خارجيا مع الهيكل المالي؛ و هو ما يقودنا إلى تشكيل ثلاثة<sup>452</sup> نماذج هي :

$$VB : f(DATCP, DLTCP, DM, DND, RACH) \dots M(1) \dots (20 - 4)$$

$$VB : f(DATCP, DLTCP) \dots M(2) \dots (21 - 4)$$

$$VB : f(DG, DND, RACH) \dots M(3) \dots (22 - 4)$$

<sup>452</sup> على سبيل الذكر لا الحصر فلتجاوز مشكل Multicolienierite لابد من تشكيل  $2^7 - 1 = 127$  نموذج و اختيار أحسنها.

▲ النموذج الأول (M(1) : نتائج تقدير المعلمات هي كما يلي :

الجدول (4-16) : نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في الهيكل المالي (DATCP, DLTCP) و سياسة توزيع الأرباح (DM, DND, RACH)

| Dependent Variable: VB |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| DATCP*                 | 0.003338    | 0.000764   | 4.367825    | 0.0000 |
| DLTCP***               | 0.002899    | 0.001695   | 1.71069     | 0.0913 |
| DM*                    | 1.145016    | 0.194894   | 5.875061    | 0.0000 |
| DND                    | 0.003477    | 0.002295   | 1.514613    | 0.1341 |
| RACH                   | -0.00089    | 0.058456   | -0.015191   | 0.9879 |
| R-squared              | 0.388421    |            |             |        |
| Akaike                 | 1.912207    | Schwarz    | 2.061083    |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

أظهرت نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 90% حسب احتمال إحصائية فيشر، و متغير الهيكل المالي بنوعيه، و سياسة التوزيعات (DM) تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، و أن سياسة اختيار الهيكل المالي و سياسة توزيعات الأرباح تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 40%.

▲ النموذج الثاني (M(2) : نتائج تقدير المعلمات هي كما يلي :

الجدول (4-17) : نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في الهيكل المالي (DATCP, DLTCP)

| Dependent Variable: VB |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C*                     | 0.443628    | 0.128526   | 3.451662    | 0.0009 |
| DATCP*                 | 0.00271     | 0.000945   | 2.869438    | 0.0053 |
| DLTCP                  | 0.00237     | 0.002234   | 1.060728    | 0.2921 |
| R-squared              | 0.102393    |            |             |        |
| Akaike                 | 2.233165    | Schwarz    | 2.321848    |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 90% حسب احتمال إحصائية فيشر، و متغير الهيكل المالي (الديون القصيرة) (DATCP) تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، و أن سياسة اختيار الهيكل المالي تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 11%.

▲ النموذج الثالث  $M(3)$  : نتائج تقدير المعلمات هي كما يلي :

الجدول (4-18) : نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح (DM, DND, RACH)

| Dependent Variable: VB |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| DG*                    | 4.310529    | 0.647902   | 6.65306     | 0.0000 |
| DND**                  | 0.006131    | 0.002515   | 2.438124    | 0.0170 |
| RACH                   | 0.099248    | 0.062165   | 1.596531    | 0.1144 |
| R-squared              | 0.173195    |            |             |        |
| Akaike                 | 2.151001    | Schwarz    | 2.239684    |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 90%، و متغيري سياسة توزيع الأرباح (المجانبة و غير المحتجزة) (DM,DND) يختلفان معنويًا عن الصفر؛ أي أن تأثيرهما على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، و أهما يفسران قيمة المؤسسة بحوالي 18%.

يمكن القول مما سبق أن كلاً من الهيكل المالي، و سياسة توزيع الأرباح له معنوية إحصائية، و قدرة تفسيرية ذات دلالة كل على حدة أو و هما مع بعضهما في تفسير و التأثير على قيمة المؤسسة، لكن مع بعضهما هما الأحسن إذا ما رجعنا إلى القيمتين الحرجتين لكل من إحصائية Akaike, Schwarz<sup>453</sup>؛ و اللتان بلغتا أدناهما في النموذج الأول، و هو الأحسن حسب هذا المعيار.

## 2- تحليل الانحدار الخاص بالمتغيرات الثانوية (حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية)

نقوم في هذا الصدد بدراسة علاقة التأثير، و التأثير بين المتغيرات الثانوية فيما بينها، و مع المتغيرات الرئيسية، حيث أن قيمة المؤسسة لا تتحدد فقط بمتغير الهيكل المالي، و متغير سياسة توزيع الأرباح، بل توجد متغيرات أخرى متعلقة بالمؤسسة قد يكون لها تأثير على المتغير التابع، و هو ما سوف نعالجه تحت هذا العنوان.

## 2-1 تحليل الارتباط : قبل دراسة التأثير و التأثير بين المتغيرات الثانوية فيما بينها، لابد من دراسة الارتباط بينها، و هو

ملخص في الجدول التالي :

الجدول (4-19) : مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات الثانوية (حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر

النظامية)

|                  | LNAE     | RE       | RCP      | DIS      | Beta ( $\beta$ ) |
|------------------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| LNAE             | 1        | -0.00549 | 0.220718 | 0.683962 | 0.347939         |
| RE               | -0.00549 | 1        | 0.380205 | 0.404015 | -0.33517         |
| RCP              | 0.220718 | 0.380205 | 1        | 0.159906 | -0.02873         |
| DIS              | 0.683962 | 0.404015 | 0.159906 | 1        | -0.02871         |
| Beta ( $\beta$ ) | 0.347939 | -0.33517 | -0.02873 | -0.02871 | 1                |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

<sup>453</sup> هذين الإحصائيتين يستخدمان للمفاضلة بين عدة نماذج مقبولة إحصائياً.



يبدو أن معامل الارتباط بين حجم المؤسسة LNAE و مع المرودية الاقتصادية سالبا مما يدل على وجود علاقة عكسية و جد ضعيفة، أما مع بقية المتغيرات الثانوية فكان قويا مع المتاحات (السيولة) حيث فاق %68، و أقل من المتوسط مع المرودية و المخاطر النظامية (Beta)،

نلاحظ أن معامل الارتباط سالب بين المرودية الاقتصادية RE و المخاطر النظامية (Beta) حيث تجاوز %33-، و متوسط نوعا ما بين المرودية الاقتصادية من جهة، و المرودية المالية و المتاحات من جهة أخرى؛ حيث قارب معامل الارتباط %40.

تبدو المرودية المالية في علاقة عكسية جد ضعيفة مع المخاطر النظامية، و في علاقة طردية مع المتاحات بمعامل ارتباط %16. في حين كانت العلاقة عكسية و جد ضعيفة بين المتاحات و المخاطر النظامية.

## 2-2 تحليل الانحدار :

بعد دراسة الارتباط بين المتغيرات الثانوية، نحاول دراسة الانحدار بين هذه المتغيرات فيما بينها، ثم فيما بينها و بين المتغيرات الرئيسية (القيمة السوقية للمؤسسة، الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح)؛

## 2-2-1 دراسة علاقة التأثير و التأثير بين المتغيرات الثانوية (الحجم، المروديات، السيولة، $\beta$ ) فيما بينها :

▲ علاقة حجم المؤسسة ببقية المتغيرات الثانوية : نتائج التقدير ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-20) : نتائج انحدار قيمة المؤسسة كدالة في المتغيرات الثانوية (RE, RCP, DIS, Beta)

| Dependent Variable: LNAE |             |            |             |        |
|--------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                 | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C                        | 10.30481    | 0.199036   | 51.77352    | 0.0000 |
| RE                       | -0.05898    | 0.015152   | -3.892365   | 0.0002 |
| RCP                      | 0.023354    | 0.007365   | 3.171106    | 0.0022 |
| DIS                      | 0.070709    | 0.006435   | 10.98818    | 0.0000 |
| Beta                     | 0.552423    | 0.142177   | 3.885465    | 0.0002 |
| R-squared                | 0.681385    |            |             |        |
| Prob(F-statistic)        | 0.0000      |            |             |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة %99 حسب احتمال إحصائية فيشر، و هو ذو قدرة تفسيرية عالية قاربت %70، و كل المتغيرات تختلف معنويا عن الصفر، و أعلى تأثير كان للمخاطر النظامية المعبر عنها بـ Beta ، و السليبي كان للمرودية الاقتصادية RE .

▲ علاقة المردودية الاقتصادية ببقية المتغيرات الثانوية : نتائج التقدير ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-21) : نتائج انحدار المردودية الاقتصادية كدالة في بعض المتغيرات الثانوية (LNAE, RCP, Beta, DIS)

| Dependent Variable: RE |             |            |             |        |
|------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C                      | 34.02782    | 7.309201   | 4.655477    | 0.0000 |
| LNAE                   | -2.81826    | 0.724048   | -3.89237    | 0.0002 |
| RCP                    | 0.213555    | 0.048319   | 4.419698    | 0.0000 |
| Beta                   | -1.32753    | 1.065192   | -1.24628    | 0.2165 |
| DIS                    | 0.338223    | 0.060143   | 5.623615    | 0.0000 |
| R-squared              | 0.470786    |            |             |        |
| Prob(F)                | 0.0000      |            |             |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

يعتبر النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، و هو ذو قدرة تفسيرية عالية قاربت 48%، و كل المتغيرات تختلف معنويا عن الصفر عدا المخاطر النظامية، كما أن أعلى تأثير كان للمتاحات، و أثر الحجم سلمي على المردودية الاقتصادية.

▲ علاقة المخاطر النظامية ببقية المتغيرات الثانوية : نتائج التقدير ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-22) : نتائج انحدار المخاطر النظامية كدالة في المتغيرات الثانوية (LNAE, RE, RCP, DIS)

| Dependent Variable: Beta |             |            |             |        |
|--------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                 | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C                        | -2.29948    | 0.843031   | -2.72763    | 0.0079 |
| LNAE                     | 0.299993    | 0.077209   | 3.885465    | 0.0002 |
| RE                       | -0.01509    | 0.012105   | -1.24628    | 0.2165 |
| RCP                      | -0.00211    | 0.00577    | -0.36625    | 0.7152 |
| DIS                      | -0.01654    | 0.00739    | -2.23796    | 0.0282 |
| R-squared                | 0.280145    |            |             |        |
| Prob(F)                  | 0.000044    |            |             |        |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

تدل نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، و هو ذو قدرة تفسيرية عالية فاقت 28%، تختلف المتغيرات معنويا عن الصفر عدا المردوديات، و تأثير حجم المؤسسة إيجابي ذو دلالة على المخاطر النظامية، على عكس المتاحات التي كان لها تأثير سلمي ذو دلالة على المخاطر النظامية و بدرجة أكبر من حجم المؤسسة.

2-2-2 دراسة علاقة التأثير و التأثير بين المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة،  $\beta$ ) و المتغيرات الرئيسية :

بعدما تم عرض تأثير المتغيرات الثانوية على بعضها البعض، نختبر الآن تأثيرها على المتغيرات الرئيسية، و نبدأ بتأثيرها

على القيمة السوقية للمؤسسة VB .

## 2-2-2-1 دراسة علاقة تأثير المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة، $\beta$ ) على قيمة المؤسسة

نحاول دراسة تأثير كل متغير من المتغيرات الثانوية على المتغير الرئيسي التابع VB نظرا لارتباط المتغيرات الثانوية ببعضها البعض، وذلك تفاديا لمشكل الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة، حيث نبدأ بـ :

♣ قيمة المؤسسة و حجمها، نتائج الانحدار كالتالي :

$$VB = -1.18025 + 0.2243 LNAE \dots (23 - 4)$$

(0.6269) (0.0556)

$$R^2 = 17.04\%. PROBF = 0.01\%$$

يعتبر النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 99%، و حجم المؤسسة له تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 99% و متغير الحجم يساهم في تفسير قيمة المؤسسة بنسبة 17%، و الزيادة في الحجم بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة بنسبة 0.22%.

♣ قيمة المؤسسة و المخاطر اللانظامية، نتائج الانحدار كالتالي :

$$VB = 0.5478 + 0.1950 Beta \dots (24 - 4)$$

(0.1296) (0.1227)

$$R^2 = 3.09\%. PROBF = 11.60\%$$

نلاحظ أن النموذج غير مقبول إحصائيا، و حتى إن كان مقبول فالمخاطر النظامية ليس لها تأثير ذو معنوية، هذه النتيجة معارضة للنظرية المالية؛ مما يقودنا إلى احتبار وجود علاقة غير خطية بين المتغيرين، فبعد إدخال اللوغاريتم النيبري على المتغير التابع قمنا بإعادة إجراء الانحدار نتائجه كالتالي :

$$LNVB = -0.9427 + 0.2680 Beta \dots (25 - 4)$$

(0.1382) (0.1319)

$$R^2 = 4.9\%. PROBF = 4.54\%$$

يعد النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 95%، و المخاطر النظامية ذات دلالة عند نسبة مجازفة 5%، و من ثمة يمكن القول أن هناك علاقة أسية بين قيمة المؤسسة و المخاطر النظامية و هي من الشكل :

$$VB = e^{-0.9427} \cdot e^{0.2680 Beta} \dots (26 - 4)$$

$$R^2 = 4.9\%. PROBF = 4.54\%$$

♣ قيمة المؤسسة و المردودية الاقتصادية، نتائج الانحدار كالتالي :

$$VB = 0.5618 + 0.02 RE \dots (27 - 4)$$

(0.1146) (0.111)

$$R^2 = 3.90\%. Pr obF = 0.075$$

هذا النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 90%، و المردودية الاقتصادية لها تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 90% و هي تساهم في تفسير قيمة المؤسسة بنسبة 3.90%، و كل زيادة في المردودية الاقتصادية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة السوقية بنسبة 0.02%.

♣ قيمة المؤسسة و المردودية المالية، نتائج الانحدار كالتالي :

$$VB = 0.4621 + 0.015 RCP \dots (28 - 4)$$

(0.1247) (0.0061)

$$R^2 = 7.61\%. Pr obF = 0.0126$$

يبدو النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 95%، و المردودية المالية لها تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 95% و هي تساهم في تفسير قيمة المؤسسة بنسبة 7.61%، و كل زيادة في المردودية المالية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة السوقية بنسبة 0.015%، و هي أقل تأثيرا بالرغم من قدرتها التفسيرية العالية مقارنة بالمردودية الاقتصادية التي قاربت ضعف قدرتها التفسيرية.

♣ قيمة المؤسسة و حجم السيولة (المتاحات)، نتائج الانحدار كالتالي :

$$VB = 0.5802 + 0.0180 DIS \dots (29 - 4)$$

(0.0861) (0.051)

$$R^2 = 13.49\%. Pr obF = 0.0007$$

نلاحظ أن النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 99%، و حجم السيولة له تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 99% حيث يساهم في تفسير قيمة المؤسسة بنسبة 13.49%، وكل زيادة في حجم السيولة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة السوقية بنسبة 0.018%، و هي أكثر تأثيرا بالرغم من قدرتها التفسيرية العالية مقارنة بالمرودوية المالية التي قاربت ضعف قدرتها التفسيرية.

2-2-2-2 دراسة علاقة تأثير المتغيرات الثانوية (الحجم، المرودويات، السيولة،  $(\beta)$ ) على الهيكل المالي

الهيكل المالي و حجم المؤسسة، نتائج الانحدار كالتالي :

$$DTCP = 109.70 + 18.7670 LNAE \dots (30 - 4)$$

(79.008) (7.0174)

$$R^2 = 8.30\%. Pr obF = 0.009$$

يتعين أن هذا النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 99%، و حجم المؤسسة له تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 99%، و هو يساهم في تفسير الهيكل المالي بنسبة 8.30%، وكل زيادة في حجم المؤسسة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة إجمالي الديون بنسبة 18.76%.

♣ الهيكل المالي و المرودويات، نتائج الانحدار كالتالي :

$$DTCP = 93.1549 - 3.1277 RE + 1.88 RF \dots (31 - 4)$$

(15.8974) (1.4192) (0.7956)

$$R^2 = 8.85\%. Pr obF = 0.024$$

يعد النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 95%، و المرودويات لها تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 95% وهي تساهم في تفسير الهيكل المالي بنسبة 8.85%، وكل زيادة في المرودوية الاقتصادية بنسبة 1% تؤدي إلى تراجع إجمالي الديون بنسبة 3.12%، وكل زيادة في المرودوية المالية بنسبة 1% تؤدي إلى تراجع إجمالي الديون بنسبة 1.88%،

♣ الهيكل المالي و حجم السيولة (المتاحات)، نتائج الانحدار كالتالي :

$$DTCP = 93.03158 + 1.0136 DIS \dots (32 - 4)$$

(10.9406) (0.6511)

$$R^2 = 2.97\% Pr obF = 0.1235$$

يعتبر النموذج غير مقبول إحصائيا عند مختلف درجات الثقة الشائعة (10%, 5%, 1%)، و هو ما يقودنا على اختبار وجود علاقة غير خطية بين المتغيرين، و بإجراء الانحدار بين لوغاريتم إجمالي الديون<sup>454</sup> و السيولة كانت النتائج كالتالي :

$$LNDTCP = 3.3553 + 0.0209 DIS \dots (33 - 4)$$

(0.1529) (0.0091)

$$R^2 = 6.28\% Pr obF = 0.0240$$

هذا النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى ثقة 95%، و حجم السيولة له تأثير ذو معنوية عند مستوى ثقة 95% و هو يساهم في تفسير الهيكل المالي بنسبة 6.28%، و منه يمكن القول أن هناك علاقة غير خطية بين الهيكل المالي و المتاحات و هي علاقة أسية من الشكل :

$$DTCP = e^{3.3553} \cdot e^{0.0209 DIS} \dots (34 - 4)$$

$$R^2 = 6.28\%, Pr ob = 0.024$$

<sup>454</sup> إجمالي الديون موجبة تماما و من ثمة يمكن حساب اللوغاريتم (الدالة معرفة).

### 2-2-3 دراسة علاقة تأثير المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة، $\beta$ ) على سياسة توزيع الأرباح

أ- تأثير الحجم على سياسة توزيع الأرباح : لدراسة تأثير حجم المؤسسة نقوم بتقدير معلمات الانحدار الخطي البسيط بين حجم المؤسسة، و كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة، حيث النتائج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-23) : نتائج انحدار كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة على حجم المؤسسة

| IDV \ DV          | DM                    | DG                    | DND                      | RACH                      |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------|---------------------------|
| C                 | - 0.7849*<br>(0.2712) | - 0.2687*<br>(0.0918) | - 82.1484*<br>(25.23167) | - 2.086058**<br>(0.97547) |
| LNAE              | 0.095454*<br>(0.0240) | 0.0313*<br>(0.0081)   | 8.959020*<br>(2.241031)  | 0.255949*<br>(0.086640)   |
| R-squared         | 0.1676                | 0.1570                | 0.168262                 | 0.099481                  |
| Prob(F-statistic) | 0.0001                | 0.0002                | 0.000143                 | 0.004129                  |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

يتبين أن كل نماذج الانحدار البسيط مقبولة إحصائياً عند مستوى دلالة 99%، و جميع المقدرات تختلف معنوياً عن الصفر؛ تأثير الحجم كان كبيراً على الأرباح المحتجزة؛ فزيادة الحجم بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الاحتجاز بنسبة 9% تقريباً.

ب- تأثير المردوديات على سياسة توزيع الأرباح : نقوم بتقدير معلمات الانحدار لدراسة تأثير المردوديات على كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة، حيث نبدأ بدراسة تأثير المردودية المالية؛

▲ تأثير المردودية الاقتصادية على سياسة توزيع الأرباح : لدراسة تأثير المردودية الاقتصادية نقوم بتقدير معلمات الانحدار بينها و بين كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة؛ حيث لخصنا النتائج في الجدول التالي :

الجدول (4-24) : نتائج انحدار كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة على المردودية الاقتصادية.

| IDV \ DV          | DM                      | DG                      | DND                      | RACH                       |
|-------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|----------------------------|
| C                 | 0.190177<br>(0.048676)  | 0.045588*<br>(0.01599)  | 10.35917**<br>(4.535987) | 1.006349*<br>(0.170538)    |
| RE                | 0.012825*<br>(0.004715) | 0.005011*<br>(0.001558) | 1.071613**<br>(0.441982) | - 0.032798**<br>(0.016617) |
| R-squared         | 0.086641                | 0.115754                | 0.069258                 | 0.046995                   |
| Prob(F-statistic) | 0.008042                | 0.001885                | 0.017610                 | 0.051906                   |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EViews 04

نلاحظ أن جميع نماذج الانحدار البسيط مقبولة إحصائياً عند مستوى دلالة 90%، و المردودية الاقتصادية لها تأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% للتوزيعات النقدية، المجانية، و عدم دفع توزيعات، و بقدرة تفسيرية تراوحت بين 6-12%؛ كما أن المردودية الاقتصادية لها تأثير سلبي ذو معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% على إعادة الشراء، حيث تراجع المردودية الاقتصادية بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة نسبة إعادة الشراء بنسبة 0.03% .

▲ تأثير المردودية المالية على سياسة توزيع الأرباح : لدراسة تأثير المردودية المالية نقوم بتقدير معلمات الانحدار بينها و بين كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة، كما تم تلخيص النتائج في الجدول التالي :

الجدول (4-25) : نتائج انحدار سياسة توزيع الأرباح بمختلف أشكالها على المردودية المالية

| IDV \ DV          | DM                       | DG                       | DND                     | RACH                    |
|-------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|
| C                 | 0.011948**<br>(0.002407) | 0.002651**<br>(0.000880) | -1.373455<br>(4.361045) | 0.718932*<br>(0.193730) |
| RCP               | 0.011948*<br>(0.002407)  | 0.002651*<br>(0.000880)  | 1.253877*<br>(0.214633) | 0.003561<br>(0.009535)  |
| R-squared         | 0.239973                 | 0.103116                 | 0.301679                | 0.001762                |
| Prob(F-statistic) | 0.000004                 | 0.003467                 | 0.000000                | 0.709797                |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

تبدو المردودية المالية ذات تأثير إيجابي على مختلف أشكال التوزيعات النقدية، و المجانية، و احتجاز الأرباح، و ذو معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 99%؛ حيث النماذج كلها مقبولة عند هذا المستوى، و بقدرة تفسيرية تجاوزت 30% للمجانبة، أما إعادة الشراء فالنموذج غير مقبول أصلا عند مختلف درجات الثقة الشائعة (10%, 5%, 1%).

ج- تأثير حجم السيولة على سياسة توزيع الأرباح : لدراسة تأثير حجم السيولة نقوم بتقدير معلمات الانحدار بينها و بين كل شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح على حدة، أين كانت النتائج ملخصة في الجدول التالي :

الجدول (4-26) : نتائج انحدار سياسة توزيع الأرباح بمختلف أشكالها على حجم السيولة

| IDV \ DV          | DM                      | DG                      | DND                     | RACH                    |
|-------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| C                 | 0.211088*<br>(0.035130) | 0.059378*<br>(0.012067) | 14.09049*<br>(3.568959) | 0.736743*<br>(0.138003) |
| DIS               | 0.010263*<br>(0.002079) | 0.003167*<br>(0.000718) | 0.563328*<br>(0.212423) | 0.005404<br>(0.008214)  |
| R-squared         | 0.238086                | 0.197485                | 0.081745                | 0.005449                |
| Prob(F-statistic) | 0.000004                | 0.000032                | 0.009669                | 0.512522                |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS 04

حظي حجم السيولة بتأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية على التوزيعات النقدية، و المجانية، و عدم التوزيع عند مستوى دلالة 99%، و بقدرة تفسيرية تراوحت بين 8.17% لدالة الأرباح المحتجزة، و 23.80% لدالة التوزيعات النقدية، أين كانت النماذج مقبولة عند هذا المستوى من الدلالة سوى النموذج الأخير؛ و الذي هو مرفوض إحصائيا.

بعد عرض مختلف نتائج الانحدار التي تم التوصل إليها، حيث خلصنا إلى أن النموذج الكلي المتعدد غير صالح للتنبؤ بقيمة المؤسسة بسبب احتلال مجمل فرضياته، و للقضاء على هذه المشاكل ارتأينا إلى الاعتماد على الانحدار المتعدد بعد استبعاد بعض المتغيرات التي أظهرت النتائج أن لها علاقة فيما بينها، و إلى الانحدار البسيط لتفادي هذا المشكل أصلا مادام الهدف لا يتمثل في النمذجة، بقدر ما هو اختبار وجود علاقة ذات دلالة بين المتغيرات.

### المطلب الثالث : تحليل نتائج الدراسة

أسفرت نتائج النموذج الكلي أن الهيكل المالي، و سياسة توزيع الأرباح يفسران قيمة المؤسسة بحوالي 52%، بالرغم من عدم وجود دلالة لمتغير الهيكل المالي؛ و هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر للهيكل المالي، و هو ما يؤكد احتلال فرضيات النموذج، التي يعود السبب فيها أساسا إلى وجود امتداد خطي. بعد استبعاد بعض المتغيرات التي أظهرت النتائج أنها مرتبطة مع بعضها توصلنا إلى أن متغير الهيكل المالي بشكليته، و التوزيعات النقدية لهما تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى دلالة 90%، و بقدرة تفسيرية قاربت 40%؛ و يعود تأثير الهيكل المالي للاقتصاد في الضريبة الناجم عن المصاريف المالية، و تأثير الديون قصيرة الأجل أكبر من الديون طويلة الأجل؛ كون الأولى ذات تكلفة أعلى مما يعني اقتصاد في الضريبة أعلى، كما أن تأثير التوزيعات النقدية أعلى من تأثير الهيكل المالي بالرغم من وجود ضرائب على التوزيعات النقدية، و هذا راجع لطبيعة المستثمر الكويتي الذي يعمل على المضاربة على فوارق الأسعار، و ارتفاع المخاطر لاسيما النظامية منها. تعتبر هذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة كل من حمدي زعرب و صباح شراب 2006 و التي توصلت إلى أن للتوزيعات النقدية تأثير إيجابي ذو دلالة على أسعار الأسهم، و دراسة Imed CHKI et Fodil Adjaoud 2004 و معارضة لدراسة يوسف محمد محمود 1994 التي أسفرت عن عدم وجود أثر للتوزيعات .

يفسر الهيكل المالي القيمة السوقية للمؤسسة بحوالي 10%، و التأثير ذو معنوية إحصائية للديون قصيرة الأجل دون الطويلة، و يمكن إرجاع هذا للتكلفة المرتفعة للديون قصيرة الأجل، و للبعد الزمني؛ فطول مدة الديون طويلة الأجل يعني تراجع القيمة الحقيقية للاقتصاد في الضريبة ناهيك عن المخاطر النظامية ذات الطبيعة الآسية؛ بسبب الارتفاع الصاروخي للأسعار البترولية، و حرب العراق، و الأزمة النووية الإيرانية، و حرب لبنان.

تعد سياسة توزيع الأرباح هي الأخرى ذات تأثير ذو معنوية عند مستوى دلالة 99%، و قدرة تفسيرية قاربت 43% حيث التوزيعات في شكل أسهم مجانية أكثر تأثيرا من التوزيعات النقدية، و هذا يمكن تفسيره في المحتوى المعلوماتي، و هو ما أثبتته العلاقة بين التوزيعات في شكل أسهم مجانية، و المردوديتين الاقتصادية و المالية، كما يمكن تفسير هذا الأثر من منظور نظرية الوكالة فزيادة توزيع الأسهم المجانية يعني زيادة قيمة حصة المساهمين القدامى، و عدم اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة للتمويل؛ أي أن المسيرين في خدمة المساهمين.

خصص كل ما سبق لتحليل العلاقة بين المتغيرات الرئيسية، أما عن المتغيرات الثانوية (الحجم، السيولة، المردوديات، المخاطر النظامية) فقد تم التوصل إلى أن لها تأثير ذو دلالة، فحجم المؤسسة يساهم في تفسير قيمتها السوقية بنسبة 17% و هذا بطبيعة الحال يعود لقدرتها على تسيير المخاطر عن طريق اللجوء للمشتقات المالية، و التنوع في الأنشطة الذي بدوره

يقلل من المخاطر اللانظامية لاسيما التنوع الدولي الذي يقلل من المخاطر النظامية، هذه الأخيرة في علاقة أسية مع قيمة المؤسسة، و ذلك بسبب ارتفاع المخاطر النظامية في هذه الفترة بصورة مفاجئة مثل سعر البترول الذي تجاوز 146 دولار للبرميل نهاية جون 2008، و هو أعلى سعر وصل له في التاريخ، ناهيك عن احتلال العراق، و الأزمة النووية الإيرانية.

حظيت المردوديتين الاقتصادية و المالية بتأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة؛ و هذا دليل على اعتماد المستثمر الكويتي على النتائج المحققة في التقييم، بل أكثر من ذلك المراعاة للنتيجة الاقتصادية أكثر، و ليس للنتيجة المالية فقط و ذلك كون تأثير المردودية الاقتصادية أكثر من المالية.

توصلت النتائج إلى أن حجم السيولة هو الآخر له تأثير إيجابي ذو معنوية على قيمة المؤسسة، و قدرة تفسيرية 13% فاقت القدرة التفسيرية للمردوديتين؛ و هي نتيجة تبدو في البداية مخالفة للنظرية الاقتصادية، و المالية، التي تعتبر الاحتفاظ بالسيولة تحمل تكلفة لفرصة ضائعة، لكن هذا التأثير الإيجابي يمكن تفسيره أن الاحتفاظ بالسيولة يعني تسير للمخاطر خاصة النظامية منها، و هو ما أثبتته العلاقة بينها و بين المخاطر النظامية، كما يمكن التفسير من ناحية المضاربة فالمؤسسة تحتفظ بالسيولة لاغتنام الفرص المتاحة بالمحيط، و هو أحد دواعي الاحتفاظ بالسيولة الذي أشار إليه كيتز .

أثبتت نتائج الدراسة الخاصة بمتغير الهيكل المالي أن لحجم المؤسسة تأثير موجب ذو معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 99%، و يرجع ذلك إلى قلة تعرض المؤسسات الكبيرة للإفلاس بسبب القدرة على تسير المخاطر كما أشرنا أعلاه. المردودية الاقتصادية في علاقة عكسية ذات معنوية إحصائية مع الهيكل المالي؛ و السبب هنا يعود إلى أن زيادة المردودية تعني زيادة التمويل الذاتي حيث الأرباح المحتجزة في علاقة إيجابية ذات دلالة مع المردودية، و من ثمة الاعتماد بدرجة أقل على السديون و هي نتيجة مدعمة لنظرية التدرج في التمويل؛ حيث المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي ثم القروض ثم إصدار أسهم ، أما عن العلاقة الطردية بين الهيكل المالي، و المردودية المالية بسبب الاقتصاد في الضريبة الناجم عن خصم المصاريف المالية، فزيادة القروض تعني زيادة الاقتصاد في الضريبة، و من ثمة زيادة قيمة المؤسسة.

يعبر وجود علاقة أسية ذات دلالة بين الهيكل المالي، و حجم السيولة على أن الديون معظمها نقد من جهة، و من جهة أخرى تسديد الديون يستهلك السيولة بشكل دالة أسية بسبب ارتفاع قيمة الدفعات (الأقساط و الفوائد) خاصة الفوائد و التي هي جد مرتفعة للديون القصيرة.

دلّت نتائج الدراسة الخاصة بمتغير سياسة توزيع الأرباح على أن التوزيعات المجانية في علاقة ذات معنوية إحصائية مع الديون قصيرة الأجل، و الديون طويلة الأجل، حيث الزيادة في كل منهما بنسبة 1% تؤدي إلى الزيادة في التوزيعات المجانية بنسبة 0.0008%، 0.0002% على التوالي، و هذا بسبب المصاريف المصاحبة للإصدار؛ و التي تتطلب مصاريف خارجة من خزينة المؤسسة، و نتيجة العلاقة بين الخزينة و الهيكل المالي تزداد الديون، كما يمكن تفسير العلاقة نتيجة وجود هيكل مالي مستهدف فزيادة الأموال الخاصة؛ تعني زيادة الاستدانة للمحافظة على نسبة الهيكل المالي المستهدف.



يوجد للمتغيرات الثانوية تأثير ذو معنوية إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، فالحجم له تأثير على كل أشكال سياسة توزيع الأرباح عند مستوى دلالة 99%، و أكبر تأثيراً على احتجاز الأرباح DND، حيث كلما زاد الحجم بـ 1% زاد احتجاز الأرباح بـ 9%؛ وهذا راجع لاحتياج المؤسسات الكبيرة للسيولة لتسيير المخاطر النظامية، و التي هي الأكثر عرضة لها من جهة، و من جهة أخرى الزيادة في الحجم؛ تعني زيادة الفرص المتاحة مما يستدعي حشد الإمكانيات المالية المتاحة.

توصلنا إلى أن للمردوديات تأثير إيجابي على التوزيعات النقدية، و في شكل أسهم مجانية، و احتجاز الأرباح ذو معنوية إحصائية؛ و هذا راجع أن التوزيعات جزء من المردوديات المحققة، كما حظيت إعادة الشراء (أسهم خزينة) بتأثير سلبي للمردودية الاقتصادية دون المالية؛ و تراجع المردودية الاقتصادية بـ 1% يؤدي إلى زيادة نسبة إعادة الشراء بنسبة 0.032% و يمكن تفسير هذه النتيجة على أن المؤسسات التي تحقق مردودية اقتصادية سالبة أو تراجع في المردودية الاقتصادية تقوم بإعادة شراء أسهمها؛ لزرع الثقة في نفوس المستثمرين بأن المستقبل واعد، كما يمكن اعتبار هذا الإجراء إجراء حمائي حيث التراجع في المردودية الاقتصادية يعني تراجع في قيمة المؤسسة، و لتقليل هذا التراجع يقوم المسرون الماليون بهذا الإجراء للحفاظ على قيمة المؤسسة.

يكون هذا الإجراء على مستوى المؤسسات الكبيرة أكثر؛ حيث أثبتت الدراسة هذه العلاقة الطردية بين حجم المؤسسة و إعادة الشراء، و كل زيادة في الحجم بنسبة 1% تؤدي على زيادة في إعادة الشراء بنسبة 0.25% بقدره تفسيرية قاربت 10% عند مستوى دلالة 99%.

يوجد لحجم السيولة تأثير إيجابي على التوزيعات النقدية، و المجانية، و عدم دفع توزيعات، و هذا راجع بطبيعة الحال للعلاقة المباشرة بين المتغيرات، فتراجع السيولة بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع التوزيعات النقدية بنسبة 0.01% و بقدره تفسيرية قاربت 24%. كما تؤدي الزيادة في التوزيعات المجانية و احتجاز الأرباح بنسبة 1% إلى زيادة في السيولة بنسبة 0.003%, 0.56% على التوالي. تأثير احتجاز الأرباح على السيولة أكبر من تأثير الأسهم المجانية بسبب أن هذه الأخيرة تنطوي على تكاليف منها تكلفة الإصدار، و تكلفة الوكالة، و تكلفة المعلومة، و بطبيعة الحال كلما زاد احتجاز الأرباح و عدم دفع توزيعات زاد حجم السيولة في ظل انعدام أو انخفاض التباعد الزمني بين النتيجة، و الخزينة المترجم في الاحتياج في رأس المال العامل BFR.

## خلاصة الفصل

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من بين أهم الأسواق المالية الخليجية و العربية، و من بين أحسنها تنظيمًا و أداءً فمن ناحية نمو المؤشر سجل معدل نمو كبير؛ و هو الثالث بعد مؤشر بورصة فلسطين، و بورصة الدار البيضاء في نهاية الربع الأول من السنة الجارية (2008). نفس المرتبة يحتلها من ناحية الوزن في مؤشر صندوق النقد العربي، و من ناحية عدد الشركات البالغ 200 شركة نهاية الربع الثاني لسنة 2008؛ و التي تمثل 13% من إجمال الشركات العربية المدرجة، و البالغ عددها 1539 شركة في نهاية الربع الثاني من هذه السنة، كما تمثل قيمة هذه الشركات 8.6% من إجمالي القيم السوقية للشركات العربية.

يعكس هذا الأداء المحقق على المستوى المالي أداء على المستوى الاقتصادي، حيث كان هناك نمو موجب عمومًا في الناتج المحلي الإجمالي، و في الميزان التجاري، و في الميزانية العامة للدولة، و في سعر الصرف؛ لكن هذا النمو ذو مخاطر مرتفعة كونه الصادرات الكويتية النفطية تمثل 95.2% من إجمالي الصادرات من جهة، و اعتماد السوق المالي الكويتي على قطاعي الاستثمار المالي و العقار، اللذان لا يعبران عن إنشاء قيمة مضافة فعلية مما يطرح تساؤلًا حول كفاءة هذا السوق.

بالاعتماد على الاختبارات الخاصة بالاستقرارية، و السير العشوائي، و المتمثلة في اختبار DF, ADF, PP, KPSS و المطبقة على أسعار الأسهم الكويتية، و المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق خلال الفترة 17/06/2001-29/05/2008 حوالي 1770 مشاهدة يومية؛ تم التوصل إلى أن الأسعار تسير عشوائيًا حسب كل الاختبارات المعتمدة، و من ثمة يمكن القول أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف.

بعد التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، و تشخيص محيطه الداخلي، و المتوصل إلى قبول كفاءته عند المستوى الضعيف، تم اختبار وجود تأثير للهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، و تم التوصل أن هناك تأثير ذو معنوية إحصائية، و أن كل من المخاطر النظامية، و حجم المؤسسة، و سيولتها، و مردودياتها ذات تأثير ذو معنوية إحصائية على الهيكل المالي، و على سياسة توزيع الأرباح، و من ثمة على قيمة المؤسسة، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط و المتعدد .

الخاتمة

أصبح الهدف الحديث للإدارة المالية تعظيم قيمة المؤسسة عن طريق تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية EVA، وذلك من خلال تعظيم المردودية الاقتصادية، و تخفيض تكلفة رأس المال K، كما يمكن تحقيق الهدف من خلال تعظيم القيمة السوقية والتي أهم ما يعاب عليها أنها ترتبط بكفاءة السوق المالي.

حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع دراسة، و قياس تأثير الهيكل المالي، و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة لعينة تتكون من 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، و ذلك بعد اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف، و خلصت الدراسة إلى محفظة من النتائج هي :

تم التوصل إلى أن الأسعار تسير عشوائيا حسب كل الاختبارات الخاصة بالسير العشوائي و المتمثلة في اختبار DF, ADF, PP, KPSS؛ و المطبقة على أسعار الأسهم الكويتية؛ و المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق خلال سبعة سنوات الماضية (حوالي 1770 مشاهدة يومية) ، و من ثمة يمكن القول أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف، و هي نتيجة مطابقة لدراسة وائل إبراهيم الراشد لسوق الكويت خلال الفترة 2000-2002، و دراسة Bourbonnais.R للسوق الفرنسي على مؤشر 40 CAC خلال الفترة الممتدة ما بين 30/06/1989-9/12/1993، و بناءً على هذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى و عليه نرفض الفرضية الأولى.

تعتبر القيمة مبلغ تقديري يمكن في مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر و بائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة و في ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، و لهما مطلق الحرية، و بدون إكراه على إتمام الصفقة و تتحدد هذه القيمة بجملة من العوامل المتعددة و المختلفة، من بين هذه العوامل ذات المنشأ الداخلي مثل الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح، هذين العاملين نالا حصة الأسد في تفسير القيمة السوقية للمؤسسة بقدرتها تفسيرية قاربت 52% و منه نكون قد أجبنا على الإشكالية الثانية؛ و هذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الثانية.

يوجد للهيكل المالي تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة بمتغير الديون القصيرة دون الطويلة بقدرتها تفسيرية قاربت 11%، و كل زيادة في الرفع المالي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة بنسبة 0.002%، و بالتالي تمت الإجابة على الإشكالية الثالثة و منه نقبل الفرضية الثالثة.

تكتسي سياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، و بقدرتها تفسيرية قاربت 40% حيث الزيادة في التوزيعات النقدية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة بنسبة 0.87%، و الزيادة في التوزيعات المجانية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة بنسبة 2.88% في حين معامل توجيه إعادة الشراء، و احتجاز الأرباح تكاد تكون مهملة؛ و بهذا تمت الإجابة على الإشكالية الرابعة و منه نقبل الفرضية الرابعة.

يفسر الهيكل المالي القيمة أقل من سياسة توزيع الأرباح، و من ثمة يمكن القول أن المستثمر الكويتي لا يراعي للمخاطرة بقدر ما يراعي للمردودية، و هي صفة من صفات المجازفة، و على هذا الأساس تمت الإجابة على الإشكالية الخامسة، و منه قبول الفرضية الخامسة.

تم التوصل إلى أن حجم المؤسسة له تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، حيث الزيادة في الحجم بنسبة 1% تؤدي على إلى زيادة في قيمة المؤسسة بنسبة 0.22%، و المخاطر النظامية هي الأخرى لها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، و لكن بدالة أسية، كما أن المروديات كذلك ذات تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة؛ حيث الزيادة في المرودية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة بنسبة 0.022% هذه المرونة أكبر من مرونة المرودية المالية، و التي بلغت 0.015%، و هذا يمكن إرجاعه لوعي المستثمر الكويتي الذي يراعي المرودية الاقتصادية قبل المرودية المالية حظي. حجم السيولة هو الآخر بتأثير إيجابي على قيمة المؤسسة؛ حيث الزيادة في حجم السيولة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة بنسبة 0.18%؛ حيث تبدو هذه النتيجة في الوهلة الأولى غير منطقية لأن الاحتفاظ بالسيولة يعني وجود تكلفة لفرصة ضائعة، لكن قد يكون الاحتفاظ من أجل المضاربة و هو أحد دواعي الاحتفاظ بالسيولة التي أشار إليها كيتز، و عند هذه النقطة تكون الإجابة على الإشكالية السادسة قد تمت، و المتغيرات الثانوية ذات تأثير ذو معنوية على قيمة المؤسسة، و منه قبول الفرضية السادسة.

تعد المتغيرات الثانوية عوامل ذات تأثير ذو معنوية على الهيكل المالي، و على سياسة توزيع الأرباح. بمختلف أنواعها عدا إعادة الشراء التي هي في علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع المرودية الاقتصادية، و الحجم فقط ؛ و هو ما يفسر سياسة المؤسسات المالية الكويتية؛ حيث المؤسسات التي تحقق مرودية اقتصادية سالبة تزيد من عملية إعادة الشراء لبعث الثقة في نفوس المستثمرين بأن المستقبل واعد، و هي دالة في الحجم مما يعني المؤسسات كبيرة الحجم هي المعنية بهذا الإجراء أكثر من غيرها. بناءً على هذا تمت الإجابة على الإشكالية السابعة و منه قبول الفرضية السابعة بتحفظ.

### توصيات و آفاق الدراسة

في ظل العولمة و انفتاح الأسواق المالية و ترابطها، و التوجه نحو التكتل و الاندماج و ما لهما من انعكاسات على الاقتصاديات العربية يبقى على عاتق الشعوب، و السلطات تطوير اقتصادياتها من خلال البدء بصناعة نظام مالي يقوم على مبدأ العدالة الاجتماعية، و الذي يعتبر القلب النابض لكل اقتصاد، من خلال دراسة كفاءة الأسواق في التخصيص الأمثل للموارد المالية التي تبدأ بدراسة محددات أسعار أسهمها بغية القيادة بنجاحة و فعالية لتفادي الأزمات. بناءً على ما ورد في هذه الدراسة نوصي بما يلي :

- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي و المالي؛ مع الحفاظ على نفس المتغيرات؛
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار أسهم الشركات المدرجة بالبورصة في الدول العربية و اختبار إمكانية تطبيق نموذج APT؛
- إضافة متغيرات للنموذج مثل متغير تركيز الملكية لقياس تكلفة الوكالة، نسبة الاستفادة من الإعانات الحكومية، سعر الفائدة، المخاطر غير النظامية؛
- اختبار مدى صلاحية نموذج Black-Scholes في الأسواق المالية العربية، و مدى تعبيره عن القيمة العادلة فيها؛
- دراسة كفاءة الأسواق المالية العربية و مدى ارتباطها، و تكاملها مع الأسواق المالية العالمية؛
- البحث عن اختبارات لقياس الكفاءة عند المستوى المتوسط و القوي؛
- تشجيع البحث في مجال اقتصاديات رؤوس الأموال للخروج من دائرة اقتصاديات الاستدانة .

## المصادر و المراجع

## قائمة المصادر و المراجع باللغة العربية :

1. أعراب عبد العزيز، تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالي حالة مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2000-2001
2. إبراهيم بختي، الدليل المنهجي في إعداد و تنظيم البحوث العلمية(المذكرات و الأطروحات)، جامعة ورقلة، الجزائر <http://bekhti.online.fr> 2008/04/20
3. بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات المتوسطة و الصغيرة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2007/05.
4. الياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي دروس و تطبيقات، ط1، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2006.
5. أماني بورسلي، قانون تنظيم و إعادة هيكلة السوق المالي الكويتي، مجلة المحاسبين، جمعية المحاسبين و المراجعين الكويتية، الكويت، العدد 39، أبريل 2008.
6. بلوج بولعيد، تقييم المؤسسات المسجلة في البورصة، الملتقى الوطني الأول حول تقييم المؤسسات، جامعة سكيكدة، سبتمبر، 2005.
7. محمود إبراهيم عبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، عمادة شؤون المكتبات، الرياض، 1991.
8. فردريك تشوي، كارول آن فروست & جاري مبيك، الحاسبة الدولية، ترجمة محمد عصام الدين زايد، دار المريخ، الرياض، 2004.
9. تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، ج2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
10. مولود حشمان، نماذج و تقنيات التنبؤ قصير المدى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002 .
11. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الإسكندرية : الدار الجامعية، 2003.
12. \_\_\_\_\_، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
13. \_\_\_\_\_، المشتقات المالية، الإسكندرية : الدار الجامعية، 2001.
14. محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الإسكندرية : الدار الجامعية، 2004/2003.
15. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2002.
16. \_\_\_\_\_، أساسيات التحليل المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
17. \_\_\_\_\_، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004.
18. \_\_\_\_\_، رسمية زكى قرياقص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

19. \_\_\_\_\_، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات،  
الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
20. فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض  
2002.
21. جمال بدير علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير في  
إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، غير منشورة، الإسكندرية، 1995.
22. عبد الغني ددان، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال  
المحاكاة المالية حالة بورصتي الجزائر و باريس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،  
الجزائر، 2007/2006.
23. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي-الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث،  
جامعة ورقلة، العدد 04-2006.
24. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان/الأردن، ط1، 2005.
25. وائل إبراهيم الراشد، حركة أسعار عشوائية أم تبؤات و كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟، جامعة الكويت  
www.kku.edu.sa 2008/07/29
26. \_\_\_\_\_، ملامح الإفصاح المحاسبي بالكويت، مجلة المحاسبون، جمعية المحاسبين و المراجعين الكويتية،  
الكويت، العدد 33 يوليو 2008.
27. رودني راماشاران، الانحدار : لماذا يثير هواجس الاقتصاديين؟، مجلة التمويل و التنمية، مارس 2006.
28. حمدي زعرب، صباح شراب ، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق  
فلسطين للأوراق المالية ، دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد 5، العدد 2،  
ص ص 557-579، 2007.
29. هشام عبد الحي السيد، إطار تفعيل أداء سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة المحاسبون، جمعية المحاسبين و المراجعين  
الكويتية، الكويت، العدد 38 فبراير 2008.
30. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 2006-45.
31. \_\_\_\_\_، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 2007-49.
32. \_\_\_\_\_، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 2008-53.
33. \_\_\_\_\_، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 2008-54.
34. هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية و أدائها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق،  
عمان، 2007.
35. عيسى نجا، تقييم أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة تجربة الأردن، رسالة ماجستير في علوم التسيير،  
المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002.



36. أبو الفتوح علي فضالة، المهاكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1994.
37. يوسف قريشي، إشكالية تمويل المؤسسات المتوسطة و الصغيرة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
38. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
39. جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية و التطبيق : دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع و الآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أفريل 2007.
40. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، ط2، دار وائل، عمان، 2005.
41. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لغرض التعامل في البورصة منهج التحليل الأساسي، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
42. عبد الحميد عبد الفتاح المغاربي، الإدارة الإستراتيجية لمواجهة تحديات القرن العشرين، مجموعة النيل العربية، الإسكندرية، ط1، 1999.
43. سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، جمعية التراث، ط1، الجزائر، 2002.
44. ناصر سليمان النفيسي، بورصة الكويت : إشكالات و حلول، مجلة المحاسبون، جمعية المحاسبين و المراجعين الكويتية، الكويت، العدد 39 أبريل 2008.
45. عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها و درجة مخاطرها اللانظامية : دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد و الإدارة، م 17، العدد 1، ص ص 41-67، 2003.
46. محسن عبد الهادي، بورصة الكويت سوق فضحت على نيران الأزمات، مجلة العربي، العدد 579، 2007.
47. هتهات سعيد، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
48. منير إبراهيم هندي، الأدوات المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992.
49. \_\_\_\_\_، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
50. \_\_\_\_\_، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
51. \_\_\_\_\_، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
52. سويسسي هواربي و كمامسي محمد الأمين، إشكالية تقييم المؤسسات مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول تقييم المؤسسات جامعة سكيكدة، سبتمبر، 2005.
53. سويسسي هواربي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05/2007.

54. المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق بالقيم المنقولة بالجزائر.
55. قرار وزاري رقم 205 لعام 2000 بشأن ضوابط مساهمة غير الكويتيين في شركات المساهمة الكويتية
56. القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 و الخاص باللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.
57. قانون رقم 20 لسنة 2000 بشأن السماح لغير الكويتيين بتملك الأسهم في شركات المساهمة الكويتية صدر بقصر بيان في 17 ماي 2000.
58. المرسوم رقم 185 لسنة 2005 و الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.
59. ويكيبيديا (الموسوعة الحرة)، هيكل رأس المال، 2008/10/20
- [http://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=%D9%86%D8%B8%D8%B1%D9%8A%D8%A9\\_%D9%85%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%AC%D9%84%D9%8A%D8%A7%D9%86%D9%8A\\_-redlink=1&action=edit&\\_%D9%85%D9%8A%D9%84%D8%B1](http://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=%D9%86%D8%B8%D8%B1%D9%8A%D8%A9_%D9%85%D9%88%D8%AF%D9%8A%D8%AC%D9%84%D9%8A%D8%A7%D9%86%D9%8A_-redlink=1&action=edit&_%D9%85%D9%8A%D9%84%D8%B1)
60. مفيدة يجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، أكتوبر 2002،

قائمة المصادر و المراجع باللغة الأجنبية :

61. Agnès Bricard, et autres, Réussir une évaluation d'entreprise, **La revue d information de la fonction comptable**, juin 2004, disponible sur www.RFComptable.com
62. Bellalah Mondher., Jacquillat B, (1995), Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests, **Financial Review**, August : 617-635.
63. BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d Entreprise**, 2 édition, Economica, Paris, 2003.
64. \_\_\_\_\_, **L'évaluation des sociétés et les coûts d'information**, cahiers de recherche n°20029, Université Paris IX Dauphine.
65. \_\_\_\_\_, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d information**, cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX Dauphine.
66. BOURBONNAIS. R, **Econométrie**, 5eme édition, DUNOD, Paris, 2004.
67. Christophe MOUSSU, Christophe THIBIERGE, **Politique financière, opportunités de investissement et actifs incorporels en Europe : théorie et étude empirique**, est un cahier de recherche ESCP N 96-129 .

68. Emmanuelle GABILLON, **Structure financière optimale et sensibilité informationnelle des titres**, ANNALES D'ÉCONOMIE ET DE STATISTIQUE. – N° 58 – 2000, Université de Toulouse I.
69. Étienne REDOR, **Les méthodes de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions** : richesse des actionnaires, sociétés non cotées et déterminants Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Lille 2 en Sciences de Gestion, 2007.
70. Et-taoufik FATHI, Benoît GAILLY, La structure financière des PME De la haute technologie, XII ème **Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique**, juin 2003, Institut d'administration et de Gestion IAG, Université catholique de Louvain, Belgique
71. F.Bancel et T.Perrotin, **Le coût du capital dans les payes émergents**, 20/06/2008 [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)
72. Fabrice HERVE, **L'état des thèse en finance 2000-2004**, 17èmes journées national de IAE 13/09/2004, IAE de Lyon .
73. Flavie FABRE-AZEMA, **Etude des méthodes d'évaluation employées par les analystes financiers lors des introductions sur le Second Marché de la Bourse de Paris**, in cahiers de recherche n°200209, Université Paris IX Dauphine
74. François Pandolfi, Philippe Brousse, le crédit-bail ou leasing financière, **revue STRATEGICA** N° 04, Janvier 2005
75. Frédéric ROMON, **La politique de dividende de sociétés familiales cotées : une synthèse d'études de cas** a Université de lille2, disponible sur : <http://www2.univ-lille2.fr/pasfi51/>
76. Galai D. et Masulis R., (1976), **The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock**, Journal of Financial Economics 3, 53-81.
77. Gérard Charreaux, **finance d'entrepris**, EMS, Parais, 2003, p 134.
78. HUU MINH MAI et Emmanuel TCHEMENI, **"PREVISION DE RESULTATS PAR LES DIRIGEANTS : IMPACT INFORMATIONNEL SUR LES COURS ET LES VOLUMES"** in cahiers de recherche n°9506, Université Paris IX Dauphine.
79. Igal NATAN, **LES RACHATS D' ACTIONS PROPRES : OUTIL DE GESTION FINANCIERE Théorie et illustration**, Mémoire CNAM – DESS Finance d'entreprises 10/04/2008 [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)
80. Imed Chkir et Fodil Adjaoud, **La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information?** cahiers de recherche,

- Université d'Ottawa Canada, 2004 15/06/2008 www.u-cergy.fr/AFFI\_2004/IMG/pdf/ADJAOUD.pdf
81. Isabelle PRAS, **Existence d'une relation d'équilibre entre variables économiques et variables financières sur le marché français**, in cahiers de recherche n°9905, Université Paris IX Dauphine
82. J. PEYRARD, **Gestion financière internationale**, paris : Vuibert, 1999.
83. J.BARRAEU et J.DELHAYE, **Gestion financière**, 9eme édition, paris : Dunod, 2001
84. J.DAYAN et autres, **Manuel de gestion**, vol 2, paris : ELLIPSES/AUE,1999
85. Jacques HAMON, **Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions ?** CEREG Cahier de recherche n° 9801 ,Université Paris-Dauphine,1997.
86. \_\_\_\_\_, **Bourse et gestion de portefeuille**, Economica, Pris 2004
87. José Destours, **Outils mathématiques à la gestion**, DUNOD,Paris, 1998
88. KAMEL Eddine Bouatouta, **L ingénierie financière ou application de l'art de l ingénierie a l'univers de la finance**, Grand Alger livres, Alger, 2006, P101.
89. La lettre vernimmen.net, N 63, 2007.
90. Laurent BATSCH, **LA théorie de la valeur de l'entreprise**, in cahiers de recherche,Université Paris IX Dauphine.
91. LITOLFF Laurent, VALLEE Rodolphe, **Conservatoire National des Arts et Métiers**, Mémoire DESS Finance d'entreprise, Octobre 2004, disponible sur www.vernimmen.net
92. Massoud Mussavian et autre, **L'Art de la Finance**, Paris: Village MONDIAL, 1998
93. Michel Albouy et al, **Les grands auteurs en finance**, EMS, Paris 2003
94. P.vernimmen, **finance d'entreprise**, 6edition, Dalloz, paris, 2005.
95. PALARD Jean-Etienne, **PERIMETRE D'ACTIVITE, RECENTRAGE STRATEGIQUE ET STRUCTURE FINANCIERE LE CAS DES FIRMES EUROPENNES COTEES (1987-2003)**, Mars 2006, l'Université Montesquieu Bordeaux IV,
96. Pantaleo Elicio, **Guide sur les méthodes d'évaluation d'entreprise**, 19 décembre 2004, disponible sur [http://seminaire.samizdat.net/article.php3?id\\_article=48](http://seminaire.samizdat.net/article.php3?id_article=48)

97. Pascal Quiry et Yann Le Fur, **Les rachats d'actions**, Article paru dans Les Echos du 28, 10/5/2008 [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net) octobre 2004,
98. Patrice VIZZAVONNA, **Gestion financière**, 8e édition, BERTI, Alger, 1999
99. \_\_\_\_\_, **Gestion financière**, 9e édition, BERTI, Alger, 2004
100. Patrick NAVATTE, **Finance d'entreprise et la théorie des optins**, Economica, Paris 1998
101. PHILIPPE Touron et HUBERT Tondeur, **Comptabilité EN IFRS**, Edition d'organisation, Paris, 2004
102. Philippe Briand, **Le modèle de Black-Scholes**, Mars 2003, 20/02/2008 <http://perso.univ-rennes1.fr/philippe.briand/igr/bs.pdf>
103. Richard Brealey et Stewart Myers, **Principe de gestion financière**, 7ème édition, Paris: Pearson Education, 2003.
104. Salma MEFTEH, **La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture: le cas français**. in cahiers de recherche n°200404, Université Paris IX Dauphine.
105. Stéphane Griffiths et Jean, Cry degos, **Gestion financière de l'analyse à la stratégie**. éditions d'organisation, paris, 2eme tirage, 2001
106. Steve Ambler, **Le modèle d'évaluation par l'arbitrage (MÉA)**, Université du Québec à Montréal, Automne 2007, (22.10.2007) <http://www.er.uqam.ca/noble/r10735/6080/referance.pdf>
107. Thierry Vessereau, **étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des actions suisses**, Cahier de recherche a CIRANO, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA
108. Valérie MIGNON, **Marché financière et modélisation des rentabilité boursière**, Economica, Pris, 1998
109. YEZID SKANDRANI, **Efficienc des contras a terme du NYMEX et du L'IPE: Une application de la co-intégration**, in cahiers de recherche n°9707, Université Paris IX Dauphine.
110. Yoser GARDHOUM, Jean-pierre GUEYIE et Mariem CHAHLOUL, **Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines**, Cahier de recherche N 06-2005, École des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA.

قائمة أهم مواقع الإنترنت المعتمدة في البحث :

|  |  |
|--|--|
| 111. <a href="http://www.eviews.com">http://www.eviews.com</a> .   | البرنامج الإحصائي Eviews   |
| 112. <a href="http://www.iugaza.edu.ps/ar">www.iugaza.edu.ps/ar</a>  | الجامعة الإسلامية بغزة   |
| 113. <a href="http://www.ons.dz">www.ons.dz</a>  | الديوان الوطني للإحصاء بالجزائر                                  |
| 114. <a href="http://www.cip.dauphine.fr/Bourbonnais">http://www.cip.dauphine.fr/Bourbonnais</a>   | الموقع الشخصي للأستاذ<br>Bourbonnais Régis بجامعة باريس 9 بفرنسا |
| 115. <a href="http://bekhti.online.fr">http://bekhti.online.fr</a>   | الموقع الشخصي للأستاذ بختي بجامعة ورقلة                          |
| 116. <a href="http://www.kuaitse.com">www.kuaitse.com</a>  | بورصة الكويت   |
| 117. <a href="http://www.tadawul.com.sa/">www.tadawul.com.sa/</a>  | بورصة السعودية   |
| 118. <a href="http://www.kku.edu.sa">www.kku.edu.sa</a>  | جامعة الكويت   |
| 119. <a href="http://www.kaau.edu.sa/">www.kaau.edu.sa/</a>  | جامعة الملك عبد العزيز ، السعودية                                |
| 120. <a href="http://www.kaaa.org">www.kaaa.org</a>  | جمعية المحاسبين و المراجعين الكويتية                             |
| 121. <a href="http://www.AMF.org.ae">www.AMF.org.ae</a>  | صندوق النقد العربي   |
| 122. <a href="http://www.AMF.fr">www.AMF.fr</a>  | صندوق النقد الفرنسي  |
| 123. <a href="http://www.dauphine.fr/cereg">www.dauphine.fr/cereg</a>  | مركز البحث في التسيير بجامعة باريس 9                             |
| 124. <a href="http://cdr.esg.fr/centre-de-recherche-esg-cahiers-recherche.html">http://cdr.esg.fr/centre-de-recherche-esg-cahiers-recherche.html</a> | مركز البحث بالمدرسة العليا للتسيير بفرنسا                        |
| 125. <a href="http://ar.wikipedia.org">http://ar.wikipedia.org</a>   | الموسوعة الحرة ويكيبيديا   |

الملاحق

الملحق 01 : طبيعة تأثير محددات الخيار على قيمته

| <i>Evolution du paramètre</i>      |   | Option d'achat<br>( <i>call</i> ) | Option de vente<br>( <i>put</i> ) |
|------------------------------------|---|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Cours du sous-jacent               | ↗ | ↗                                 | ↘                                 |
|                                    | ↘ | ↘                                 | ↗                                 |
| Prix d'exercice de l'option        | ↗ | ↘                                 | ↗                                 |
|                                    | ↘ | ↗                                 | ↘                                 |
| Volatilité du sous-jacent          | ↗ | ↗                                 | ↗                                 |
|                                    | ↘ | ↘                                 | ↘                                 |
| Durée de vie de l'option           | ↗ | ↗                                 | ↗                                 |
|                                    | ↘ | ↘                                 | ↘                                 |
| Taux d'intérêt                     | ↗ | ↗                                 | ↘                                 |
|                                    | ↘ | ↘                                 | ↗                                 |
| Dividende ou coupon du sous-jacent | ↗ | ↘                                 | ↗                                 |
|                                    | ↘ | ↗                                 | ↘                                 |

Source : P .Vernimmen, op.cit, P540.



الملحق 02 : جدول مقارنة لمعدلات الضرائب على الأرباح و على القيمة المضافة في 58 دولة

### جدول مقارنة بمعدلات ضرائب الدخل و ضريبة القيمة المضافة في 58 دولة مع ترتيب هذه الدول في سلم التنافسية الدولية لعام 2005

| الدولة           | معدل ضريبة الدخل | معدل ضريبة دخل الأفراد | معدل ضريبة القيمة المضافة | الترتيب في سلم التنافسية الدولية |
|------------------|------------------|------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| فنلندا           | %26              | 9% - 32.5              | %22                       | 1                                |
| الولايات المتحدة | %35              | %0 - 35                | -                         | 2                                |
| الدانمرك         | %24              | %38 - 59               | %25                       | 4                                |
| نابوان           | %25              | %6 - 40                | %5                        | 5                                |
| سنغافورة         | %20              | %3.75 - 21             | %5                        | 6                                |
| النرويج          | %28              | %28 - 51.3             | %25                       | 9                                |
| استراليا         | %30              | %17 - 47               | 10% GST                   | 10                               |
| هولندا           | %29.60           | %0 - 52                | %19                       | 11                               |
| المانا           | %30              | %10 - 37               | (استهلاك) %5              | 12                               |
| المملكة المتحدة  | %30              | %0 - 40                | %17.50                    | 13                               |
| كندا             | %36.10           | (فيدرالية) 29 - 51%    | %7                        | 14                               |
| ألمانيا          | (فيدرالية) %25   | %15 - 42               | %16                       | 15                               |
| نيوزلندا         | %33              | 0 - %39                | 12.5% GST                 | 16                               |
| استونيا          | %23              | %23                    | %18                       | 20                               |
| النمسا           | %25              | %21 - 50               | 20% GST                   | 21                               |
| البرتغال         | %27.50           | %10.5 - 40             | %21                       | 22                               |
| لوكسمبورغ        | %29.63           | %6 - 38.95             | %15                       | 25                               |
| أيرلندا          | %12.50           | %20 - 42               | %21                       | 26                               |
| إسرائيل          | %31              | %10 - 49               | %15.50                    | 27                               |
| هونغ كونغ        | %17.50           | %16 - 20               | -                         | 28                               |
| اسماتيا          | %35              | %15 - 45               | %16                       | 29                               |
| فرنسا            | %33.33           | %10 - 48.09            | %19.60                    | 30                               |
| بلجيكا           | %33.99           | %25 - 50               | %21                       | 31                               |
| سلوفاكيا         | %25              | %16 - 50               | %20                       | 32                               |
| قطر              | %10              | %20 - 30               | %15                       | 34                               |
| مالطا            | %35              | %15 - 35               | %18                       | 35                               |
| نابلس            | %30              | %5 - 37                | %7                        | 36                               |
| التشيك           | %24              | %12 - 32               | %19                       | 38                               |
| المجر            | %16              | %18 - 36               | %20                       | 39                               |
| سلوفاكيا         | %19              | %19                    | %19                       | 41                               |
| جنوب أفريقيا     | %29              | %18 - 40               | %14                       | 42                               |
| لتوانيا          | %15              | %10 - 35               | %18                       | 43                               |
| لاتفيا           | %15              | %25                    | %18                       | 44                               |
| اليونان          | %22/29           | %0 - 40                | %19                       | 46                               |
| إيطاليا          | %33              | %23 - 43               | %20                       | 47                               |
| الصين            | %33              | %5 - 45                | %17                       | 49                               |
| الهند            | %40-30           | %10 - 30               | %12.50                    | 50                               |
| بولندا           | %19              | %19 - 40               | %22                       | 51                               |
| مصر              | %40              | %20 - 40               | -                         | 53                               |
| المكسيك          | %29              | %3 - 29                | %15                       | 55                               |
| بلغاريا          | %15              | %10 - 24               | %20                       | 58                               |
| البرازيل         | %34              | %15 - 27.5             | 17 - %25                  | 65                               |
| تركيا            | %20              | %51 - 35               | %18                       | 66                               |
| رومانيا          | %16              | %16                    | %19                       | 67                               |
| الأرجنتين        | %35              | %9 - 35                | %21                       | 72                               |
| اندونيسيا        | %30              | %5 - 35                | %10                       | 74                               |
| روسيا            | %24              | %13                    | %18                       | 75                               |
| المغرب           | %35              | %0 - 41.5              | %20                       | 76                               |
| الفلبين          | %35              | %5 - 32                | %10                       | 77                               |
| مونتينا غرو      | %15/20           | %0 - 24                | %17                       | 80                               |
| صربيا            | %10              | %10 / 14               | %18                       | 80                               |
| فيتنام           | %28              | %0 - 40                | %10                       | 81                               |
| باكستان          | %35              | %7.5 - 35              | %15                       | 83                               |
| موناكو           | %33 - 33         | %0                     | %19.60                    | NA                               |
| السعودية         | %20              | %20                    | -                         | NA                               |
| زامبيا           | %35              | 10 - %30               | %17.50                    | NA                               |

المصدر : عباس المحرن، ضريبة الدخل في الكويت و النمو الاقتصادي، يومية الجريدة، العدد 115 الصادر بتاريخ

12 أكتوبر 2008 الموافق لـ 30 رمضان 1428.

## الملحق 2 (تابع) : الضريبة على الدخل و على أرباح الشركات في الكويت

القانون الجديد يعزز آمال الكويت في استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، ولكن بعض العوائق ما زالت قائمة

دخل القانون الجديد لضريبة الدخل في الكويت حيز التنفيذ منذ تم نشره في الجريدة الرسمية بتاريخ ٣ فبراير من العام الحالي. وقد تضمن القانون الجديد بعض التعديلات التي طال انتظارها على القانون السابق، وخاصة على بعض المواد التي كانت تمس بشكل واضح نشاط الشركات الأجنبية في الكويت. وقد تمثل أهم هذه التعديلات في التخلي عن تطبيق مبدأ الضريبة التصاعدية التي كانت تتراوح ما بين ٥% إلى ٥٥% والمفروضة على الأرباح التي تتجاوز ٥٢٥٠ ديناراً، والاستعاضة عنها بضريبة موحدة لكافة شرائح الدخل تبلغ ١٥%.

كما تضمنت هذه التعديلات الإعفاء من ضريبة الدخل لأرباح الشركات الأجنبية الناجمة عن عمليات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، سواء تمت هذه العمليات بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق صناديق ومحافظ الاستثمار، هذا إلى جانب إعفاء أرباح وكلاء الشركات الأجنبية من الكويتيين من الضريبة في حال نجحت تلك الأرباح عن المتاجرة ببضائع أجنبية لحسابهم الخاص. وبالطبع، فإن دخل الأفراد من غير الكويتيين لا يخضع لقانون ضريبة الدخل، حيث يطبق القانون فقط على الشركات الأجنبية التي لها كيان قانوني مستقل.

نية

## شرائح ضريبة دخل الشركات وفق القانون القديم و الجديد

| نسبة الضريبة (القانون الجديد) | نسبة الضريبة (القانون القديم) | شريحة الأرباح الخاضعة للضريبة | نسبة الضريبة (القانون الجديد) | نسبة الضريبة (القانون القديم) | شريحة الأرباح الخاضعة للضريبة |
|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| 15                            | 30                            | 150,000-112,501               | 15                            | 0                             | 5,250-0                       |
| 15                            | 35                            | 225,000-150,001               | 15                            | 5                             | 18,750-5,251                  |
| 15                            | 40                            | 300,000-225,001               | 15                            | 10                            | 37,500-18,751                 |
| 15                            | 45                            | 375,000-300,001               | 15                            | 15                            | 56,250-37,501                 |
| 15                            | 55                            | 375,001 وما فوق               | 15                            | 20                            | 75,000-56,251                 |
|                               |                               |                               | 15                            | 25                            | 112,500-75,001                |

ملاحظة: وفقاً للقانون القديم، تخضع كافة الأرباح للشريحة الضريبة التي تقع بها.

هاتف: ٢٥٩٥٥٠٠

فاكس: ٢٢٤٦٩٧٣

بريد الكتروني: econ@nbk.com

المصدر: بنك الكويت الوطني، الموجز الاقتصادي، المجلد 8، العدد 5، الصادر بتاريخ 6 فيفري 2008

27/11/2008 [www.nbk.com](http://www.nbk.com)

## الملحق 03 : مثال عن كيفية حساب تكلفة رأس المال في الدول النامية حسب نموذج F. Bancel

*Exemple* : une entreprise appartenant au secteur pétrolier décide d'investir dans une exploitation pétrolière au Brésil. Le taux d'actualisation à retenir est :

$$E(R_i) = [5,11\% + 5,07\%] + [1,02 * 6\%] = 17,38\%$$

5% : taux sans risque US

5,07% : spread souverain Brésilien (B+, soit un spread de 5,07% selon S&P)

1,02 : bêta du secteur

6% : prime de risque US

Tableau 3 : Rating pays

|              |      |            |      |               |      |                |      |
|--------------|------|------------|------|---------------|------|----------------|------|
| Argentine    | BB   | Salvador   | BB   | Liban         | BB-  | Qatar          | BBB  |
| Australie    | AA   | Estonie    | BBB+ | Liechtenstein | AAA  | Roumanie       | B-   |
| Autriche     | AAA  | Finlande   | AA   | Lituanie      | BBB- | Russie         | SD   |
| Belgique     | AA+  | France     | AAA  | Luxembourg    | AAA  | Singapoure     | AAA  |
| Bermudes     | AA   | Allemagne  | AAA  | Malaisie      | BBB- | Rep. Slovèque  | BB+  |
| Bolivie**    | BB-  | Grèce      | BBB  | Malte         | A    | Slovénie       | A    |
| Brsil        | B+   | Honk-Kong  | A    | Mexique       | BB   | Afrique du Sud | BB+  |
| Bulgarie     | B    | Hongrie    | BBB  | Maroc         | BB   | Espagne        | AA   |
| Canada       | AA+  | Islande    | A+   | Pays-Bas      | AAA  | Suède          | AA+  |
| Chili        | A-   | Inde       | BB   | Nouv. Zélande | AA+  | Suisse         | AAA  |
| Chine        | BBB+ | Indonesie  | CCC+ | Norvège       | AAA  | Taiwan         | AA+  |
| Colombie     | BBB- | Irlande    | AA+  | Oman          | BBB- | Thaïlande      | BBB- |
| Iles Cook    | B-   | Israël     | A-   | Pakistan*     | SD   | Tri. & Tobago  | BB+  |
| Costa Rica   | BB   | Italie     | AA   | Panama        | BB+  | Tunisie        | BBB- |
| Croatie      | BBB- | Japon      | AAA  | Nouv Guinée   | B+   | Turquie        | B    |
| Chypre       | A+   | Jordanie   | BB-  | Paraguay*     | B+   | UK             | AAA  |
| Rep. Tchèque | A-   | Kazakhstan | B+   | Perou         | BB   | USA            | AAA  |
| Danemark     | AA+  | Corée      | BBB- | Philippines   | BB+  | Uruguay        | BBB- |
| Rep. Domin.  | B+   | Koweït     | A    | Pologne       | BBB- | Venezuela      | B+   |
| Egypte       | BBB- | Lettonie   | BBB  | Portugal      | AA   |                |      |

Tableau 4 : Spreads corporate US

| Maturité | Actif sans risque | AAA  | AA   | A    | BBB  | BB+  | BB/BB- | B     |
|----------|-------------------|------|------|------|------|------|--------|-------|
| 1        | 4.65              | 4.9  | 5.06 | 5.35 | 5.91 | 6.54 | 7.46   | 7.74  |
| 5        | 5.02              | 5.64 | 5.85 | 6.13 | 6.72 | 7.66 | 8.43   | 9.49  |
| 10       | 5.11              | 5.89 | 6.12 | 6.40 | 7    | 8.07 | 8.78   | 10.18 |
| 15       | 5.51              | 6.39 | 6.64 | 6.92 | 7.52 | 8.67 | N.A.   | N.A.  |
| 20       | 5.75              | 6.70 | 6.95 | 7.22 | 7.83 | N.A. | N.A.   | N.A.  |
| 25       | 5.73              | 6.73 | 6.99 | 7.26 | N.A. | N.A. | N.A.   | N.A.  |

Source : F.Bancel et T.Perrotin, Le coût du capital dans les pays émergents, 20/06/2008

www.vernimmen.net

الملحق 04 : توزيعات الأرباح و إعادة الشراء للشركات المكونة لمؤشر CAC40

|    | Nom                  | Rachat net d'actions en 2007 (en M€) | Rachats nets en % du capital au 31/12/2007 | Dividende versé en 2007 (en M€) | Somme rachats nets et dividendes versés en 2007 (en M€) | En % des capitalisations boursières |
|----|----------------------|--------------------------------------|--|---------------------------------|---|-------------------------------------|
| 1  | Total                | 1 528                                | 1,2%                                       | 4 510                           | 6 038   | 4,6%                                |
| 2  | BNP Paribas          | 2 139                                | 2,8%                                       | 2 892                           | 5 031   | 6,7%                                |
| 3  | Axa                  | 2 126                                | 3,3%                                       | 2 218                           | 4 344   | 6,7%                                |
| 4  | Sanofi-Aventis       | 1 787                                | 2,0%                                       | 2 364                           | 4 151   | 4,8%                                |
| 5  | Mittal-Arcelor       | 2 604                                | 4,4%                                       | 1 231                           | 3 835   | 6,5%                                |
| 6  | Société Générale     | 1 288                                | 2,2%                                       | 2 323                           | 3 611   | 6,1%                                |
| 7  | France Télécom       | 180                                  | 0,3%                                       | 3 117                           | 3 297   | 5,7%                                |
| 8  | Suez                 | 1 150                                | 2,2%                                       | 1 533                           | 2 683   | 5,1%                                |
| 9  | EDF                  | 0                                    | 0,0%                                       | 2 114                           | 2 114   | 1,7%                                |
| 10 | Accor                | 1 240                                | 8,5%                                       | 661                             | 1 901   | 13,0%                               |
| 11 | Crédit Agricole SA   | -5                                   | -0,0%                                      | 1 894                           | 1 889   | 4,0%                                |
| 12 | L'Oréal              | 1 002                                | 1,9%                                       | 739                             | 1 741   | 3,2%                                |
| 13 | Vivendi              | -15                                  | -0,0%                                      | 1 390                           | 1 375   | 3,0%                                |
| 14 | Vinci                | 937                                  | 3,8%                                       | 418                             | 1 355   | 5,2%                                |
| 15 | Carrefour            | 809                                  | 1,7%                                       | 728                             | 1 335   | 3,7%                                |
| 16 | Gaz de France        | 51                                   | 0,1%                                       | 1 082                           | 1 133   | 3,2%                                |
| 17 | Air Liquide          | 528                                  | 2,4%                                       | 497                             | 1 025   | 4,8%                                |
| 18 | Lafarge              | 462                                  | 2,2%                                       | 521                             | 973   | 4,7%                                |
| 19 | Legardère            | 324                                  | 4,0%                                       | 163                             | 487   | 6,0%                                |
| 20 | Renault              | 128                                  | 0,4%                                       | 863                             | 999   | 3,5%                                |
| 21 | Dexia                | 177                                  | 0,7%                                       | 769                             | 948   | 3,7%                                |
| 22 | Danone               | 508                                  | 1,7%                                       | 522                             | 1 030   | 3,4%                                |
| 23 | LVMH                 | -14                                  | -0,0%                                      | 666                             | 672   | 3,2%                                |
| 24 | Schneider            | -1                                   | -0,0%                                      | 668                             | 667   | 2,9%                                |
| 25 | Bouygues             | 152                                  | 0,8%                                       | 365                             | 537   | 2,7%                                |
| 26 | PPR                  | 135                                  | 0,9%                                       | 355                             | 520   | 3,3%                                |
| 27 | Saint-Gobain         | 8                                    | 0,0%                                       | 459                             | 465   | 1,7%                                |
| 28 | Veolia Environnement | 0                                    | 0,0%                                       | 420                             | 420   | 1,8%                                |
| 29 | Alcatel-Lucent       | 0                                    | 0,0%                                       | 370                             | 370   | 1,9%                                |
| 30 | Peugeot              | 23                                   | 0,2%                                       | 309                             | 332   | 2,5%                                |
| 31 | Vallourec            | 12                                   | 0,1%                                       | 318                             | 330   | 3,1%                                |
| 32 | Pernod Ricard        | 34                                   | 0,2%                                       | 278                             | 310   | 1,8%                                |
| 33 | Michelin             | 0                                    | 0,0%                                       | 208                             | 208   | 2,6%                                |
| 34 | Air France KLM       | 73                                   | 0,8%                                       | 134                             | 207   | 2,4%                                |
| 35 | STMicroelectronics   | 0                                    | 0,0%                                       | 184                             | 184   | 1,5%                                |
| 36 | Unibail-Rodamco      | 2                                    | 0,0%                                       | 182                             | 184   | 1,6%                                |
| 37 | Essilor              | 55                                   | 0,8%                                       | 113                             | 168   | 1,9%                                |
| 38 | Capgemini            | 0                                    | 0,0%                                       | 101                             | 101   | 1,4%                                |
| 39 | EADS                 | 2                                    | 0,0%                                       | 97                              | 99  | 0,5%                                |
| 40 | Alstom               | 0                                    | 0,0%                                       | 0                               | 0   | 0,0%                                |
|    | Cumul                | 19 214                               | 1,4%                                       | 37 841                          | 57 055  | 4,1%                                |
|    |                      |                                      |  | 2,7%                            |   |                                     |

Source : la lettre de vernimmen.net N°63.

## الملحق 05 : معلومات أساسية المؤسسات المعتمدة في الدراسة

| القطاع  | البريد الإلكتروني  | الموقع على الإنترنت  | اسم المؤسسة                                    |
|---------|--|--|--|
| العقاري | <a href="mailto:urc@urc.com.kw">urc@urc.com.kw</a>           | <a href="http://www.urconline.com">www.urconline.com</a>                     | 1. شركة العقارات المتحدة (ش.م.ك)               |
| العقاري | <a href="mailto:info@nrec.com.kw">info@nrec.com.kw</a>       | <a href="http://www.nrec.com.kw">www.nrec.com.kw</a>                         | 2. الشركة الوطنية العقارية (ش.م.ك)             |
| العقاري | <a href="mailto:info@salhia.com">info@salhia.com</a>         | <a href="http://www.salhia.com">www.salhia.com</a>                           | 3. شركة الصالحية العقارية (ش.م.ك.مقفلة)        |
| العقاري | <a href="mailto:mail@pearl.com.kw">mail@pearl.com.kw</a>     | <a href="http://www.pearl.com.kw">www.pearl.com.kw</a>                       | 4. شركة لؤلؤة الكويت العقارية (ش.م.ك.مقفلة)    |
| العقاري | N.D  | <a href="http://www.tamdeenrealestate.com">www.tamdeenrealestate.com</a>     | 5. شركة التمدين العقارية (ش.م.ك.مقفلة)         |
| العقاري | <a href="mailto:info@injazzat.com">info@injazzat.com</a>     | N.D  | 6. شركة انجازات للتنمية العقارية (ش.م.ك.مقفلة) |
| العقاري | N.D  | <a href="mailto:Sanam-realstate@hotmail.com">Sanam-realstate@hotmail.com</a> | 7. شركة سنام العقارية (ش.م.ك.مقفلة)            |
| العقاري | <a href="mailto:info@alaqaria.com">info@alaqaria.com</a>     | <a href="http://www.alaqaria.com">www.alaqaria.com</a>                       | 8. الشركة الكويتية العقارية القابضة            |
| العقاري | <a href="mailto:info@adnrec.com">info@adnrec.com</a>         | <a href="http://www.adnrec.com">www.adnrec.com</a>                           | 9. شركة الدار الوطنية للعقارات                 |
| العقاري | N.D  | N.D  | 10. شركة التعمير للاستثمار العقاري             |
| العقاري | <a href="mailto:alargan@alargan.com">alargan@alargan.com</a> | <a href="http://www.alargan.com">www.alargan.com</a>                         | 11. شركة الأرجان العالمية العقارية             |
| العقاري | <a href="mailto:info@munshaat.com">info@munshaat.com</a>     | <a href="http://www.munshaat.com">www.munshaat.com</a>                       | 12. شركة منشآت للمشاريع العقارية               |
| الصناعي | N.D  | <a href="http://www.nigroup.net">www.nigroup.net</a>                         | 13. مجموعة الصناعات الوطنية (القابضة)          |

|         |  |                                   |  |
|---------|--|-----------------------------------|--|
| الصناعي | <i>kpios@kpios.com</i>                                 | <i>www.kpios.com</i>              | 14. الشركة الكويتية لصناعات<br>الأنابيب والخدمات النفطية |
| الصناعي | <i>alcement@kuwait-<br/>cement.com</i>                 | <i>www.kuwait-<br/>cement.com</i> | 15. شركة أسمنت الكويت                                    |
| الصناعي | <i>&amp;PublicRelations<br/>Markting@riscoolex.com</i> | <i>www.riscoolex.com</i>          | 16. شركة صناعات التبريد<br>والتخزين                      |
| الصناعي | <i>N.D</i>   | <i>www.portlandkw.com</i>         | 17. شركة أسمنت بورتلاند<br>كويت                          |
| الصناعي | <i>uic@uickw.com</i>                                   | <i>www.uickw.com</i>              | 18. شركة الصناعات المتحدة                                |
| الصناعي | <i>N.D</i>   | <i>N.D</i>                        | 19. شركة الخليج لصناعة<br>الزجاج                         |
| الصناعي | <i>kpak@kuwaitpack.com</i>                             | <i>www.kuwaitpack.com</i>         | 20. الشركة الكويتية لصناعه<br>مواد التغليف               |
| الصناعي | <i>N.D</i>   | <i>kbmmco@hotmail.co<br/>m</i>    | 21. الشركة الكويتية لصناعة<br>مواد البناء                |
| الصناعي | <i>- ho@nicbm.com<br/>bmg@nig.com.kw</i>               | <i>www.nicbm.com</i>              | 22. شركة الصناعات الوطنية                                |
| الصناعي | <i>mc@equipcokuwait.com</i>                            | <i>www.equipcokuwait.c<br/>om</i> | 23. شركة المعدات القابضة                                 |
| الصناعي | <i>el_wattanya@hotmail.com</i>                         | <i>N.D</i>                        | 24. الشركة الوطنية للصناعات<br>الاستهلاكية               |
| الصناعي | <i>info@kuwaitgypsum.com</i>                           | <i>N.D</i>                        | 25. شركة الكويتية لصناعة<br>وتجارة الجبس                 |
| الخدمي  | <i>investor@pwc.com.kw</i>                             | <i>www.pwclogistics.com</i>       | 26. شركة المخازن العمومية                                |
| الخدمي  | <i>info@zain.com</i>                                   | <i>www.zain.com</i>               | 27. شركة الاتصالات المتنقلة                              |
| الخدمي  | <i>general@ipg.com.kw</i>                              | <i>www.ipg.com.kw</i>             | 28. المجموعة البترولية المستقلة                          |

|        |                                  |                                 |  |
|--------|----------------------------------|---------------------------------|--|
| الخدمي | <i>ncc@ncc-kw.com</i>            | <i>www.ncc-kw.com</i>           | 29. الشركة الوطنية للتنظيف                 |
| الخدمي | <i>N.D</i>                       | <i>N.D</i>                      | 30. شركة مركز سلطان<br>للمواد الغذائية     |
| الخدمي | <i>arabiho@qualitynet.net</i>    | <i>N.D</i>                      | 31. شركة مجموعة عربي<br>القابضة            |
| الخدمي | <i>www.twgkw.com</i>             | <i>www.twgkw.com</i>            | 32. شركة مجموعة النقل<br>والتخزين          |
| الخدمي | <i>info@wataniya.com</i>         | <i>www.wataniya.com</i>         | 33. الشركة الوطنية<br>للاتصالات المتنقلة   |
| الخدمي | <i>business@kglq8.com</i>        | <i>www.kglq8.com</i>            | 34. شركة رابطة الكويت<br>والخليج للنقل     |
| الخدمي | <i>kuwait cable T.V.com@ KCV</i> | <i>N.D</i>                      | 35. الشركة الكويتية للكابل<br>التلفزيوني   |
| الخدمي | <i>asc@asc-me.net</i>            | <i>www.asc-me.net</i>           | 36. شركة الأنظمة الآلية                    |
| الخدمي | <i>N.D</i>                       | <i>N.D</i>                      | 37. الشركة الكويتية للمساخ                 |
| الخدمي | <i>info@eyasedu.com</i>          | <i>www.eyasedu.com</i>          | 38. شركة إياس للتعليم<br>الأكاديمي والتقني |
| الخدمي | <i>info@eyasedu.com</i>          | <i>www.eyasedu.com</i>          | 39. شركة إياس للتعليم<br>الأكاديمي والتقني |
| الخدمي | <i>info@ifahotelsresorts.com</i> | <i>www.ifahotelsresorts.com</i> | 40. شركة إيفا للفنادق<br>والمنتجعات        |

|        |                             |                                    |  |
|--------|-----------------------------|------------------------------------|--|
| الخدمي | <i>info@cgc-kw.com</i>      | <i>www.cgc-kw.com</i>              | 41. شركة المجموعة المشتركة للمقاولات     |
| الخدمي | <i>palms@qualitynet.net</i> | <i>N.D</i>                         | 42. شركة النخيل للإنتاج الزراعي          |
| الخدمي | <i>ag@alalamiah.com</i>     | <i>www.safatec.com</i>             | 43. شركة الصفاة تك                       |
| الخدمي | <i>upac@upacq8.com</i>      | <i>www.upacq8.com</i>              | 44. شركة المشاريع المتحدة للخدمات الجوية |
| الخدمي | <i>alwan@newmowasat.com</i> | <i>www.mowasatholding.com</i>      | 45. شركة المواسة القابضة                 |
| الخدمي | <i>info@mashaer.net</i>     | <i>www.mashaer.net</i>             | 46. شركة مجموعة خدمات الحج والعمرة       |
| الخدمي | <i>info@oula1.com</i>       | <i>www.oula1.com</i>               | 47. الشركة الأولى للتسويق المحلي للوقود  |
| الخدمي | <i>info@villa-moda.com</i>  | <i>www.villa-moda.com</i>          | 48. شركة فيلا مودا لايف ستايل            |
| الخدمي | <i>fccg@fccg.com.kw</i>     | <i>www.fccg.com.kw</i>             | 49. شركة المستقبل العالمية للاتصالات     |
| الخدمي | <i>fccg@fccg.com.kw</i>     | <i>www.fccg.com.kw</i>             | 50. شركة المستقبل العالمية للاتصالات     |
| الخدمي | <i>mail@hayatele.com</i>    | <i>www.hayatcommunications.com</i> | 51. شركة حياة للاتصالات                  |
| الخدمي | <i>info@mubarrad.com.kw</i> | <i>www.mubarrad.com.kw</i>         | 52. شركة مبرد للنقل                      |



|         |                              |                            |  |
|---------|------------------------------|----------------------------|--|
|         |                              |                            |  |
| الخدمي  | <i>N.D</i>                   | <i>N.D</i>                 | 53. الشركة الكويتية<br>للمنتزهات               |
| الخدمي  | <i>mhelo@atc.com.kw</i>      | <i>www.atc.com.kw</i>      | 54. شركة التقدم التكنولوجي                     |
| الخدمي  | <i>admin@yaicokuwait.com</i> | <i>www.yiacokuwait.com</i> | 55. شركة ياكو الطبية                           |
| الزراعي | <i>livestk@kltt.com.kw</i>   | <i>www.kltt.com.kw</i>     | 56. شركة نقل وتجارة المواشي                    |
| الزراعي | <i>kupco@qualitynet.net</i>  | <i>www.kupco.net</i>       | 57. الشركة الكويتية المتحدة<br>للدواجن         |
| الزراعي | <i>sable@qualitynet.net</i>  | <i>N.D</i>                 | 58. شركة المجموعة المتحدة<br>للصناعات الغذائية |
| الزراعي | <i>info@kfg.com.kw</i>       | <i>www.kfg.com.kw</i>      | 59. مجموعة كوت الغذائية                        |

المصدر من إعداد الطالب

N.D : غير متاح .

الملاحق 06 : نموذج لبطاقة المعلومات عن الشركات محل الدراسة و المعدة من قبل لجنة البورصة

Tamdeen Real Estate Company (K.S.C.C)  
And Subsidiary

شركة التمدين العقارية (ش.م.ك.م.ل)  
و فروعها التابعة

| التغير<br>Change % | الف دينار كويتي<br>KWD' 000 |        | بيانات قائمة الدخل<br>Income Statement Data   |
|--------------------|-----------------------------|--------|---|
|                    | 2006                        | 2007   |   |
| 40.3%              | 8,252                       | 11,625 | إيرادات الأيجار<br>Rental Income  |
| (13.3%)            | 1,501                       | 1,302  | إيرادات تشغيلية أخرى<br>Other Operating Revenue   |
| 13.8%              | 7,395                       | 8,416  | مجموع ربح العمليات<br>Gross Operating Profit  |
|                    | 0                           | 5,576  | إرباح بيع عقارات<br>Profit on sale of Properties  |
| 118.7%             | 8,346                       | 18,249 | إيرادات الاستثمارات<br>Income from Investments  |
| 150.3%             | (278)                       | (607)  | إرباح (خسارة) على ممتلكات غير متعلقة بالعمليات<br>Unrelated Gain (Loss) on Investments and Properties |
| 291.0%             | 311                         | 1,216  | إيرادات أخرى<br>Other Income  |
| 104.9%             | 18,132                      | 37,161 | إجمالي الإيرادات<br>Total Income  |
| 155.2%             | 4,530                       | 11,562 | صافي الربح (الخسارة)<br>Net Profit (Loss)   |
| 71.8%              | 9,143                       | 15,705 | الإرباح المتاحة لتوزيع الأرباح (الخسارة)<br>Profits Available for Apnr (Accru. Loss)                  |

| التغير<br>Change % | الف دينار كويتي<br>KWD' 000 |                     | بيانات الميزانية العمومية<br>Balance Sheet Data                           |
|--------------------|-----------------------------|---------------------|---|
|                    | ديسمبر<br>Dec. 2006         | ديسمبر<br>Dec. 2007 |   |
|                    |                             |                     | الموجودات<br>Assets   |
| (24.6%)            | 7,876                       | 5,942               | النقد والتكافؤ<br>Cash and Cash Equivalent                                |
| 45.8%              | 170,551                     | 248,554             | استثمارات (أوراق مالية وشركات)<br>Investments (Securities and Companies)  |
| 68.9%              | 8,600                       | 14,522              | عقارات للتجارة<br>Held for Trading Property                               |
| (3.7%)             | 90,088                      | 86,759              | عقارات استثمارية<br>Investment Property                                   |
|                    | 0                           | 0                   | أراضي وعقارات قيد التطوير<br>Land and Properties under Development        |
| (1.5%)             | 65,523                      | 68,450              | مشاريع قيد التنفيذ<br>Projects under Construction                         |
|                    | 0                           | 0                   | موجودات غير ملموسة<br>Intangible Assets                                   |
| 81.5%              | 4,307                       | 7,816               | موجودات أخرى<br>Other Assets  |
| 23.1%              | 350,945                     | 492,083             | إجمالي الموجودات<br>Total Assets  |
|                    |                             |                     | المطلوبات<br>Liabilities  |
| 34.7%              | 114,677                     | 154,510             | بنوك دائنة وفروع<br>Due to Banks and Loans                                |
| (14.0%)            | 23,834                      | 20,508              | مطلوبات أخرى<br>Other Liabilities   |
| 26.4%              | 138,511                     | 175,018             | إجمالي المطلوبات<br>Total Liabilities                                     |
|                    |                             |                     | حقوق الملكية<br>Equity  |
| 0.0%               | 33,320                      | 33,320              | رأس المال المدفوع<br>Paid-up Capital                                      |
|                    | 0                           | 3,332               | أرباح منحة مقترحة<br>Proposed Stock Dividends                             |
| (16.7%)            | 4,068                       | 3,350               | أرباح نقدية مقترحة<br>Proposed Cash Dividends                             |
| 7.0%               | 21,755                      | 23,279              | الاحتياطيات<br>Reserves   |
| 35.3%              | 90,671                      | 122,679             | التغيرات التراكمية في القيمة العادلة<br>Cumulative Changes in Fair Values |
| 57.6%              | 4,143                       | 6,531               | الإرباح المحتسبة (الخسارة)<br>Retained Earnings (Loss)                    |
| 0.0%               | (34)                        | (34)                | أسهم خزينة<br>Treasury Stock  |
| 25.0%              | 154,523                     | 193,157             | إجمالي حقوق الملكية<br>Total Equity                                       |
| 10.4%              | 57,911                      | 63,908              | حقوق الأقلية<br>Minority Interest   |
| 23.1%              | 350,945                     | 492,083             | إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية<br>Total Liabilities and Equity            |

| التغير<br>Change % | الف دينار كويتي<br>KW' 100 |         | بيانات المسهم<br>Share Data   |
|--------------------|----------------------------|---------|---|
|                    | 2006                       | 2007    |   |
| 0.0%               | 339,200                    | 339,200 | عدد الأسهم المعصومة (إجمالي)<br>No. of Issued Shares (Thd.)                                   |
| 0.0%               | 100.00                     | 100.00  | القيمة الاسمية للسهم<br>Par Value Per Share   |
| 0.0%               | (171)                      | (171)   | عدد أسهم الخزينة (إجمالي)<br>No. of Treasury Stock (Thd.)                                     |
| 0.0%               | 0.05%                      | 0.05%   | عدد الأسهم القائمة (إجمالي)<br>No. of Shares Outstanding (Thd.)                               |
| 25.0%              | 455.78                     | 569.74  | القيمة الاسمية للسهم<br>Book Value Per Share  |
| 0.0%               | 339,029                    | 339,029 | المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة (إجمالي)<br>Weighted Avg. No. of Shares Outstanding (Thd.) |
| 155.2%             | 13.36                      | 34.10   | ربحية (خسارة) المسهم<br>Earnings Per Share (EPS)  |
| 2.4%               | 420.0                      | 430.0   | القيمة السوقية للسهم<br>Market Price Per Share  |
| (55.9%)            | 31.4                       | 12.6    | معدل السوق إلى ربحية المسهم (إجمالي)<br>Price Earnings Ratio (P/E) (Time)                     |
| (16.7%)            | 12.0                       | 10.0    | الموزع على المسهم<br>Cash Dividend Per Share (DPS)  |
| (16.7%)            | 0.0%                       | 10.0%   | الموزع منحة %<br>Stock Dividend %   |
| (20.7%)            | 2.9%                       | 2.3%    | العائد التوزيعي %<br>Dividend Yield (DYP) %   |

# يتخضع الموزع من أرباح الشركة العمومية والاحتياطيات المتحصلة من مبيعات الشركة قبل التوزيع بناءً على عدد أسهم الخزينة المعتمدة بتاريخ عقد الجمعية العمومية.  
# Div. are subject to gen. asy. and concerned authorities approval. Cash div. amt. is adjustable according to no. of treasury stock held on the date of gen. asy. meeting.

## الملاحق 07 : مؤشرات بورصية للأسواق المالية العربية خلال 2007-2008

نسبة التغير المئوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم  
Percentage Change in Local Stock Indices

| Market                             | 2008        |               |              | 2007              |                    |                   | السوق                               |
|------------------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------------------------|
|                                    | مارس<br>Mar | فبراير<br>Feb | يناير<br>Jan | الربع الأول<br>Q1 | الربع الرابع<br>Q4 | الربع الأول<br>Q1 |                                     |
| Abu Dhabi Securities Market        | -5.4        | 5.4           | 0.4          | 0.1               | 27.9               | -3.9              | سوق أبوظبي للأوراق المالية          |
| Amman Stock Exchange               | -4.7        | 8.2           | 4.1          | 7.3               | 31.3               | 11.4              | بورصة عمان                          |
| Bahrain Stock Exchange             | -3.2        | 2.9           | 1.7          | 1.3               | 8.3                | -2.6              | سوق البحرين للأوراق المالية         |
| Saudi Stock Market                 | -11.2       | 6.4           | -13.4        | -18.3             | 42.7               | -3.4              | سوق الأسهم السعودي                  |
| Kuwait Stock Exchange              | 2.0         | 3.8           | 7.2          | 13.5              | -2.0               | 1.5               | سوق الكويت للأوراق المالية          |
| Casablanca Stock Exchange          | 1.4         | 4.9           | 8.8          | 15.7              | -1.0               | 21.3              | بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء |
| Algeria Stock Exchange             | ..          | ..            | ..           | ..                | ..                 | ..                | بورصة الجزائر                       |
| Tunis Stock Exchange               | ..          | ..            | ..           | ..                | 6.3                | 20.2              | بورصة الأوراق المالية بتونس         |
| Dubai Financial Market             | -10.2       | 6.1           | -5.3         | -9.8              | 40.2               | -9.7              | سوق دبي المالي                      |
| Khartoum Stock Exchange            | 6.9         | -3.7          | -6.3         | -3.5              | 19.0               | -8.7              | سوق الخرطوم للأوراق المالية         |
| Palestine Stock Exchange           | 9.3         | 0.6           | 13.1         | 24.3              | 1.9                | 3.0               | سوق فلسطين للأوراق المالية          |
| Muscat Securities Market           | -2.5        | 13.0          | 1.5          | 11.8              | 29.3               | -0.6              | سوق مسقط للأوراق المالية            |
| Doha Securities Market             | -8.8        | 10.4          | -1.0         | -0.3              | 18.3               | -15.2             | سوق الدوحة للأوراق المالية          |
| Beirut Stock Exchange              | 7.7         | -1.5          | -2.7         | 3.3               | 15.4               | 3.0               | بورصة بيروت                         |
| Cairo & Alexandria Stock Exchanges | 3.7         | 9.1           | -1.6         | 11.2              | 16.2               | 4.3               | بورصتي القاهرة والإسكندرية          |

\* مقارنة بالفترة السابقة

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم  
(مليون دولار أمريكي)

Stock Markets Capitalization  
(Million U.S.)

| Market                      | 2008        |               |              | 2007              |                    |                   | السوق                               |
|-----------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------------------------|
|                             | مارس<br>Mar | فبراير<br>Feb | يناير<br>Jan | الربع الأول<br>Q1 | الربع الرابع<br>Q4 | الربع الأول<br>Q1 |                                     |
| Abu Dhabi Securities Market | 122,130     | 128,771       | 122,185      | 122,130           | 121,128            | 77,375            | سوق أبوظبي للأوراق المالية          |
| Amman Stock Exchange        | 44,315      | 46,218        | 42,814       | 44,315            | 41,233             | 33,143            | بورصة عمان                          |
| Bahrain Stock Exchange      | 28,887      | 28,244        | 27,461       | 28,887            | 27,016             | 20,416            | سوق البحرين للأوراق المالية         |
| Saudi Stock Market          | 446,389     | 493,146       | 464,826      | 446,389           | 518,984            | 318,336           | سوق الأسهم السعودي                  |
| Kuwait Stock Exchange       | 132,865     | 147,483       | 140,823      | 132,865           | 135,362            | 111,127           | سوق الكويت للأوراق المالية          |
| Casablanca Stock Exchange   | 93,418      | 89,345        | 83,554       | 93,418            | 75,495             | 59,798            | بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء |
| Algeria Stock Exchange      | 99          | 98            | 97           | 99                | 97                 | 97                | بورصة الجزائر                       |
| Tunis Stock Exchange        | 5,977       | 5,678         | 5,473        | 5,977             | 5,339              | 4,919             | بورصة الأوراق المالية بتونس         |
| Dubai Financial Market      | 128,890     | 138,892       | 131,895      | 128,890           | 138,179            | 85,450            | سوق دبي المالي                      |
| Khartoum Stock Exchange     | 4,653       | 4,625         | 4,717        | 4,653             | 4,931              | 4,477             | سوق الخرطوم للأوراق المالية         |
| Palestine Stock Exchange    | 2,958       | 2,749         | 2,737        | 2,958             | 2,474              | 2,857             | سوق فلسطين للأوراق المالية          |
| Muscat Securities Market    | 24,756      | 26,124        | 23,069       | 24,756            | 23,086             | 12,583            | سوق مسقط للأوراق المالية            |
| Doha Securities Market      | 104,839     | 111,172       | 98,757       | 104,839           | 95,505             | 54,839            | سوق الدوحة للأوراق المالية          |
| Beirut Stock Exchange       | 11,357      | 10,545        | 10,702       | 11,357            | 10,894             | 8,559             | بورصة بيروت                         |
| Cairo & Alex. Stock Exchang | 160,362     | 163,574       | 149,990      | 160,362           | 138,828            | 96,195            | بورصتي القاهرة والإسكندرية          |
| Total                       | 1,311,894   | 1,396,665     | 1,309,100    | 1,311,894         | 1,338,550          | 890,171           | المجموع                             |

عدد الشركات المدرجة  
(نهاية الفترة)

Number of Listed Companies  
(End of Period)

| Market                      | 2008        |               |              | 2007              |                    |                   | السوق                               |
|-----------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------------------------|
|                             | مارس<br>Mar | فبراير<br>Feb | يناير<br>Jan | الربع الأول<br>Q1 | الربع الرابع<br>Q4 | الربع الأول<br>Q1 |                                     |
| Abu Dhabi Securities Market | 64          | 64            | 64           | 64                | 64                 | 63                | سوق أبوظبي للأوراق المالية          |
| Amman Stock Exchange        | 248         | 248           | 246          | 248               | 245                | 229               | بورصة عمان                          |
| Bahrain Stock Exchange      | 51          | 51            | 51           | 51                | 51                 | 50                | سوق البحرين للأوراق المالية         |
| Saudi Stock Market          | 116         | 115           | 112          | 116               | 111                | 88                | سوق الأسهم السعودي                  |
| Kuwait Stock Exchange       | 196         | 195           | 195          | 196               | 196                | 181               | سوق الكويت للأوراق المالية          |
| Casablanca Stock Exchange   | 74          | 74            | 74           | 74                | 73                 | 64                | بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء |
| Algeria Stock Exchange      | 2           | 2             | 2            | 2                 | 2                  | 2                 | بورصة الجزائر                       |
| Tunis Stock Exchange        | 51          | 50            | 50           | 51                | 51                 | 48                | بورصة الأوراق المالية بتونس         |
| Dubai Financial Market      | 56          | 56            | 56           | 56                | 55                 | 50                | سوق دبي المالي                      |
| Khartoum Stock Exchange     | 52          | 52            | 52           | 52                | 52                 | 52                | سوق الخرطوم للأوراق المالية         |
| Palestine Stock Exchange    | 35          | 35            | 35           | 35                | 35                 | 34                | سوق فلسطين للأوراق المالية          |
| Muscat Securities Market    | 121         | 125           | 125          | 121               | 125                | 122               | سوق مسقط للأوراق المالية            |
| Doha Securities Market      | 42          | 41            | 40           | 42                | 40                 | 36                | سوق الدوحة للأوراق المالية          |
| Beirut Stock Exchange       | 15          | 15            | 15           | 15                | 15                 | 16                | بورصة بيروت                         |
| Cairo & Alex. Stock Exchang | 424         | 426           | 428          | 424               | 435                | 565               | بورصتي القاهرة والإسكندرية          |
| Total                       | 1547        | 1549          | 1545         | 1547              | 1550               | 1600              | المجموع                             |

تابع للملحق 07

عدد الأسهم المتداولة  
(مليون سهم)  
Number of Shares Traded  
(Million Shares)

| Market                             | 2008          |               |               |                   | 2007               |                   | السوق                               |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------------------------|
|                                    | مارس<br>Mar   | فبراير<br>Feb | يناير<br>Jan  | الربع الأول<br>Q1 | الربع الرابع<br>Q4 | الربع الأول<br>Q1 |                                     |
| Abu Dhabi Securities Market        | 2,508         | 4,544         | 8,949         | 16,001            | 23,659             | 4,265             | سوق أبوظبي للأوراق المالية          |
| Amman Stock Exchange               | 485           | 425           | 418           | 1,327             | 1,265              | 1,029             | بورصة عمان                          |
| Bahrain Stock Exchange             | 179           | 302           | 78            | 560               | 413                | 62                | سوق البحرين للأوراق المالية         |
| Saudi Stock Market                 | 4,266         | 5,302         | 8,036         | 17,604            | 14,132             | 18,792            | سوق الأسهم السعودي                  |
| Kuwait Stock Exchange              | 8,276         | 7,399         | 8,604         | 24,279            | 16,622             | 9,518             | سوق الكويت للأوراق المالية          |
| Casablanca Stock Exchange          | 9.09          | 11.90         | 12.34         | 33.33             | 140.49             | 27.80             | بورصة القيم المتقولة بالدار البيضاء |
| Algeria Stock Exchange             | 0.006         | 0.006         | 0.006         | 0.017             | 0.003              | 0.013             | بورصة الجزائر                       |
| Tunis Stock Exchange               | 4.24          | 8.69          | 7.55          | 20.49             | 25.52              | 18.32             | بورصة الأوراق المالية بتونس         |
| Dubai Financial Market             | 4,512         | 8,264         | 13,561        | 26,337            | 52,868             | 8,554             | سوق دبي المالي                      |
| Khartoum Stock Exchange            | 5             | 8             | 8             | 21                | 19                 | 3,026             | سوق الخرطوم للأوراق المالية         |
| Palestine Stock Exchange           | 46            | 24            | 37            | 107               | 63                 | 92                | سوق فلسطين للأوراق المالية          |
| Muscat Securities Market           | 398           | 320           | 423           | 1,140             | 1,335              | 316               | سوق مسقط للأوراق المالية            |
| Doha Securities Market             | 176           | 197           | 317           | 690               | 1,483              | 542               | سوق الدوحة للأوراق المالية          |
| Beirut Stock Exchange              | 2.43          | 2.40          | 4.27          | 9.10              | 72.85              | 11.76             | بورصة بيروت                         |
| Cairo & Alexandria Stock Exchanges | 2,801         | 1,934         | 2,064         | 6,799             | 5,824              | 2,618             | بورصتي القاهرة والاسكندرية          |
| <b>Total</b>                       | <b>23,668</b> | <b>28,740</b> | <b>42,520</b> | <b>94,928</b>     | <b>117,922</b>     | <b>48,872</b>     | <b>المجموع</b>                      |

مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم

ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)

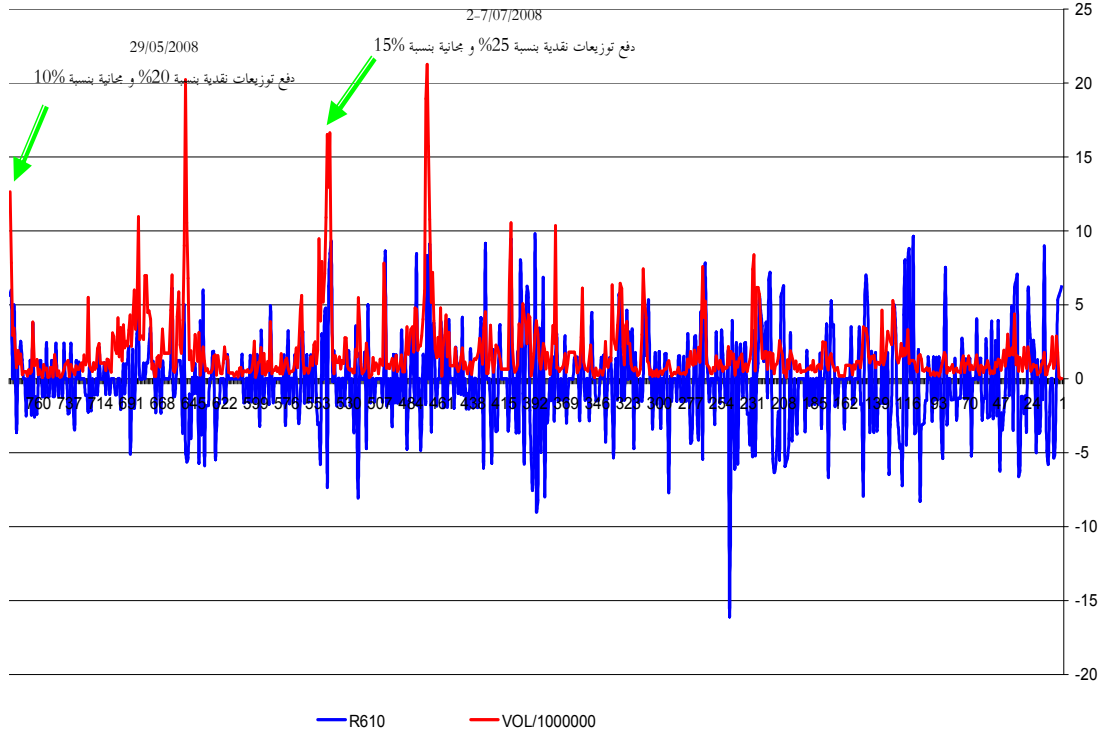
AMF Indices and other Market Indices (% change)

| Market    | الربع الأول 2008 -<br>الربع الرابع 2007 | الربع الأول 2008 -<br>الربع الأول 2007 | السوق                 |
|-----------|---|--|-----------------------|
|           | 1st Q 2008 -<br>4th Q 2007              | 1st Q 2008 -<br>1st Q 2007             |                       |
| Abu Dhabi | 1.68                                    | 43.53                                  | أبوظبي                |
| Jordan    | 8.70                                    | 38.43                                  | الأردن                |
| Bahrain   | 0.57                                    | 18.49                                  | البحرين               |
| Saudi     | -21.20                                  | 20.59                                  | السعودية              |
| Kuwait    | 14.36                                   | 39.86                                  | الكويت                |
| Morocco   | 19.09                                   | 28.76                                  | المغرب                |
| Algeria   | 4.69                                    | 3.23                                   | الجزائر               |
| Tunis     | 1.88                                    | -2.03                                  | تونس                  |
| Dubai     | -2.57                                   | 29.75                                  | دبي                   |
| Sudan     | -2.01                                   | 0.87                                   | السودان               |
| Palestine | 22.54                                   | 13.52                                  | فلسطين                |
| Oman      | 10.35                                   | 73.61                                  | عمان                  |
| Qatar     | -0.58                                   | 54.41                                  | قطر                   |
| Lebanon   | 4.68                                    | 29.79                                  | لبنان                 |
| Egypt     | 10.77                                   | 59.74                                  | مصر                   |
| AMF Index | -5.56                                   | 32.20                                  | المؤشر المركب         |
| Nikkei    | -18.18                                  | -27.55                                 | نيكاي                 |
| IFCG      | -12.87                                  | 21.07                                  | مؤسسة التمويل الدولية |
| CAC 40    | -16.16                                  | -16.45                                 | كالك 40               |
| S&P 500   | -9.92                                   | -6.91                                  | ستاندرد و بورز        |
| FT-SE 100 | -11.69                                  | -9.61                                  | فوتسي                 |

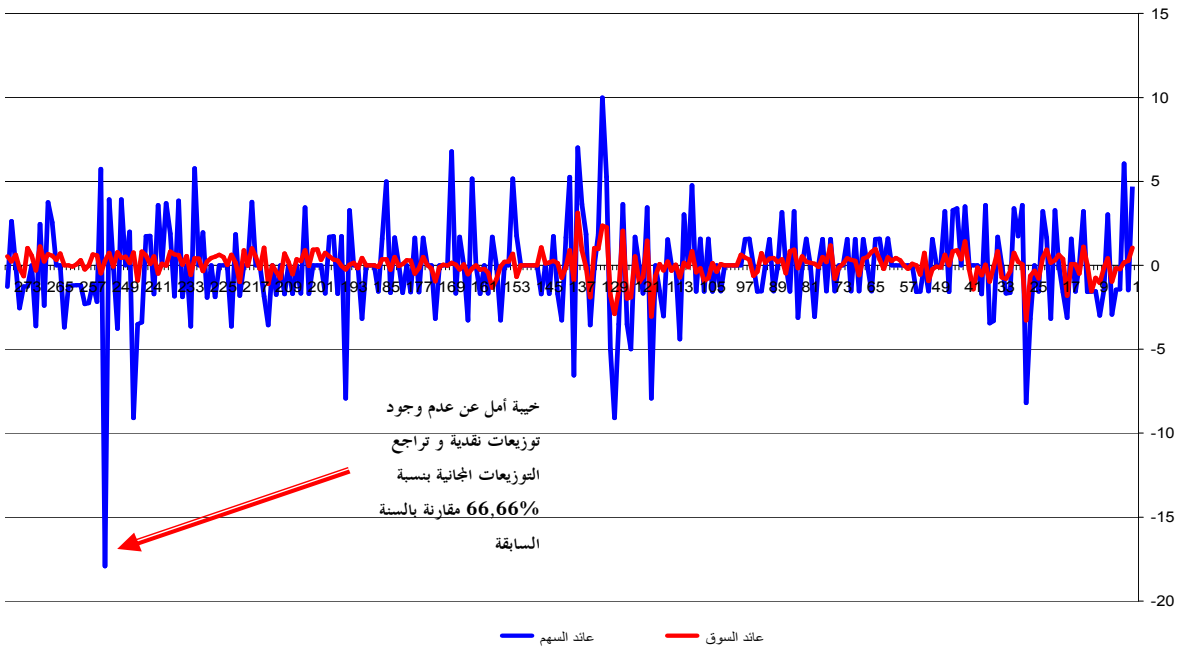
المصدر : صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 2008-54.

الملحق 08 : أثر الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم و حجم التداول لبعض المؤسسات المدرسة

شركة مركز سلطان للمواد الغذائية



شركة رابطة الكويت والخليج للنقل



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج Microsoft Excel

الملحق 09 : نتائج اختبار وايت النقطي لبواقي النموذج الكلي

| Variable                       | Coefficient     | Std. Error            | t-Statistic | Prob.           |
|--------------------------------|-----------------|-----------------------|-------------|-----------------|
| White Heteroskedasticity Test: |                 |                       |             |                 |
| F-statistic                    | 4.787446        |                       | Probability | 0.000001        |
| Obs*R-squared                  | 63.36174        |                       | Probability | 0.002326        |
| Test Equation:                 |                 |                       |             |                 |
| Dependent Variable: RESID^2    |                 |                       |             |                 |
| Method: Least Squares          |                 |                       |             |                 |
| C                              | -0.18033        | 0.216438              | -0.83315    | 0.4093          |
| DATCP                          | 0.348497        | 0.286034              | 1.218376    | 0.2296          |
| DATCP^2                        | -0.01427        | 0.279515              | -0.05104    | 0.9595          |
| DATCP*DLTCP                    | -0.02447        | 0.558618              | -0.04381    | 0.9653          |
| DATCP*DTCP                     | 0.02089         | 0.558524              | 0.037403    | 0.9703          |
| DATCP*DM                       | 0.985444        | 0.531952              | 1.852505    | <b>0.0707</b>   |
| DATCP*DG                       | -2.60756        | 2.619021              | -0.99562    | 0.3249          |
| DATCP*DND                      | 0.004033        | 0.007301              | 0.552445    | 0.5834          |
| DATCP*RACH                     | -0.14766        | 0.115136              | -1.28245    | 0.2064          |
| DLTCP                          | 0.350744        | 0.287887              | 1.218338    | 0.2296          |
| DLTCP^2                        | -0.01002        | 0.279142              | -0.03591    | 0.9715          |
| DLTCP*DTCP                     | 0.016623        | 0.558121              | 0.029783    | 0.9764          |
| DLTCP*DM                       | 0.998751        | 0.527301              | 1.894083    | <b>0.0648</b>   |
| DLTCP*DG                       | -2.67619        | 2.636476              | -1.01506    | 0.3156          |
| DLTCP*DND                      | 0.004351        | 0.007305              | 0.59564     | 0.5545          |
| DLTCP*RACH                     | -0.1487         | 0.115244              | -1.29031    | 0.2037          |
| DTCP                           | -0.34388        | 0.286286              | -1.20116    | 0.2361          |
| DTCP^2                         | -0.00661        | 0.279018              | -0.02371    | 0.9812          |
| DTCP*DM                        | -0.98139        | 0.530319              | -1.85057    | <b>0.071</b>    |
| DTCP*DG                        | 2.657785        | 2.619361              | 1.014669    | 0.3158          |
| DTCP*DND                       | -0.00425        | 0.007297              | -0.58298    | 0.5629          |
| DTCP*RACH                      | 0.146427        | 0.115456              | 1.268249    | 0.2114          |
| DM                             | -0.47554        | 0.684083              | -0.69515    | 0.4906          |
| DM^2                           | 0.41198         | 0.631002              | 0.652899    | 0.5172          |
| DM*DG                          | -0.96334        | 2.398248              | -0.40169    | 0.6899          |
| DM*DND                         | 0.015473        | 0.006285              | 2.461832    | <b>0.0178</b>   |
| DM*RACH                        | -0.14389        | 0.3896                | -0.36932    | 0.7137          |
| DG                             | 0.314566        | 1.717397              | 0.183165    | 0.8555          |
| DG^2                           | -2.40301        | 5.763903              | -0.41691    | 0.6788          |
| DG*DND                         | 0.010005        | 0.028058              | 0.356585    | 0.7231          |
| DG*RACH                        | -0.05656        | 1.13754               | -0.04972    | 0.9606          |
| DND                            | -0.00638        | 0.006445              | -0.99011    | 0.3275          |
| DND^2                          | 0.000188        | 5.11E-05              | 3.682754    | <b>0.0006</b>   |
| DND*RACH                       | -0.00219        | 0.003259              | -0.67112    | 0.5057          |
| RACH                           | 0.067357        | 0.199038              | 0.338413    | 0.7367          |
| RACH^2                         | 0.000553        | 0.054357              | 0.01017     | 0.9919          |
| R-squared                      | <b>0.792022</b> | Mean dependent var    |             | 0.274998        |
| Adjusted R-squared             | 0.626585        | S.D. dependent var    |             | 0.708936        |
| S.E. of regression             | 0.433215        | Akaike info criterion |             | 1.466996        |
| Sum squared resid              | 8.257692        | Schwarz criterion     |             | 2.538907        |
| Log likelihood                 | -22.6798        | F-statistic           |             | 4.787446        |
| Durbin-Watson stat             | 2.081304        | Prob(F-statistic)     |             | <b>0.000001</b> |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج Eviews

الملحق 10: جدول قانون التوزيع الطبيعي المركز المختصر

$$\pi(t) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^t e^{-2t^2/2} dt$$

|     | 0,00   | 0,01    | 0,02    | 0,03    | 0,04    | 0,05    | 0,06    | 0,07    | 0,08    | 0,09    |
|-----|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 0   | 0,5000 | 0,50399 | 0,50798 | 0,51197 | 0,51595 | 0,51994 | 0,52392 | 0,5279  | 0,53188 | 0,53586 |
| 0,1 | 0,5398 | 0,5438  | 0,54776 | 0,55172 | 0,55567 | 0,55962 | 0,56356 | 0,56749 | 0,57142 | 0,57535 |
| 0,2 | 0,5793 | 0,58317 | 0,58706 | 0,59095 | 0,59483 | 0,59871 | 0,60257 | 0,60642 | 0,61026 | 0,61409 |
| 0,3 | 0,6179 | 0,62172 | 0,62552 | 0,6293  | 0,63307 | 0,63683 | 0,64058 | 0,64431 | 0,64803 | 0,65173 |
| 0,4 | 0,6554 | 0,6591  | 0,66276 | 0,6664  | 0,67003 | 0,67364 | 0,67724 | 0,68082 | 0,68439 | 0,68793 |
| 0,5 | 0,6915 | 0,69497 | 0,69847 | 0,70194 | 0,7054  | 0,70884 | 0,71226 | 0,71566 | 0,71904 | 0,7224  |
| 0,6 | 0,7257 | 0,72907 | 0,73237 | 0,73565 | 0,73891 | 0,74215 | 0,74537 | 0,74857 | 0,75175 | 0,7549  |
| 0,7 | 0,7580 | 0,76115 | 0,76424 | 0,7673  | 0,77035 | 0,77337 | 0,77637 | 0,77935 | 0,7823  | 0,78524 |
| 0,8 | 0,7881 | 0,79103 | 0,79389 | 0,79673 | 0,79955 | 0,80234 | 0,80511 | 0,80785 | 0,81057 | 0,81327 |
| 0,9 | 0,8159 | 0,81859 | 0,82121 | 0,82381 | 0,82639 | 0,82894 | 0,83147 | 0,83398 | 0,83646 | 0,83891 |
| 1   | 0,8413 | 0,84375 | 0,84614 | 0,84849 | 0,85083 | 0,85314 | 0,85543 | 0,85769 | 0,85993 | 0,86214 |
| 1,1 | 0,8643 | 0,8665  | 0,86864 | 0,87076 | 0,87286 | 0,87493 | 0,87698 | 0,879   | 0,881   | 0,88298 |
| 1,2 | 0,8849 | 0,88686 | 0,88877 | 0,89065 | 0,89251 | 0,89435 | 0,89617 | 0,89796 | 0,89973 | 0,90147 |
| 1,3 | 0,9032 | 0,9049  | 0,90658 | 0,90824 | 0,90988 | 0,91149 | 0,91309 | 0,91466 | 0,91621 | 0,91774 |
| 1,4 | 0,9192 | 0,92073 | 0,9222  | 0,92364 | 0,92507 | 0,92647 | 0,92785 | 0,92922 | 0,93056 | 0,93189 |
| 1,5 | 0,9332 | 0,93448 | 0,93574 | 0,93699 | 0,93822 | 0,93943 | 0,94062 | 0,94179 | 0,94295 | 0,94408 |
| 1,6 | 0,9452 | 0,9463  | 0,94738 | 0,94845 | 0,9495  | 0,95053 | 0,95154 | 0,95254 | 0,95352 | 0,95449 |
| 1,7 | 0,9554 | 0,95637 | 0,95728 | 0,95818 | 0,95907 | 0,95994 | 0,9608  | 0,96164 | 0,96246 | 0,96327 |
| 1,8 | 0,9641 | 0,96485 | 0,96562 | 0,96638 | 0,96712 | 0,96784 | 0,96856 | 0,96926 | 0,96995 | 0,97062 |
| 1,9 | 0,9713 | 0,97193 | 0,97257 | 0,9732  | 0,97381 | 0,97441 | 0,975   | 0,97558 | 0,97615 | 0,9767  |
| 2   | 0,9772 | 0,97778 | 0,97831 | 0,97882 | 0,97932 | 0,97982 | 0,9803  | 0,98077 | 0,98124 | 0,98169 |
| 2,1 | 0,9821 | 0,98257 | 0,983   | 0,98341 | 0,98382 | 0,98422 | 0,98461 | 0,985   | 0,98537 | 0,98574 |
| 2,2 | 0,9861 | 0,98645 | 0,98679 | 0,98713 | 0,98745 | 0,98778 | 0,98809 | 0,9884  | 0,9887  | 0,98899 |
| 2,3 | 0,9893 | 0,98956 | 0,98983 | 0,9901  | 0,99036 | 0,99061 | 0,99086 | 0,99111 | 0,99134 | 0,99158 |
| 2,4 | 0,9918 | 0,99202 | 0,99224 | 0,99245 | 0,99266 | 0,99286 | 0,99305 | 0,99324 | 0,99343 | 0,99361 |
| 2,5 | 0,9938 | 0,99396 | 0,99413 | 0,9943  | 0,99446 | 0,99461 | 0,99477 | 0,99492 | 0,99506 | 0,9952  |
| 2,6 | 0,9953 | 0,99547 | 0,9956  | 0,99573 | 0,99585 | 0,99598 | 0,99609 | 0,99621 | 0,99632 | 0,99643 |
| 2,7 | 0,9965 | 0,99664 | 0,99674 | 0,99683 | 0,99693 | 0,99702 | 0,99711 | 0,9972  | 0,99728 | 0,99736 |
| 2,8 | 0,9974 | 0,99752 | 0,9976  | 0,99767 | 0,99774 | 0,99781 | 0,99788 | 0,99795 | 0,99801 | 0,99807 |
| 2,9 | 0,9981 | 0,99819 | 0,99825 | 0,99831 | 0,99836 | 0,99841 | 0,99846 | 0,99851 | 0,99856 | 0,99861 |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على Microsoft Excel

الملحق 11 : جدول قانون توزيع كاي تربيع  $\chi^2$

| p \ v | 0,9      | 0,7      | 0,6      | 0,5      | 0,4      | 0,2      | 0,1      | 0,09    | 0,01     |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 1     | 0,015791 | 0,148472 | 0,274996 | 0,454936 | 0,708326 | 1,642375 | 2,705544 | 2,87437 | 6,634897 |
| 2     | 0,210721 | 0,71335  | 1,021651 | 1,386294 | 1,832581 | 3,218876 | 4,60517  | 4,81589 | 9,21034  |
| 3     | 0,584374 | 1,423652 | 1,869168 | 2,365974 | 2,946166 | 4,641628 | 6,251388 | 6,49146 | 11,34487 |
| 4     | 1,063623 | 2,194698 | 2,752843 | 3,356694 | 4,044626 | 5,988617 | 7,77944  | 8,04344 | 13,2767  |
| 5     | 1,610308 | 2,999908 | 3,6555   | 4,35146  | 5,131867 | 7,289276 | 9,236357 | 9,52107 | 15,08627 |
| 6     | 2,204131 | 3,827552 | 4,570154 | 5,348121 | 6,210757 | 8,55806  | 10,64464 | 10,9479 | 16,81189 |
| 7     | 2,833107 | 4,671331 | 5,493235 | 6,345811 | 7,283208 | 9,80325  | 12,01704 | 12,3372 | 18,47531 |
| 8     | 3,489539 | 5,527422 | 6,422646 | 7,344122 | 8,350525 | 11,03009 | 13,36157 | 13,6975 | 20,09024 |
| 9     | 4,168159 | 6,393306 | 7,357035 | 8,342833 | 9,41364  | 12,24215 | 14,68366 | 15,0342 | 21,66599 |
| 10    | 4,865182 | 7,267218 | 8,295472 | 9,341818 | 10,47324 | 13,44196 | 15,98718 | 16,3516 | 23,20925 |
| 11    | 5,577785 | 8,147868 | 9,237286 | 10,341   | 11,52983 | 14,63142 | 17,27501 | 17,6526 | 24,72497 |
| 12    | 6,303796 | 9,034277 | 10,18197 | 11,34032 | 12,58384 | 15,81199 | 18,54935 | 18,9395 | 26,21697 |
| 13    | 7,041505 | 9,925683 | 11,12914 | 12,33976 | 13,63557 | 16,9848  | 19,81193 | 20,214  | 27,68825 |
| 14    | 7,789534 | 10,82148 | 12,07848 | 13,33927 | 14,68529 | 18,15077 | 21,06414 | 21,4778 | 29,14124 |
| 15    | 8,546756 | 11,72117 | 13,02975 | 14,33886 | 15,73322 | 19,31066 | 22,30713 | 22,7319 | 30,57791 |
| 16    | 9,312236 | 12,62435 | 13,98274 | 15,3385  | 16,77954 | 20,46508 | 23,54183 | 23,9774 | 31,99993 |
| 17    | 10,08519 | 13,53068 | 14,93727 | 16,33818 | 17,82439 | 21,61456 | 24,76904 | 25,215  | 33,40866 |
| 18    | 10,86494 | 14,43986 | 15,89321 | 17,3379  | 18,8679  | 22,75955 | 25,98942 | 26,4455 | 34,80531 |
| 19    | 11,65091 | 15,35166 | 16,85043 | 18,33765 | 19,9102  | 23,90042 | 27,20357 | 27,6694 | 36,19087 |
| 20    | 12,44261 | 16,26586 | 17,80883 | 19,33743 | 20,95137 | 25,03751 | 28,41198 | 28,8874 | 37,56623 |
| 21    | 13,2396  | 17,18227 | 18,76831 | 20,33723 | 21,9915  | 26,1711  | 29,61509 | 30,0998 | 38,93217 |
| 22    | 14,04149 | 18,10072 | 19,72879 | 21,33705 | 23,03066 | 27,30145 | 30,81328 | 31,3071 | 40,28936 |
| 23    | 14,84796 | 19,02109 | 20,6902  | 22,33688 | 24,06892 | 28,42879 | 32,0069  | 32,5096 | 41,6384  |
| 24    | 15,65868 | 19,94323 | 21,65249 | 23,33673 | 25,10635 | 29,55332 | 33,19624 | 33,7077 | 42,97982 |
| 25    | 16,47341 | 20,86703 | 22,61558 | 24,33659 | 26,14298 | 30,6752  | 34,38159 | 34,9015 | 44,3141  |
| 26    | 17,29189 | 21,7924  | 23,57943 | 25,33646 | 27,17888 | 31,79461 | 35,56317 | 36,0915 | 45,64168 |
| 27    | 18,1139  | 22,71924 | 24,54401 | 26,33634 | 28,21408 | 32,91169 | 36,74122 | 37,2777 | 46,96294 |
| 28    | 18,93924 | 23,64746 | 25,50925 | 27,33623 | 29,24862 | 34,02657 | 37,91592 | 38,4604 | 48,27824 |
| 29    | 19,76774 | 24,57699 | 26,47514 | 28,33613 | 30,28254 | 35,13936 | 39,08747 | 39,6398 | 49,58788 |
| 30    | 20,59923 | 25,50776 | 27,44162 | 29,33603 | 31,31586 | 36,25019 | 40,25602 | 40,8161 | 50,89218 |

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على Microsoft Excel

حيث :

V : درجة الحرية؛ P : الاحتمال .



## الملاحق 12 : جدول داربين واتسون DW

| n   | k=1  |      | k=2  |      | k=3  |      | k=4  |      | k=5  |      |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|     | d1   | d2   | d1   | d2   | d1   | d2   | d1   | d2   | d1   | d2   |
| 15  | 1,8  | 1,36 | 0,95 | 1,54 | 0,82 | 1,75 | 0,69 | 1,97 | 0,56 | 2,21 |
| 16  | 1,1  | 1,37 | 0,98 | 1,54 | 0,86 | 1,73 | 0,74 | 1,93 | 0,62 | 2,15 |
| 17  | 1,13 | 1,38 | 1,02 | 1,54 | 0,9  | 1,71 | 0,78 | 1,9  | 0,67 | 2,1  |
| 18  | 1,16 | 1,39 | 1,05 | 1,53 | 0,93 | 1,69 | 0,82 | 1,87 | 0,71 | 2,06 |
| 19  | 1,18 | 1,4  | 1,08 | 1,53 | 0,97 | 1,68 | 0,86 | 1,85 | 0,75 | 2,02 |
| 20  | 1,2  | 1,41 | 1,1  | 1,54 | 1    | 1,68 | 0,9  | 1,83 | 0,79 | 1,99 |
| 21  | 1,22 | 1,42 | 1,13 | 1,54 | 1,03 | 1,67 | 0,93 | 1,81 | 0,83 | 1,96 |
| 22  | 1,24 | 1,43 | 1,15 | 1,54 | 1,05 | 1,66 | 0,96 | 1,8  | 0,86 | 1,94 |
| 23  | 1,26 | 1,44 | 1,17 | 1,54 | 1,08 | 1,66 | 0,99 | 1,79 | 0,9  | 1,92 |
| 24  | 1,27 | 1,45 | 1,19 | 1,55 | 1,1  | 1,66 | 1,01 | 1,78 | 0,93 | 1,9  |
| 25  | 1,29 | 1,45 | 1,21 | 1,55 | 1,12 | 1,66 | 1,04 | 1,77 | 0,95 | 1,89 |
| 26  | 1,3  | 1,46 | 1,22 | 1,55 | 1,14 | 1,65 | 1,06 | 1,76 | 0,98 | 1,88 |
| 27  | 1,32 | 1,47 | 1,24 | 1,56 | 1,16 | 1,65 | 1,08 | 1,76 | 1,01 | 1,86 |
| 28  | 1,33 | 1,48 | 1,26 | 1,56 | 1,18 | 1,65 | 1,1  | 1,75 | 1,03 | 1,85 |
| 29  | 1,34 | 1,48 | 1,27 | 1,56 | 1,2  | 1,65 | 1,12 | 1,74 | 1,05 | 1,84 |
| 30  | 1,35 | 1,49 | 1,28 | 1,57 | 1,21 | 1,65 | 1,14 | 1,74 | 1,07 | 1,83 |
| 31  | 1,36 | 1,5  | 1,3  | 1,57 | 1,23 | 1,65 | 1,16 | 1,74 | 1,09 | 1,83 |
| 32  | 1,37 | 1,5  | 1,31 | 1,57 | 1,24 | 1,65 | 1,18 | 1,73 | 1,11 | 1,88 |
| 33  | 1,38 | 1,51 | 1,32 | 1,58 | 1,26 | 1,65 | 1,19 | 1,73 | 1,13 | 1,83 |
| 34  | 1,39 | 1,51 | 1,33 | 1,58 | 1,27 | 1,65 | 1,21 | 1,73 | 1,15 | 1,81 |
| 35  | 1,4  | 1,52 | 1,34 | 1,58 | 1,28 | 1,65 | 1,22 | 1,73 | 1,16 | 1,8  |
| 36  | 1,41 | 1,52 | 1,35 | 1,59 | 1,29 | 1,65 | 1,24 | 1,73 | 1,18 | 1,8  |
| 37  | 1,42 | 1,53 | 1,36 | 1,59 | 1,31 | 1,66 | 1,25 | 1,72 | 1,19 | 1,8  |
| 38  | 1,43 | 1,54 | 1,37 | 1,59 | 1,32 | 1,66 | 1,26 | 1,72 | 1,21 | 1,79 |
| 39  | 1,43 | 1,54 | 1,38 | 1,6  | 1,33 | 1,66 | 1,27 | 1,72 | 1,22 | 1,79 |
| 40  | 1,44 | 1,54 | 1,39 | 1,6  | 1,34 | 1,66 | 1,29 | 1,72 | 1,23 | 1,79 |
| 45  | 1,48 | 1,57 | 1,43 | 1,62 | 1,38 | 1,67 | 1,34 | 1,72 | 1,29 | 1,78 |
| 50  | 1,5  | 1,59 | 1,46 | 1,63 | 1,42 | 1,67 | 1,38 | 1,72 | 1,34 | 1,77 |
| 55  | 1,53 | 1,6  | 1,49 | 1,64 | 1,45 | 1,68 | 1,41 | 1,72 | 1,38 | 1,77 |
| 60  | 1,55 | 1,62 | 1,51 | 1,65 | 1,48 | 1,69 | 1,44 | 1,73 | 1,41 | 1,71 |
| 65  | 1,57 | 1,63 | 1,54 | 1,66 | 1,5  | 1,7  | 1,47 | 1,73 | 1,44 | 1,77 |
| 70  | 1,58 | 1,64 | 1,55 | 1,67 | 1,52 | 1,7  | 1,49 | 1,74 | 1,46 | 1,77 |
| 75  | 1,6  | 1,65 | 1,57 | 1,68 | 1,54 | 1,71 | 1,51 | 1,74 | 1,74 | 1,77 |
| 80  | 1,61 | 1,66 | 1,59 | 1,69 | 1,56 | 1,72 | 1,53 | 1,74 | 1,51 | 1,77 |
| 85  | 1,62 | 1,67 | 1,6  | 1,7  | 1,57 | 1,72 | 1,55 | 1,75 | 1,52 | 1,77 |
| 90  | 1,63 | 1,68 | 1,61 | 1,7  | 1,59 | 1,73 | 1,57 | 1,75 | 1,54 | 1,78 |
| 95  | 1,64 | 1,69 | 1,62 | 1,71 | 1,6  | 1,73 | 1,58 | 1,75 | 1,56 | 1,78 |
| 100 | 1,65 | 1,69 | 1,63 | 1,72 | 1,61 | 1,74 | 1,59 | 1,76 | 1,57 | 1,78 |

Source : BOURBONNAIS. R, **Econométrie**, 5eme édition, Dunod, Paris, 2004.P321.

K : عدد المتغيرات المستقلة في النموذج باستثناء الثابتة؛ T : حجم العينة.

الملاحق 13 : جداول ديكي فلر ADF

جداول توزيع خاصة بمعامل الانحدار  $t_{\phi_1}$

| N    |          | Probabilités |       |       |       |       |       |       |       |
|------|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |          | 0,01         | 0,025 | 0,05  | 0,10  | 0,90  | 0,95  | 0,975 | 0,99  |
| M(1) | 25       | -2,66        | -2,26 | -1,95 | -1,60 | 0,92  | 1,33  | 1,70  | 2,16  |
|      | 50       | -2,62        | -2,25 | -1,95 | -1,61 | 0,91  | 1,31  | 1,66  | 2,08  |
|      | 100      | -2,60        | -2,4  | -1,95 | -1,61 | 0,91  | 1,29  | 1,64  | 2,03  |
|      | 250      | -2,58        | -2,23 | -1,95 | -1,62 | 0,89  | 1,29  | 1,63  | 2,01  |
|      | 500      | -2,58        | -2,23 | -1,95 | -1,62 | 0,89  | 1,28  | 1,62  | 2,00  |
|      | $\infty$ | -2,58        | -2,23 | -1,95 | -1,62 | 0,89  | 1,28  | 1,62  | 2,00  |
| M(2) | 25       | -3,75        | -3,33 | -3,00 | -2,63 | -0,37 | 0,00  | 0,34  | 0,72  |
|      | 50       | -3,58        | -3,22 | -2,93 | -2,60 | -0,40 | -0,03 | 0,29  | 0,66  |
|      | 100      | -3,51        | -3,17 | -2,89 | -2,58 | -0,42 | -0,05 | 0,26  | 0,63  |
|      | 250      | -3,46        | -3,14 | -2,88 | -2,57 | -0,42 | -0,06 | 0,24  | 0,62  |
|      | 500      | -3,44        | -3,13 | -2,87 | -2,57 | -0,43 | -0,07 | 0,24  | 0,61  |
|      | $\infty$ | -3,43        | -3,12 | -2,86 | -2,57 | -0,44 | -0,07 | 0,23  | 0,60  |
| M(3) | 25       | -4,38        | -3,95 | -3,60 | -3,24 | -1,14 | -0,80 | -0,5  | -0,15 |
|      | 50       | -4,15        | -3,80 | -3,50 | -3,18 | -1,19 | -0,87 | -0,58 | -0,24 |
|      | 100      | -4,04        | -3,73 | -3,45 | -3,15 | -1,22 | -0,90 | -0,62 | -0,28 |
|      | 250      | -3,99        | -3,69 | -3,43 | -3,13 | -1,23 | -0,92 | -0,64 | -0,31 |
|      | 500      | -3,98        | -3,68 | -3,42 | -3,13 | -1,24 | -0,93 | -0,65 | -0,32 |
|      | $\infty$ | -3,96        | -3,66 | -3,41 | -3,12 | -1,25 | -0,94 | -0,66 | -0,33 |

جداول توزيع كل من  $t_{c^*}$ ,  $t_{b^*}$

| n        | M(2)        |      |      | M(3)        |      |      |            |      |      |
|----------|-------------|------|------|-------------|------|------|------------|------|------|
|          | Constante c |      |      | constante c |      |      | tendance b |      |      |
|          | 1%          | 5%   | 10%  | 1%          | 5%   | 10%  | 1%         | 5%   | 10%  |
| 100      | 3,22        | 2,54 | 2,17 | 3,78        | 3,11 | 2,73 | 3,53       | 2,79 | 2,38 |
| 250      | 3,19        | 2,53 | 2,16 | 3,74        | 3,09 | 2,73 | 3,49       | 2,79 | 2,38 |
| 500      | 3,18        | 2,52 | 2,16 | 3,72        | 3,08 | 2,72 | 3,48       | 2,78 | 2,38 |
| $\infty$ | 3,18        | 2,52 | 2,16 | 3,71        | 3,08 | 2,72 | 3,46       | 2,78 | 2,38 |

Source : BOURBONNAIS. R, *Econométrie*, 5eme édition, Dunod, Paris, 2004.P322.

حيث :

$M(1)$  : النموذج الأول و الذي يمثل الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى؛

$M(2)$  : النموذج الثاني و الذي يمثل الانحدار الذاتي مع وجود الثابتة؛

$M(3)$  : النموذج الثالث و الذي يمثل الانحدار الذاتي مع وجود الثابتة و معادلة الاتجاه العام؛

$N$  : حجم العينة.

## الملحق 14 : قوانين إعادة الشراء في فرنسا، بريطانيا، ألمانيا، أمريكا

### Les textes réglementant les rachats

Les dirigeants peuvent proposer aux actionnaires de racheter leurs actions. Les législations réglementent et souvent contraignent fortement ce type de pratique. Le rachat d'actions recouvre des pratiques très différentes et les réglementations sont très hétérogènes d'un pays à l'autre. Cette annexe se propose d'apporter des précisions sur ce second point, en considérant successivement le cas de la France, de la Grande Bretagne, de l'Allemagne et des Etats-Unis

#### **1. Le rachat d'actions en France**

Pour les sociétés françaises la loi du 24 juillet 1966, articles 217-2 et suivants, pose le **principe d'interdiction** du rachat, de la souscription ou prise en gage de ses actions par une société. Ce premier texte est renforcé par le texte du 30 décembre 1981 qui interdit également le rachat par des prête-noms. Mentionnons « également la loi du 8 août 1994 « portant diverses dispositions d'ordre économique et financier » qui apporte certaines modifications aux textes précédents et également la réglementation définie par la Commission des Opérations de Bourse qui complète le tout. Des dérogations au principe d'interdiction sont possibles : pour régulariser le cours du titre, en cas d'une réduction du capital non motivée par des pertes, en vue Alors que l'on s'attend à une réduction de la situation d'asymétrie lors de l'annonce des bénéfices, c'est le phénomène inverse qui est observé à Paris. La complexité et la diversité des normes comptables expliquent probablement que l'annonce d'un bénéfice, au lieu de renseigner définitivement le marché, lance la course à la recherche d'informations nécessaires au décryptage de l'annonce. Cette section s'inspire très largement des articles 703 à 709 du « Lamy du Financement », Couret, Devèze et Hirigoyen, 1996. Egalement pour régulariser celui du certificat d'investissement. Des pertes excessives peuvent justifier une réduction du capital social : elle est réalisée en réduisant au prorata les positions de tous les actionnaires et non par rachat en bourse. d'une rémunération en titres des salariés, ou à l'occasion de certaines opérations de restructuration. D'une manière générale, une société ne peut détenir que 10% de ses actions et sous réserve d'une approbation préalable par l'assemblée générale. Les actions détenues perdent : le droit de vote ; le droit au dividende ; le droit préférentiel de souscription (le droit d'attribution semble maintenu). Le rachat des ADP éventuellement émises doit intervenir avant celui des actions. Ces dispositions générales sont complétées suivant les motivations annoncées pour l'opération de rachat. Postérieurement au rachat, les actions sont cédées ou annulées. En cas d'annulation la loi de 1966 (articles 215 et 216) organise un droit d'opposition notamment aux créanciers obligataires. On distingue ici le rachat d'actions par ramassage en bourse, l'offre publique de retrait et l'offre publique de rachat (ou réduction du capital non motivée par des pertes).

#### **1.1. Ramassage**

La société peut se retrouver en possession de ses propres titres à l'occasion d'opérations de fusions-absorption ou à la suite d'un ramassage en bourse. Ce dernier cas est possible : pour régulariser le cours du titre, en cas d'une réduction du capital non motivée par des pertes, en vue d'une rémunération en titres des salariés, ou à l'occasion de certaines opérations de restructuration.

#### **1.1.1. Rachat visant une régularisation des cours**

Dans l'hypothèse d'un rachat en vue d'une régularisation de cours :

- L'autorisation demandée à l'assemblée générale des actionnaires, ne peut être obtenue que pour une période d'au plus 18 mois. La demande doit comporter mention d'un nombre d'actions maximum et d'une plage de cours.

## تابع للملحق 14

La COB a introduit plusieurs conditions précisant les conditions de rachat sur le marché : *Les interventions doivent représenter moins de 25% du volume sur une période de référence de 5 jours avant la période de rachat si le titre est négocié au RM et 30 au comptant. Ce qui signifie que chaque séance le volume racheté doit être inférieur au quart de la moyenne des échanges constatés sur les x séances précédentes (x=5 ou 30 avec période glissante). Le hors bourse n'est pas pris en compte dans la détermination de la limite en volume car il est « par définition sans influence sur les cours » ! Lamy, p. 406, n° 701, voir bulletin de la COB, mai 1991, Les interventions doivent être réalisées en contre tendance Un seul intermédiaire doit être sollicité par séance de bourse.*

Les actions ainsi achetées doivent être cédées dans un délai d'un an. Elles peuvent également semble-t-il être annulées. Quoique sur ce point la position de la COB (Bulletin n° 168 de 1984) soit de considérer que seule la cession soit à envisager; alors que la loi de 1994 semble autoriser la cession ou le transfert par tous moyens.

· **Un registre des achats-ventes doit être tenu par la société et transmis à la COB mensuellement.**

La Commission des Opérations de Bourse n'est pas hostile au rachat qui doit « permettre une meilleure liquidité, conforter la notoriété des sociétés cotées ». Mais « réguler ne signifie pas faire le marché ». La COB contrôle la sincérité du rachat, qui doit être réalisé dans un but constructif, et non en vue de manipuler les cours. Les « contrats de liquidité » pour les sociétés du second marché ne relèvent pas de la loi de 1966.

**1.1.2. Rachat à l'occasion d'une fusion**

A l'occasion d'une fusion-absorption, une société peut se retrouver acheteuse de ses propres actions, détenues par la cible en titres de participation ou titres de placement. Ces actions doivent être cédées dans un délai de 2 ans ou annulées.

**1.1.3. Rachat en vue d'une rémunération de salariés**

Dans le cas d'une rémunération des salariés en actions, il n'est pas prévu de décision d'assemblée générale. L'attribution doit être faite dans un délai d'un an suivant leur acquisition en bourse. Un registre des achats doit être tenu, et les opérations doivent être mentionnées dans le rapport annuel du conseil d'administration à l'assemblée des actionnaires. Sur la suggestion de la commission de loi du Sénat (rapport Dailly) il est prévu que les actions rachetées puissent être offertes aux salariés dans le cadre d'un plan d'actionnariat. A charge pour la société d'informer mensuellement le Conseil des marchés

**1.2. Offre publique de rachat**

L'offre publique de rachat par la société de ses propres actions est faite en vue d'une réduction du capital, au titre de l'article 5-3-2, alinéa e) du règlement général du Conseil des Marchés Financiers. La décision du Conseil des Marchés Financiers est notamment relative au prix proposé. La décision est prise par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Les créanciers peuvent faire opposition. Suivant le principe d'égalité, la société doit adresser une offre de rachat à tous ses actionnaires. L'opération a le statut juridique d'un remboursement et non celui d'une cession de titres. La COB donne son visa. Une suspension des cotations est systématiquement décidée par le Conseil des Marchés Financiers au dépôt du projet d'offre publique de rachat. Le projet mentionne également et de manière quasiment systématique l'intention des principaux actionnaires. Le gain réalisé par l'actionnaire à la revente de ses actions est intégrable au revenu et n'est pas imposé au titre des plus values. Suivant l'arrêt du conseil d'état du 8 juillet 1992 : des produits de même nature répartis par une société à ses actionnaires pourraient suivre un régime fiscal différent suivant la forme de la distribution, ce qui ne serait pas justifié. Une imposition à 16% (à l'époque) risquerait de déstabiliser le régime d'imposition des dividendes suivant la réponse apportée par le ministre (Journal Officiel du 5 décembre 94, p 6033).

## تابع للملحق 14

**1.3. Offres publiques de retrait**

La loi du 2 août 1989 met en place les premières modalités d'offres publiques de retrait à la bourse de Paris. Elles peuvent intervenir dans les situations suivantes

- Suite à la transformation de la société en commandite par actions, ce qui nécessite une décision des actionnaires à la majorité des 2/3. (au titre de l'article 5-5-4 du règlement général du Conseil des marchés financiers).
- En raison d'une modification significative des dispositions statutaires (article 5-5-5 du règlement général).
- Dans le cas d'une demande par un actionnaire minoritaire d'une société contrôlée par un majoritaire à plus de 95% des droits de vote (article 5-5-2).
- Dans le cas d'une demande par un actionnaire majoritaire contrôlant plus de 95% des droits de vote (article 5-5-3).
- Comme procédure de retrait obligatoire (*squeeze-out*) possible, suivant la loi du 31 décembre 1993, à l'issue d'une OPR (article 5-6-1).

**2. Réglementation britannique**

Interdiction totale en Grande Bretagne sauf pour réduire le capital. Mais le recours à un prête-nom est possible, y compris si la société accorde un prêt à un tiers pour racheter ses propres actions. Un plafond de 5% du capital par an et de 15% en cumulé est fixé quant à la détention de ses propres actions. Les actionnaires ayant cédé leurs actions sont responsables du passif du bilan à hauteur du montant encaissé si l'actif de la société est insuffisant à payer les dettes et le coût de liquidation durant l'année suivant le rachat. Tout rachat à un prix supérieur au prix de souscription par l'actionnaire constitue une distribution imposable en tant que dividende et soumise à une avance de 3/7<sup>è</sup> à déduire (*advance corporation tax*).

**3. Réglementation allemande**

L'opération de rachat d'actions est interdite en principe. Les exceptions concernent les distributions aux employés, ou pour éviter « tout dommage grave et imminent », ou même pour proposer les actions à une autre société liée. Mais pas pour régulariser les cours. Le rachat est fait dans la limite de 10% du capital (au delà les actions doivent être cédées dans les trois ans), il est sans limite si réduction du capital.

**4. Réglementation américaine**

Il n'y a pas d'interdiction (loi de 1934). Les réglementations visent à empêcher :

- un rachat réalisé en vue d'obtenir une radiation et échapper ainsi au contrôle de la SEC.
- Un rachat visant à obtenir ou conforter le contrôle de la société
- Un rachat contraire aux intérêts de la société
- Un rachat ne respectant pas l'égalité des actionnaires. En particulier les dirigeants et les actionnaires détenant plus de 10% (*insiders*) ne doivent pas tirer profit de l'opération au détriment des autres actionnaires.
- Un rachat prétexte à une manipulation des cours
- La publication d'informations incorrectes à l'occasion d'un rachat.
- Un rachat spoliant les créanciers.

Fiscalement, le rachat d'actions est plus avantageux que la distribution de dividendes : c'est le taux d'imposition sur les plus values qui s'applique.

Source : Jacques HAMON, **Le rachat d'actions : une politique de valorisation des actions?** CEREG Cahier de recherche n° 9801 , Université Paris-Dauphine, 1997.

# الفهرس

الفهرس

|     |                           |
|-----|---------------------------|
| 261 | الإهداء                   |
| 261 | الشكر                     |
| 261 | مستخلص البحث              |
| 261 | قائمة المحتويات           |
| 261 | قائمة الجداول             |
| 261 | قائمة الأشكال البيانية    |
| 261 | قائمة الرموز و الاختصارات |
| 261 | قائمة الملاحق             |
| 261 | المقدمة                   |

أ

001 الفصل الأول : ماهية القيمة و التقييم في النظرية المالية المعاصرة

002 تمهيد

003 المبحث الأول : ماهية القيمة في النظرية المالية المعاصرة

003 المطلب الأول: مفاهيم أساسية للقيمة

003 أولا : المفاهيم العشرة للقيمة

003 1- القيمة السوقية العادلة

003 2- القيمة الاستثمارية

004 3- القيمة الاستعمالية و التبادلية

004 4- قيمة شهرة المحل

004 5- قيمة المؤسسة المستمرة

004 6- القيمة الدفترية

004 7- قيمة التصفية

004 8- القيمة القابلة للتأمين

004 9- قيمة الإحلال

004 10- القيمة الباقية

005 ثانيا : العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة و التدفقات المستقبلية لها

005 ثالثا : محددات القيمة

006 المطلب الثاني : مؤشرات إنشاء القيمة

|     |  |
|-----|--|
| 006 | ..... أولًا : مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم الأداء المالي للمؤسسات و الأوراق المالية |
| 007 | ..... 1- المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية  |
| 007 | ..... 1-1 ربحية السهم الواحد (BPA/EPS)   |
| 007 | ..... 2-1 معدلات المردودية (ROCE, ROE)   |
| 007 | ..... 3-1 التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)                               |
| 008 | ..... 4-1 الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA)                                       |
| 008 | ..... 2- المؤشرات ذات الطبيعة المالية  |
| 008 | ..... 1-2 القيمة الحالية الصافية (VAN)   |
| 008 | ..... 3- المؤشرات ذات الطبيعة المهجنة (محاسبية/مالية)                              |
| 008 | ..... 1-3 القيمة المضافة الاقتصادية أو الربح الاقتصادي (EVA/PE)                    |
| 009 | ..... 2-3 معدل التدفق النقدي العائد من الاستثمار (CFROI)                           |
| 010 | ..... 4- المؤشرات ذات الطبيعة البورصية   |
| 010 | ..... 1-4 القيمة المضافة السوقية (MVA)   |
| 010 | ..... 2-4 عائد المساهم الكلي (Total Shareholder return)TSR                         |
| 012 | ..... ثانيًا : مؤشرات إنشاء القيمة و تقييم أداء المحافظ المالية                    |
| 012 | ..... 1- المؤشرات المرتكزة على العائد  |
| 012 | ..... 2- المؤشرات المرتكزة على العائد و المخاطرة                                   |
| 012 | ..... 1-2 مؤشر SHARPES   |
| 013 | ..... 2-2 مؤشر TREYNORS  |
| 013 | ..... 3-2 مؤشر JENSENS   |
| 013 | ..... <b>المطلب الثالث : منهجي التحليل الأساسي و التحليل الفني</b>                 |
| 013 | ..... أولًا : منهج التحليل الفني   |
| 014 | ..... 1- التحليل بالاعتماد على المنحنيات البيانية أو الأعمدة                       |
| 015 | ..... 2- حرائط الشمعدان  |
| 016 | ..... 3- نقاط الدعم و المقاومة   |
| 017 | ..... ثانيًا : منهج التحليل الأساسي  |
| 017 | ..... 1 - تحديد نوع القطاع و تصنيفه  |
| 018 | ..... 2- اختيار المؤسسة(المؤسسات) و تشخيص وضعيتها المالية                          |
| 018 | ..... 1-2 التشخيص الجيد لنشاط المؤسسة  |
| 018 | ..... 2-2 السياسات و الخيارات المحاسبية المنتهجة من قبل المؤسسة                    |
| 018 | ..... 3-2 إنشاء الثروة أو القيمة   |



|     |  |
|-----|--|
| 018 | ..... 4-2 الاستثمارات  |
| 018 | ..... 5-2 التمويل  |
| 018 | ..... 6-2 دراسة المردودية  |
| 020 | ..... المبحث الثاني : ماهية تقييم المؤسسات و الأوراق المالية في النظرية المالية المعاصرة.....                        |
| 020 | ..... <u>المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول تقييم المؤسسات و الأوراق المالية (المفهوم، الدوافع، خطوات العمل)</u> ..... |
| 020 | ..... أولا : دوافع عملية التقييم .....   |
| 021 | ..... ثانيا : خطوات عمل المقيم .....   |
| 021 | ..... 1- تحديد الهدف .....   |
| 021 | ..... 2- وضع مخطط العمل .....  |
| 021 | ..... 3- تقييم عناصر المؤسسة .....   |
| 021 | ..... 4- كتابة التقرير .....   |
| 022 | ..... <u>المطلب الثاني : الطرق الكلاسيكية لتقييم المؤسسات الاقتصادية و الأوراق المالية</u> .....                     |
| 022 | ..... أولا : طريقة التقييم الأساسية (خصم التدفقات النقدية المتاحة (DCF)) .....                                       |
| 024 | ..... ثانيا : التقييم حسب الذمة المالية (الطريقة المحاسبية) .....  |
| 024 | ..... 1- الأصل الصافي المصحح (ANC) .....   |
| 024 | ..... 2- القيمة الجوهرية .....   |
| 025 | ..... 1-2 القيمة الجوهرية المخفضة .....  |
| 025 | ..... 2-2 القيمة الجوهرية الصافية .....  |
| 025 | ..... 3-2 الأموال الضرورية للاستغلال .....   |
| 025 | ..... ثالثا : التقييم باستخدام المضاعفات (طريقة الرسملة) .....   |
| 025 | ..... 1- مضاعف النتيجة الصافية (أو معدل السعر إلى العائد) (PER) .....  |
| 026 | ..... 2- مضاعف نتيجة الاستغلال (MRexp) .....   |
| 026 | ..... 3- مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (MEBE) .....  |
| 027 | ..... 4- مضاعفات أخرى .....  |
| 027 | ..... رابعا : التقييم بالاعتماد على نموذج Bates .....  |
| 027 | ..... خامسا : التقييم بالاعتماد على مؤشر Tobin ( Q ) .....   |
| 028 | ..... سادسا : طرق التقييم في الواقع العملي ونتائج لدراسات ميدانية .....  |
| 028 | ..... 1- نتائج دراسة Flavie FABRE-AZEMA .....  |
| 028 | ..... 2- نتائج دراسة S.B. Block 1999 .....   |
| 029 | ..... سابعا : مزاي و حدود طرق التقييم .....  |
| 030 | ..... <u>المطلب الثالث : تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات</u> .....  |

|     |  |
|-----|--|
| 031 | ..... أولا : قيمة الخيار و محدداتها .....  |
| 031 | ..... 1- قيمة الخيار .....   |
| 031 | ..... 2- محددات قيمة الخيار .....  |
| 031 | ..... 1-2 السعر السوقي للأصل محل التعاقد .....   |
| 031 | ..... 2-2 سعر التنفيذ أو الممارسة .....  |
| 032 | ..... 3-2 تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد .....                                   |
| 032 | ..... 4-2 مدة حياة الخيار .....  |
| 034 | ..... 5-2 معدل الفائدة أو الكوبون .....  |
| 034 | ..... ثانيا : نموذج 1973 BLACK-SCHOLES لتقييم الخيارات .....                             |
| 034 | ..... 1- فرضيات نموذج BLACK-SCHOLES .....  |
| 035 | ..... 2- الصيغة الرياضية لنموذج BLACK-SCHOLES .....                                      |
| 035 | ..... ثالثا : قراءة الميزانية من منظور نظرية الخيارات .....                              |
| 037 | ..... رابعا : نماذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات .....                         |
| 037 | ..... 1- نموذج 1973 BLACK-SCHOLES لتقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات .....          |
| 038 | ..... 2- نموذج Galai et Masulis (1976) .....   |
| 038 | ..... 3- نموذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات في حالة وجود تكاليف للمعلومة ..... |
| 041 | ..... خامسا : حدود نظرية الخيارات في مجال تقييم المؤسسات .....                           |
|     | ..... 1- حدود القراءة الخيارية للميزانية (للمؤسسة) .....                                 |
| 041 | .....  |
| 041 | ..... 2- حدود نماذج تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات .....                         |
| 041 | ..... المبحث الثالث : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيطين الداخلي و الخارجي .....    |
| 042 | ..... المطلب الأول : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيط الخارجي .....                 |
| 042 | ..... أولا : نتائج لدراسات سابقة حول علاقة هذه المتغيرات الاقتصادية و المالية .....      |
| 043 | ..... ثانيا : المتغيرات الاقتصادية و قيمة المؤسسة .....                                  |
| 043 | ..... 1- الناتج المحلي الخام (PIB) .....   |
| 045 | ..... 2- التضخم .....  |
| 045 | ..... ثالثا : أدوات السياسة النقدية و قيمة المؤسسة .....                                 |
| 045 | ..... رابعا : أدوات السياسة المالية و قيمة المؤسسة .....                                 |
| 045 | ..... 1- الضرائب .....   |
| 046 | ..... 2- الإنفاق الحكومي .....   |
| 046 | ..... 3- سعر الصرف .....   |

|     |   |
|-----|---|
| 048 | .....خامسا : كفاءة السوق المالي كشرط للتقييم العادل.....                            |
| 048 | .....1- ركائز كفاءة الأسواق المالية.....  |
| 048 | .....1-1 السوق.....   |
| 048 | .....2-1 المستثمرون(المتعاملون).....  |
| 048 | .....3-1 المعلومات.....   |
| 048 | .....1-3-1 أنواع المعلومات.....   |
| 050 | .....2- مستويات أو أشكال الكفاءة.....   |
| 050 | .....1-2 الشكل القوي للكفاءة.....   |
|     | .....2-2 الشكل شبه القوي للكفاءة.....   |
| 050 | .....   |
| 050 | .....3-2 الشكل الضعيف.....  |
| 052 | .....3- الدور المباشر و غير المباشر للسوق المالي الكفاء.....                        |
| 052 | .....1-3 الدور المباشر للسوق المالي الكفاء.....                                     |
| 052 | .....2-3 الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء.....                                 |
| 052 | .....4- أنواع الكفاءة.....  |
| 052 | .....1-4 الكفاءة الداخلية.....  |
| 053 | .....2-4 الكفاءة الخارجية.....  |
| 054 | .....المطلب الثاني : قيمة المؤسسة تحت تأثير متغيرات المحيط الداخلي.....             |
| 054 | .....أولا : ميكانيزمات الحوكمة و إنشاء القيمة.....                                  |
| 054 | .....1- تعريف الحوكمة.....  |
| 054 | .....2- أهمية الحوكمة.....  |
| 055 | .....3- معايير تطبيق الحوكمة.....   |
| 055 | .....ثانيا : إستراتيجية النمو الخارجي و قيمة المؤسسة.....                           |
| 056 | .....1- ماهية الاندماج.....   |
| 057 | .....2- دوافع عملية الاندماج.....   |
|     | .....ثالثا : تأثير التسعير و التسعير المتعدد (Multi-cotation) على قيمة المؤسسة..... |
| 058 | .....   |
| 060 | .....رابعا : عوامل أخرى.....  |
| 061 | .....خلاصة الفصل.....   |

|     |  |
|-----|--|
| 062 | ..... الفصل الثاني : الهيكل المالي و النظريات المفسرة لتأثيره على قيمة المؤسسة |
| 063 | ..... تمهيد  |
| 064 | ..... المبحث الأول : سبل تمويل الاحتياجات المالية                              |
| 064 | ..... المطلب الأول : التمويل بالأموال الخاصة                                   |
| 064 | ..... <u>أولا</u> : التمويل الذاتي   |
| 064 | ..... 1- مفهومه  |
| 065 | ..... 2- مزايا و حدود التمويل الذاتي   |
| 065 | ..... <u>ثانيا</u> : الرفع في رأس المال نقدا                                   |
| 065 | ..... 1- الأسهم العادية  |
| 066 | ..... 1-1 مزايا و حدود التمويل بالأسهم العادية                                 |
| 066 | ..... 2- الأسهم الممتازة   |
| 067 | ..... 1-2 مزايا و حدود التمويل بالأسهم الممتازة                                |
|     | ..... <u>ثالثا</u> : رأس المال المخاطرة Capital-risque كحل لمشكل التمويل       |
| 067 | .....  |
| 067 | ..... 1- المفهوم   |
| 068 | ..... 2- رأس مال المخاطرة في الجزائر   |
| 068 | .....  |
| 068 | ..... المطلب الثاني : التمويل بالاستدانة                                       |
| 068 | ..... <u>أولا</u> : التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل                      |
| 068 | ..... 1- القروض طويلة ومتوسطة الأجل  |
| 069 | ..... 2- السندات   |
| 069 | ..... 1-2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم                                    |
| 069 | ..... 2-2- السندات القابلة للاستبدال   |
| 069 | ..... 2-3- السندات ذات معدل الفائدة الصفري                                     |
| 070 | ..... 2-4- السندات التي تعطي الحق في شراء أسهم المؤسسة                         |
| 070 | ..... 2-5- السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة                         |
| 070 | ..... 2-6- سندات الدخل (النتيجة)   |
| 070 | ..... 3- المزايا والعيوب التمويل عن طريق الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل         |
| 071 | ..... 4- قرض الإيجار   |
| 071 | ..... 4-1- الإيجار التشغيلي  |

|     |  |
|-----|--|
| 071 | ..... 2-4- الإيجار المالي  |
| 072 | ..... ثانيا : التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل                      |
| 072 | ..... 1- الائتمان التجاري  |
| 072 | ..... 2- الائتمان المصرفي  |
| 072 | ..... 1-2- إتمادات الخزينة   |
| 073 | ..... 1-1-2- تسهيلات الصندوق   |
| 073 | ..... 2-1-2- المكشوف   |
| 073 | ..... 3-1-2- اعتماد الموسم (الحملة)                                      |
| 073 | ..... 4-1-2- الإتمادات على البضائع (التخزين)                             |
| 073 | ..... 5-1-2- الاعتماد المستندي   |
| 074 | ..... 2-2- إتمادات تحريك الحقوق التجارية                                 |
| 074 | ..... 1-2-2- الخصم   |
| 074 | ..... 2-2-2- طريقة Dailly  |
| 074 | ..... 3-2-2- طريقة L'affacturage   |
| 074 | ..... <u>المطلب الثالث : الهيكل المالي المفهوم و المحددات</u>            |
| 074 | ..... أولا : تعريف الهيكل المالي   |
| 075 | ..... ثانيا : العوامل المحددة للهيكل المالي                              |
| 075 | ..... 1- معدل نمو المبيعات و استقرارها                                   |
| 076 | ..... 2- المردوديات  |
| 076 | ..... 3- حجم المؤسسة   |
| 076 | ..... 4- هيكل الأصول   |
| 076 | ..... 5- طبيعة القطاع  |
| 076 | ..... 6- تركيز الملكية و اتجاهات رجال الإدارة                            |
| 077 | ..... 7- دورة حياة المؤسسة   |
| 078 | ..... 8- سياسة توزيع الأرباح   |
| 078 | ..... 9- حجم السيولة   |
| 078 | ..... 10- المخاطر النظامية Bêta  |
| 079 | ..... <u>المبحث الثاني: تكلفة التمويل كمؤشر لاختيار الهيكل المالي</u>    |
| 079 | ..... <u>المطلب الأول : مؤشرات اختيار الهيكل المالي</u>                  |
| 079 | ..... أولا : أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة و درجة مخاطرتها |
| 079 | ..... 1- أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة                     |

|     |  |
|-----|--|
| 082 | ..... 2- أثر الرفع المالي على درجة مخاطرة الأموال الخاصة       |
| 084 | ..... ثانيا : المؤشرات التقليدية لاختيار الهيكل المالي         |
| 084 | ..... 1- الملاءة   |
| 084 | ..... 2- الاستقلالية المالية                                   |
| 084 | ..... 3- الكفاية الحدية لرأس المال                             |
| 084 | ..... 4- القدرة على السداد                                     |
| 084 | ..... ثالثا : المؤشرات الاقتصادية الكلية                       |
| 084 | ..... 1- العرض النقدي  |
| 084 | ..... 2- معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي                    |
| 085 | ..... 3- الإعانات الحكومية                                     |
| 085 | ..... 4- التضخم  |
| 085 | ..... 5- الضرائب   |
| 085 | ..... 6- سعر الصرف   |
| 085 | ..... 7- سعر الفائدة   |
| 085 | ..... <u>المطلب الثاني: تكلفة سبل تمويل الاحتياجات المالية</u> |
| 085 | ..... <u>أولا : تكلفة الأموال الخاصة و نماذج قياسها</u>        |
| 086 | ..... 1- نموذج التوزيعات المخصوصة <i>Gordon et Shapiro</i>     |
| 088 | ..... 2- نموذج <i>MEDAF</i> ( نموذج توازن الأصول المالية)      |
| 089 | ..... 1-2 معدل المدودية بدون مخاطرة                            |
| 089 | ..... 2-2 علاوة المخاطرة                                       |
| 091 | ..... 3- نموذج التقييم بالمراجعة <i>APT/MEA</i>                |
| 092 | ..... 4- نماذج أخرى  |
| 092 | ..... 1-4 نموذج <i>French Fama et</i>                          |
| 093 | ..... 2-4 نموذج <i>Hammon et Jaquilat</i>                      |
| 093 | ..... 3-4 نموذج <i>MEDAFI/CAPMI</i>                            |
| 093 | ..... ثانيا : تكلفة الاستدانة                                  |
| 094 | ..... 1- تكلفة الاقتراض  |
| 094 | ..... 2- تكلفة السندات   |
| 095 | ..... 3- تكلفة الأسهم الممتازة                                 |
| 095 | ..... 4- تكلفة قرض الإيجار                                     |
| 095 | ..... ثالثا : تكلفة الديون قصيرة الأجل                         |

|     |  |
|-----|--|
| 095 | ..... 1- تكلفة الخصم   |
| 095 | ..... 1-1 سعر الفائدة  |
| 096 | ..... 1-2 العمولة والعلاوة الخاصة بالاعتماد  |
| 096 | ..... 1-3 مصاريف التحصيل   |
| 096 | ..... 2- تكلفة المكشوف   |
| 097 | ..... <u>المطلب الثالث : تكلفة رأس المال (التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال CMPC).</u>                             |
| 097 | ..... <u>أولا : مفهومها</u>  |
| 097 | ..... <u>ثانيا : العوامل غير النظامية المؤثرة على تكلفة رأس المال</u>  |
| 097 | ..... 1- هيكل التكاليف   |
| 097 | ..... 2- الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية   |
| 097 | ..... 3- خصوصية النشاط   |
| 097 | ..... 4- معدل نمو النتائج  |
| 097 | ..... <u>ثالثا : طرق حساب تكلفة رأس المال</u>  |
| 097 | ..... 1- الطريقة المباشرة عن طريق حساب بيتا الخاص بالأصل الاقتصادي   |
| 098 | ..... 2- الطريقة غير المباشرة  |
| 099 | ..... 1-2 مدخل حساب نسب الترجيح (الأوزان)  |
| 099 | ..... 1-1-2 مدخل الأوزان الفعلية   |
| 099 | ..... 2-1-2 مدخل الأوزان المستهدفة   |
| 099 | ..... 2-1-3 المدخل الحدي   |
| 099 | ..... <u>رابعا : حالات خاصة لتكلفة رأس المال</u>   |
| 099 | ..... 1- تكلفة رأس المال متعدد الجنسيات  |
| 099 | ..... 2- تكلفة رأس المال في الدول النامية  |
| 100 | ..... 3- تكلفة رأس المال في حالة الاستدانة الصافية سالبة   |
| 100 | ..... <u>المبحث الثالث : النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة</u>                                      |
| 100 | ..... <u>المطلب الأول: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة.</u>       |
| 101 | ..... <u>أولا : النظرية التقليدية</u>  |
| 101 | ..... 1- مدخل صافي الربح   |
| 101 | ..... 2- مدخل صافي ربح العمليات  |
| 102 | ..... 3- المدخل التقليدي   |
| 103 | ..... <u>ثانيا : النظرية الحديثة</u>   |
| 105 | ..... <u>المطلب الثاني : النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة الاقتصادية.</u> |

|     |   |
|-----|---|
| 105 | أولا : نظرية الاقتصاد في الضريبة .....  |
| 107 | ثانيا : نظرية تكلفة الإفلاس .....   |
| 110 | ثالثا : نظرية تكلفة الوكالة .....   |
| 111 | 1- مفهوم الوكالة .....  |
| 111 | 2- تكلفة الوكالة للأموال الخاصة .....   |
| 111 | 3- تكلفة الوكالة للاستدانة .....  |
| 113 | <b>المطلب الثالث : الهيكل المالي و نظرية الخيارات</b> .....   |
| 113 | أولا : قياس تكلفة الإفلاس حسب نظرية الخيارات .....  |
| 114 | 1- الصيغة الرياضية لنموذج BS1976 .....  |
| 114 | 2- المحاكاة و قياس تكلفة الإفلاس .....  |
| 115 | ثانيا : قياس تكلفة الإفلاس حسب نظرية الخيارات في ظل وجود تكاليف للمعلومة .....                                  |
| 115 | 1- الصيغة الرياضية لنموذج BJ1976 .....  |
| 116 | 2- المحاكاة و قياس تكلفة الإفلاس .....  |
| 116 | ثالثا : نموذج Myers1977 .....   |
| 117 | 1- النموذج الرياضي النظري .....   |
| 118 | 2- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل .....  |
| 119 | <b>خلاصة الفصل</b> .....  |
| 120 | <b>الفصل الثالث : تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، المقاربات النظرية و النماذج الرياضية</b> .....    |
| 121 | تمهيد .....   |
| 122 | <b>المبحث الأول : ماهية سياسة توزيع الأرباح</b> .....   |
| 122 | <b>المطلب الأول : الأرباح الموزعة (مقسوم الأرباح)، المفهوم و الدراسات السابقة.</b> .....                        |
| 122 | مفاهيم حول التوزيعات .....  |
| 123 | <b>المطلب الثاني : علاقة التأثير و التأثير بين سياسة توزيع الأرباح و متغيرات المحيط الداخلي و الخارجي</b> ..... |
| 123 | أولا : تأثير متغيرات المحيط الداخلي و متغيرات المحيط الخارجي على سياسة توزيع الأرباح .....                      |
| 123 | 1- متغيرات ذات طبيعة قانونية .....  |
| 124 | 2- متغيرات ذات طبيعة تعاقدية .....  |
| 124 | 3- متغيرات ذات طبيعة اقتصادية .....   |
| 124 | 3-1 النمو .....   |
| 124 | 3-2 توافر السيولة النقدية .....   |
| 125 | 3-3 سقف الأرباح المحجوزة .....  |



|     |   |
|-----|---|
| 125 | 3-4 الهيكل المالي للمؤسسة .....   |
| 125 | 3-5 تكلفة الصفقات .....   |
| 125 | 3-6 درجة الرغبة في السيطرة و الرقابة على المؤسسة .....                                      |
| 126 | 3-7 مردودية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة .....                                    |
| 126 | 3-8 الضرائب الشخصية .....   |
| 126 | 3-9 الضرائب على أرباح الشركات .....   |
| 126 | 3-10 السياسات التي تنتهجها الشركات المماثلة .....   |
| 127 | 3-11 الوضعية الإستراتيجية للمؤسسة .....   |
| 129 | ثانيا : تأثير سياسة توزيع الأرباح على متغيرات المحيط الخارجي و متغيرات المحيط الداخلي ..... |
| 129 | 1- على سيولة الاقتصاد .....   |
| 129 | 2- على سعر الفائدة .....  |
| 129 | 3- على الاستثمار .....  |
| 129 | 4- على الاستهلاك .....  |
| 129 | 5- على صراع الوكالة .....   |
| 130 | 6- على المحتوى المعلوماتي .....   |
| 130 | 7- على الهيكل المالي .....  |
| 130 | 8- على معدل المردودية المطلوب .....   |
| 130 | 9- على قيمة المؤسسة .....   |
| 130 | <b>المطلب الثالث : بدائل و أشكال الأرباح الموزعة .....</b>                                  |
| 131 | أولا : بدائل التوزيعات النقدية .....  |
| 131 | 1- سياسة توزيع يحمل الأرباح (سياسة 100% توزيعات) .....                                      |
| 131 | 2- سياسة التوزيعات الباقية .....  |
| 131 | 3- سياسة عدم دفع توزيعات (سياسة 0% توزيعات) .....   |
| 132 | 4- سياسة التوزيعات المستقرة .....   |
| 132 | 4-1 استقرار توزيعات السهم الواحد DPA .....  |
| 132 | 4-2 استقرار نسبة الأرباح الموزعة .....  |
| 132 | 4-3 استقرار توزيعات السهم الواحد DPA مع دفع توزيعات إضافية .....                            |
| 134 | ثانيا : أشكال التوزيعات .....   |
| 134 | 1- الأسهم المجانية (أسهم منحة) .....  |
| 134 | 2- اشتقاق الأسهم .....  |
| 135 | 3- معكوس الاشتقاق .....   |

- 135 ..... 4-إعادة شراء الأسهم (أسهم خزينة) .....
- 139 المبحث الثاني : المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة
- 139 المطلب الأول : المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق.....
- 139 ..... أولًا : مقارنة MM 1961 .
- 140 ..... 1- الفرضيات .....
- 141 ..... 2- الإثبات الرياضي لحيداد سياسة التوزيعات حسب مقارنة MM 1969 .....
- 143 ..... ثانيا : مقارنة VAN HORNE 1989 .....
- 142 ..... 1- حالة التوزيعات المساوية للأرباح المحققة .....
- 143 ..... 2- حالة التوزيعات أكبر من النتائج المحققة .....
- 144 ..... ثالثًا : مقارنة GORDON 1962 .....
- 146 المطلب الثاني : المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد .....
- 146 ..... أولًا : مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية Home made dividend لكل من MM .....
- 148 ..... ثانيا : نظرية عصفور في اليد Bird -in The Hand Theory لـ Gordon and Lintner .....
- 149 المبحث الثالث : المقاربات النظرية المفسرة لأثر التوزيعات في ظل احتمال افتراضات السوق الكفاء .....
- 149 المطلب الأول : سياسة التوزيعات و نظرية المعلومة .....
- 150 ..... أولًا : الدور المعلوماتي للتوزيعات .....
- 151 ..... ثانيا : الإشارة بالاعتماد على التوزيعات و على الاستثمار .....
- 151 ..... 1- الإشارة بالاعتماد على التوزيعات .....
- 152 ..... 2- الإشارة بالاعتماد على الاستثمار .....
- 153 ..... ثالثًا : حدود نماذج الإشارة و نظرية عدم تماثل المعلومة .....
- 154 المطلب الثاني : التوزيعات و نظرية التمييز الضريبي .....
- 154 ..... أولًا : حالة وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات و الضريبة على فوائض القيم .....
- 155 ..... 1- مقارنة Farrar et Selwyn 1967 .....
- 155 ..... 2- مقارنة Brennan 1970 .....
- 156 ..... 3- مقارنة Sholes 1978 Miller et .....
- 156 ..... ثانيا : : حالة عدم وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات و الضريبة على فوائض .....
- 157 المطلب الثالث : تفسير سياسة التوزيعات و فق نظريات المنظمة (الوكالة، الصفقات) و نظرية أثر الزبون .....
- 157 ..... أولًا : تكلفة الصفقات و سياسة توزيع الأرباح .....
- 158 ..... ثانيا : نظرية تكلفة الوكالة و سياسة توزيع الأرباح .....
- 158 ..... ثالثًا : سياسة توزيع الأرباح و نظرية أثر الزبون ( Clientele effect theory ) .....

|     |  |
|-----|--|
| 159 | المطلب الرابع : بعض النماذج الرياضية المستخدمة لدراسة سياسة توزيع الأرباح و أثرها على القيمة |
| 159 | أولا : النموذج البياني   |
| 160 | ثانيا : نموذج MEDAFD/CAMPD   |
| 161 | ثالثا : نموذج Lintner 1956   |
| 161 | رابعا : نموذج Merton et March 1987   |
| 163 | 1- نموذج Merton  |
| 163 | 2- نموذج Merton et March 1987  |
| 166 | خلاصة الفصل  |
| 167 | <b>الفصل الرابع : الدراسة التطبيقية</b>  |
| 168 | تمهيد  |
| 169 | المبحث الأول : التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية   |
| 169 | المطلب الأول : الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية                                   |
| 169 | أولا : المهام  |
| 169 | ثانيا : الأهداف  |
| 169 | ثالثا : الهيكل التنظيمي  |
| 171 | رابعا : إدارة السوق  |
| 171 | 1- لجنة السوق  |
| 171 | 1-1 الأعضاء  |
| 172 | 2-1 مهام لجنة سوق الكويت للأوراق المالية   |
| 173 | 2- مدير السوق  |
| 173 | 3- الأجهزة الفنية  |
| 173 | 3-1 جهاز متابعة الأسعار  |
| 173 | 3-2 جهاز مراقبة البيع بالآجل   |
| 175 | 3-3 جهاز جمع و تحليل و نشر المعلومات   |
| 173 | 3-4 جهاز التحقيقات   |
| 174 | خامسا : عضوية السوق  |
| 175 | 1- الشركات   |
| 175 | 2- الوسطاء   |
| 175 | 3- جهاز مراقبة البيع بالآجل  |

|     |   |
|-----|---|
| 175 | سادسا : قيد و قبول الأوراق المالية و تداولها                      |
| 175 | 1- قيد وقبول الأوراق المالية                                      |
| 175 | 2- تداول الأوراق المالية  |
| 176 | سابعا : القوائم المالية للسوق                                     |
| 177 | <b>المطلب الثاني : الواقع العملي لسوق الكويت للأوراق المالية.</b> |
| 177 | أولا : إجراءات التداول  |
| 177 | ثانيا : الأسواق التي يتم فيها التداول                             |
| 177 | 1- السوق النقدي   |
| 178 | 2- السوق الآجل  |
| 178 | 3- البيوع المستقبلية  |
| 178 | 4- التراسل الإلكتروني   |
| 178 | 5- سوق الأسهم   |
| 178 | 5-1 السوق الرسمي  |
| 178 | 5-2 السوق الموازي   |
| 178 | 5-3 سوق الكسور  |
| 178 | 5-4 أسواق المبادلات   |
| 178 | 6- قاعة تداول السيدات   |
| 178 | أولا : نقل الملكية  |
| 178 | ثانيا : التسوية والتقاص   |
| 180 | ثالثا : أدوات الاستثمار المتداولة                                 |
| 180 | رابعا : تكاليف الصفقات (رسوم التداول)                             |
| 181 | خامسا : مؤشر السوق  |
| 182 | سادسا : علاقة السوق مع الأسواق المالية الأخرى                     |
| 182 | سابعا : وسائل بث معلومات التداول                                  |
| 183 | <b>المطلب الثالث : تطور و أداء سوق الكويت للأوراق المالية</b>     |
| 183 | أولا : الأداء   |
| 183 | 1- المؤشر   |
| 185 | 2- الشركات المدرجة بسوق الكويت                                    |
| 186 | 3- الأسهم المتداولة   |
| 186 | 3-1 القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الرسمة البورصية)             |

|     |   |
|-----|---|
| 187 | ..... 2-3 متوسط التداول اليومي  |
| 187 | ..... 3-3 معدل دوران السهم  |
| 187 | ..... 4-3 عدد الأسهم المتداولة  |
| 189 | ..... ثانيا : تطورات ذات صلة بأداء السوق  |
| 189 | ..... 1- الناتج المحلي الإجمالي   |
| 189 | ..... 2- التضخم و العرض النقدي  |
| 189 | ..... 3- الإيرادات و النفقات العامة   |
| 190 | ..... 4- الميزان التجاري  |
| 190 | ..... 5- المخصصة  |
| 190 | ..... 6- سعر الصرف  |
| 191 | ..... 7- إجراءات و إصلاحات على السوق المالي   |
| 191 | ..... <b>المبحث الثاني : دراسة كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف</b>                  |
| 191 | ..... <b>المطلب الأول : عرض لبعض الاختبارات المعتمدة لدراسة الإستقرارية و السير العشوائي</b>      |
| 191 | ..... أولا : اختبار Dickey et Fuller(1979) DF (الجزر الحدودي)                                     |
| 192 | ..... ثانيا : اختبار Dickey Fuller Augments (1981) ADF  |
| 193 | ..... ثالثا : اختبار (Phillips et Perron 1988 PP)   |
| 194 | ..... رابعا : اختبار KPSS(1992)   |
| 194 | ..... <b>المطلب الثاني : اختبار استقرارية مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2008/05/29-2001/06/18</b> |
| 194 | ..... أولا : عرض تطور مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2008/05/29-2001/06/18                         |
| 195 | ..... ثانيا : دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة المدروسة  |
| 196 | ..... ثالثا : اختبار DF(1979)   |
| 198 | ..... رابعا : اختبار ADF (1981)   |
| 198 | ..... خامسا : اختبار PP(1988)   |
| 198 | ..... سادسا : اختبار KPSS(1992)   |
| 201 | ..... <b>المبحث الثالث : دراسة حالة</b>   |
| 201 | ..... <b>المطلب الأول : الإطار العام لدراسة الحالة</b>  |
| 201 | ..... أولا : عينة الدراسة   |
| 201 | ..... ثانيا : حدود الدراسة  |
| 202 | ..... ثالثا : تصميم دراسة الحالة  |
| 202 | ..... 1- متغيرات الدراسة  |

|     |  |
|-----|--|
| 202 | ..... المتغيرات الرئيسية 1-1   |
| 202 | ..... المتغير التابع (الخارجي) 1-1-1   |
| 202 | ..... المتغيرات المستقلة 2-1-1   |
| 203 | ..... المتغيرات الثانوية 2-1   |
| 203 | ..... 2- الأسلوب الإحصائي المعتمد  |
| 203 | ..... 3- فرضيات دراسة الحالة   |
| 204 | ..... <b>المطلب الثاني : النماذج و معاملها المقدرة</b>   |
| 205 | ..... أولاً : تحليل الارتباط   |
| 206 | ..... ثانيا : تحليل نماذج الانحدار   |
| 206 | ..... 1- تحليل الانحدار الخاص بالمتغيرات الرئيسية (قيمة المؤسسة، الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح) و اختبار الفرضيات               |
| 208 | ..... 1-1 اختبار وجود ارتباط بين بواقي النموذج   |
| 208 | ..... 2-1 اختبار تجانس التباين   |
| 208 | ..... 1-2-1 اختبار WHITE 1980  |
| 209 | ..... 2-2-1 اختبار ARCH-LM   |
| 210 | ..... 3-1 اختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً   |
| 214 | ..... 2- تحليل الانحدار الخاص بالمتغيرات الثانوية (حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية)                           |
| 214 | ..... 1-2 تحليل الارتباط   |
| 215 | ..... 2-2 تحليل الانحدار   |
| 215 | ..... 1-2-2 دراسة علاقة التأثير و التأثير بين المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة، المخاطر النظامية) فيما بينها           |
| 215 | ..... 2-2-2 دراسة علاقة التأثير و التأثير بين المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة، المخاطر النظامية) و المتغيرات الرئيسية |
| 216 | ..... 1-2-2-2 دراسة علاقة تأثير المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة، بيتا) على قيمة المؤسسة                               |
| 217 | ..... 2-2-2-2 دراسة علاقة تأثير المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة،) على الهيكل المالي                                   |
| 218 | ..... 3-2-2-2 دراسة علاقة تأثير المتغيرات الثانوية (الحجم، المردوديات، السيولة،) على سياسة توزيع الأرباح                             |
| 219 | ..... توزيع الأرباح  |
| 221 | ..... <b>المطلب الثالث : تحليل نتائج الدراسة</b>   |
| 224 | ..... خلاصة الفصل  |
| 226 | ..... الخاتمة  |

|     |   |
|-----|---|
| 228 | ..... قائمة المصادر و المراجع   |
| 237 | ..... الملاحق   |
| 238 | ..... الملحق 01 : طبيعة تأثير محددات الخيار على قيمته   |
| 239 | ..... الملحق 02 : معدل الضرائب على الأرباح وعلى القيمة المضافة في بعض دول في العالم و في الكويت |
| 241 | ..... الملحق 03 : مثال عن كيفية حساب تكلفة رأس المال في الدول النامية حسب نموذج F. Bancel       |
| 242 | ..... الملحق 04 : توزيعات الأرباح و إعادة الشراء للشركات المكونة لمؤشر CAC40                    |
| 243 | ..... الملحق 05 : معلومات عن عينة المؤسسات المعتمدة في الدراسة                                  |
| 248 | ..... الملحق 06 : نموذج لبطاقة المعلومات عن الشركات محل الدراسة و المعدة من قبل لجنة البورصة    |
| 249 | ..... الملحق 07 : مؤشرات بورصية للأسواق المالية العربية خلال 2007-2008                          |
| 251 | ..... الملحق 08 : أثر الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم و حجم التداول لبعض المؤسسات المدرسة    |
| 252 | ..... الملحق 09 : نتائج اختبار وايت التقاطعي لبواقي النموذج الكلي                               |
| 253 | ..... الملحق 10 : جدول قانون التوزيع الطبيعي المركز المختصر                                     |
| 254 | ..... الملحق 11 : جدول قانون توزيع كاي تريبع  |
| 255 | ..... الملحق 12 : جدول دارين واتسون   |
| 256 | ..... الملحق 13 : جداول ديكي فلر  |
| 257 | ..... الملحق 14 : قوانين إعادة الشراء في فرنسا، بريطانيا، ألمانيا، أمريكا                       |
| 261 | ..... الفهرس  |

## مستخلص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي و قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، حيث شملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2006/01/01-2008/06/01، موزعة على أربعة قطاعات العقاري، الصناعي، الخدمي، و الغذائي، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط. قبل الشروع في بناء النموذج و اختبار فرضياته تم اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف بالاعتماد على اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية و المعبر عنها بمؤشر السوق (سعر إقفال) خلال الفترة 18/06/2001-29/05/2008 و المتمثلة في **KPSS(1992), PP(1988), ADF(1981), DF(1979), AC**.

خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقا كفتا عند المستوى الضعيف، و إلى أن متغير الهيكل المالي و متغير سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، و لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، و هما ليس لوحدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية و هي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية و المعبر عنها بـ **beta**.

الكلمات المفتاح : قيمة المؤسسة ، طرق التقييم، تكلفة الأموال، سياسة توزيع الأرباح، الانحدار الخطي، كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف، سوق الكويت للأوراق، ، استقرارية السلاسل الزمنية.

## Abstract

L'objet de cette étude est la mesure de l'influence de la structure financière et de la politique des dividendes sur la valeur de l'entreprise cotée en bourse. Afin de tester notre hypothèse, nous avons choisi 60 entreprises cotées à la bourse du Kuwait, entre la période 1/1/2006 et 1/6/2008, sur quatre secteurs; secteur foncière, d'industriel, des services et alimentaire. Dans cette étude, nous utilisons les modèles de régression simple et multiple. Premièrement, nous testons l'efficacité du marché boursier au sens faible en utilisant les tests de stationnarité des séries temporelles (DF(1979), ADF(1981), PP(1988) KPSS(1996) sur l'indice boursier (prix de clôture) entre la période 18/06/2001 et 29/05/2008.

Nos résultats montrent que la bourse de Kuwait est un marché efficace au sens faible, et la structure financière et la politique des dividendes ont une influence importante sur la valeur de l'entreprise (R-square plus 51%). La décision financière (le choix de la structure financière et de la politique des dividendes) n'est pas unique mais il y a d'autres facteurs qui ont un impact direct sur la valeur de l'entreprise comme la taille de l'entreprise, les rentabilités, le volume de la liquidité, et les risques systématiques (bêta).

Les mots clés : la valeur de l'entreprise, les méthodes d'évaluation, la structure financière, le coût du capital, la politique des dividendes, les modèles de régression, l'efficacité du marché boursier en sens faible, stationnarité des séries temporelles