

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية
المسار: علوم مالية و محاسبية
التخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالب : عبد الحق قنون

بعنوان

دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة
البورصية للمؤسسات الاقتصادية

" دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال
الفترة 2011-2012 "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2013/06/24

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/محمد البشير غوالي (أستاذ محاضر -ب- جامعة قاصدي مرباح) رئيسا
الدكتور/ عبد الغني دادن (أستاذ محاضر - أ - جامعة قاصدي مرباح) مشرفا
الدكتور/الياس بن ساسي (أستاذ محاضر - أ - جامعة قاصدي مرباح) مناقشا

السنة الجامعية 2012/2013

قال الله تعالى:

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا

عَلَّمْتَنَا ^{صَلَّى} إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ¹ ﴿

صدق الله العظيم

¹- الآية 31 من سورة البقرة.

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيته ونجاحي بإذن الله الكريم:

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله تعالى ورزقنا رضاهم، و أدعو الله أن يغفر لهما
و يرحمهما كما ربياني صغيرا.

... و إلى روح الأم الثانية و المربية " خلفاوي " رحمها الله و أسكنها الفردوس الأعلى .

... كما أهديتها كذلك إلى إخوتي و أخواتي حمّاهم الله وبارك فيهم، أدعو الله أن يُيسر
لهم طريق العلم .

... إلى كل أفراد عائلة " قنون " ، " بوعيش " و " كادي " حفظهم الله و رعاهم.

... إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد، و الذين هم في القلب و لا تسعهم هذه
الورقة، فأسال الله أن يجزيهم خير الجزاء و أن يفتح لهم طريق الخير و البركة.

... و إلى كل طالبي و سالكي طريق علم، أسال الله أن يفتح لهم أبواب العلم و الرحمة.

عبد الحق

التشكرات

قال الله تعالى: ﴿ وَسَيَجْزِي اللَّهُ الشَّاكِرِينَ ﴾²

إن الحمد لله نحمده ونستعينه و نستغفره، ونشكره على كل نعمة أنعمها علينا ، ونحمده لتوفيقنا لإتمام هذا العمل.

أما بعد فلا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بكل الاحترام و التقدير و جزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف "عبد الغني دادن" على إشرافه على هذا العمل و ما قدمه لي من توجيه و نصح و إرشاد طيلة فترة الدراسة.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من :

" الدكتور/ عبد الوهاب دادن؛ الدكتور/ محمد شيخي؛ الأستاذ/ سعيد هتهات؛ العم/ قنون عمر " فلهم خالص الشكر و الامتنان على العون الممدود في سبيل إنجاز هذا العمل.
كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي، من الابتدائي إلى الجامعي، أدعو الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا و الآخرة.

كذلك أوجه الشكر إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل.

عبد الحق

²- سورة آل عمران، الآية 144

مستخلص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -قيمة المؤسسة- ، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات.

و خلُصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 ، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

الكلمات المفتاحية:

قيمة المؤسسة، سياسة توزيع الأرباح، بورصة قطر، توزيعات نقدية، توزيعات مجانية، أرباح محتجزة.

Abstract

This present study aimed at contrasting and measuring the impact of dividend policy on market value of economic companies, through estimating a model that explain the effect of this policy on the overall changes of the market's price of this shares « the enterpris value ». To tackle the present study, we needed sample of 25 enterpris listed in Qatar stock Exchange set in several sectors whith the exception of the financial sector within the period lasting between 2011-2012. as well as We tried to shed light on the most common forms of dividend policy influence on the market value of the company through the use of the multiple and simple linear regression for the making of the tests.

The present study's conclusion shows a statistically significant relationship between dividend policy and the company's value at a significance level of 5%. its show also that the cash dividend considered as one of the most common forms having impact on the company's market value.

Keywords:

Value of Company ; Dividend Policy ; Qatar Stock Exchange ; Cash Dividend ; Stock Dividend ; Reating Earning.

قائمة المحتويات

الإهداء.....	IV
التشكرات.....	V
مستخلص الدراسة.....	VI
قائمة المحتويات.....	IIV
قائمة الجداول.....	IIIV
قائمة الأشكال البيانية.....	IX
قائمة الملاحق.....	X
قائمة المصطلحات.....	X
المقدمة.....	ب

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة

تمهيد.....	02
1.I. سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة.....	03
2.I. الدراسات السابقة.....	11
خلاصة الفصل.....	16

الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

تمهيد.....	18
1.II. تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة مدخل.....	19
2.II. تقديم و تفسير نتائج الدراسة.....	27
خلاصة الفصل.....	40
الخاتمة.....	42
الملاحق.....	45
قائمة المراجع.....	53

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
36	عينة الدراسة	الجدول رقم 1.II
42	نتائج مصفوفة الارتباط	الجدول رقم 2.II
43	انحدار قيمة المؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح	الجدول رقم 3.II
48	تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة	الجدول رقم 4.II
49	تأثير التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة	جدول رقم 5.II
50	تأثير الأرباح المحتجزة على قيمة المؤسسة	جدول رقم 6.II

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
34	تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر	الشكل البياني رقم 1. II
36	تطور القيمة السوقية لبورصة الدوحة 2011-2012	الرسم البياني رقم 2. II
39	التوزيعات النقدية لسنتي 2011 و 2012	الشكل البياني رقم 3. II
40	التوزيعات المجانية لسنتي 2011 - 2012	الشكل البياني رقم 4. II
47	مقارنة السلسلة الأصلية و المقدرة لقيمة المؤسسة.	الشكل البياني رقم 5. II

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
59	الشركات المدرجة في بوصة قطر	الملحق رقم (01)
61	معلومات أساسية حول المؤسسات عينة الدراسة	الملحق رقم (02)
62	القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسات عينة الدراسة	الملحق رقم (03)
63	Table de distribution de loi F de FISHER-SNEDECOR	الملحق رقم (04)
64	Table de (d1) et (d2) de DURBIN & WATSON	الملحق رقم (05)
65	Table de distribution de la loi T de student	الملحق رقم (06)

قائمة المصطلحات

نصيب سهم من التوزيعات	Dividende Par Action	DPA
التوزيعات المجانية (أسهم المنحة)	Distribution D'actions Gratuites	DG
أرباح محتجزة	Bénéfices Non Répartis	BNR
موديغلياني وميلر	Modigliani & Miller	M&M

المقدمة

أولاً. إشكالية البحث

تؤدي الأسواق المالية دوراً محورياً وهاماً، فهي تمثل نقطة الاتصال بين المستثمرين والشركات من خلال جمع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تُساهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، كما تؤدي الأسواق المالية كذلك دوراً هاماً في الحياة المالية للمؤسسة، إذ تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال يُعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس المال و معيار هام تُتخذ من خلاله القيمة السوقية، كما يُعتبر مصدراً هاماً للمعلومات و المؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسات.

وفي ظل التطور الذي شهدته الساحة الاقتصادية والمالية، تطور معها مفهوم القيمة التي أثار جدلاً واسعاً من خلال انتقاله من المفهوم الكلاسيكي إلى المفهوم الحديث مع ظهور النظرية المالية، فقد كان الهدف الأساسي للمؤسسة في الفكر الاقتصادي هو تعظيم الأرباح و الذي وُجهت إليه انتقادات عدة لكونه هدف غير استراتيجي وكذلك لعدة اعتبارات أخرى، ومع ظهور النظرية المالية التي أخذت تلك الانتقادات بعين الاعتبار تحول الهدف الأساسي و الجوهرى للمؤسسة إلى تعظيم قيمة المؤسسة وهذا من خلال إدخال حالة عدم التأكد في الدراسات والنماذج المستعملة.

و قد سعى الباحثون الماليون منذ ظهور النظرية المالية إلى البحث في العلاقة بين القرارات المالية و قيمة المؤسسة و البحث عن كيفية تعظيمها، وهذا من أجل اختبار النظريات المالية في أرض الواقع ومدى صلاحية هذه النظريات والاعتماد عليها، وقد أثبتت النظرية المالية عن وجود تأثير لقرار التمويلي و الاستثماري على قيمة المؤسسة، يبقى أن القرار الأخير الذي يعتبر واحداً من أهم القرارات المالية بعد قرار الاستثمار و التمويل ألا وهو قرار توزيع الأرباح و الذي أثار جدلاً بين الباحثين والمنظرين و ذلك لاختلاف مستويات الأسواق المالية والتطور الذي تواكبه وكذلك حجم المؤسسات و قيمتها، و يترتب على هذه السياسة التأثير على الخطط الاستثمارية و التمويلية للمؤسسة في حد ذاتها.

و تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير إلى النسبة التي سيتم توزيعها من الأرباح المحققة والنسبة الواجب احتجازها، حيث تقوم هذه السياسة بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية المؤسسة و أدائها، و التي

يمكن إدراجها في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة، إضافة إلى هذا و ما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القرارات المالية الأخرى للمؤسسة يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة لدى مالكي المؤسسة بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين و المحللين الماليين.

وتعتبر بورصة قطر من أهم البورصات العربية في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصية و حجم تداول مرتفع، إضافة إلى التطور الملاحظ في شأنها، حيث تولي مؤسسات المدرجة فيها أهمية بالغة لسياسة توزيع الأرباح خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية إلا أنها لم تحظ بدراسات مهمة في هذا الشأن.

و في ظل ما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر العوائد الممكنة و ما تسعى إليه المؤسسات في ظل النظرية الحديثة و هو تعظيم قيمة المؤسسة و ذلك بتعظيم القيمة السوقية لأسهمها يكمن مشكل اتخاذ قرار توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسة من عدمه والذي سيؤثر على القرارات المالية الأخرى و من ثم على قيمة المؤسسة، و من خلاله تتجلى معالم إشكالية هذه الدراسة والتي يمكن صياغتها في السؤال المحوري التالي:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية في سوق

قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011-2012 ؟

و للتحكم أكثر في صلب الموضوع ارتأينا إلى تقسيم الإشكالية العامة إلى مجموعة من التساؤلات فرعية كما يلي :

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية و القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأرباح المحتجزة و القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟
- وما مدى صلاحية نظرية الفائض في سوق قطر للأوراق المالية؟
- في ظل الجدل الواقع بين " نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لنتنر ، و نظرية عدم ملاءمة التوزيعات لـ M&M " ، أي من هاتين النظريتين التي يمكن اعتبارها صالحة في سوق قطر للأوراق المالية؟
- أي من هذه المتغيرات المذكورة سابقا الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية؟.

ثانيا. فرضيات البحث

ولإجابة على هذه الأسئلة تم وضع الفرضيات التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة البورصية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية والقيمة البورصية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأرباح المحتجزة والقيمة البورصية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- تعتبر نظرية ملائمة التوزيعات لقوردن و لينتنر الأكثر صلاحية في سوق قطر للأوراق المالية؛
- يعتبر احتجاز الأرباح الأكثر تفسيراً للقيمة البورصية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛

ثالثا. مبررات اختيار الموضوع

تعددت مبررات اختيار هذا الموضوع والتي يمكن سردها في النقاط التالية:

- محاولة دراسة هذا الموضوع في بورصة قطر للخروج بنتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة؛
- محاولة اختبار بعض النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي؛
- احتلال بورصة قطر المركز الأول في الشرق الأوسط من حيث الأداء للمرة الثانية على التوالي في سنة 2012؛
- رغبة الباحث في التعرض للجانب المالي و ذلك راجع للتخصص بالدرجة الأولى.

رابعا. أهمية الموضوع

تكمن أهمية الموضوع من خلال ارتباطه بالهدف الحديث للمؤسسات الاقتصادية و الذي جاءت به النظرية المالية الحديثة ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، أيضا اعتبار سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية التي تهم المستثمر من خلال إعطائه إشارات تبين له الطريق الصحيح للاستثمار حسب نظرية الإشارة ، كذلك تطور بورصة قطر و التي تسعى لجلب مستثمرين كبار و السعي للوصول للمستويات الكبرى لمجاهمة البورصات العالمية المتطورة؛ و من جانب آخر تكمن أهمية هذا البحث من خلال توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول أبحاث أداء البورصات و المؤسسات و معايير تقييمها و العوامل المؤثرة عليها.

خامسا. أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى الإجابة عن التساؤلات الواردة في إشكالية البحث من خلال :

- الوقوف على القدرة التفسيرية لأحد القرارات المالية وهو قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛
- الوقوف على الشكل التوزيعات الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة؛
- محاولة الوصول إلى نموذج يفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة قطر؛
- محاولة اختبار النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، هذا للجدل القائم بين المنظرين.

سادسا. حدود الدراسة

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي، أما الحدود الزمنية ستكون في الفترة الممتدة بين 2011-2012 و التي تعتبر كافية لاختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية العامة.

سابعا. منهجية الدراسة

ستعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى مفاهيم لقيمة المؤسسات وكذلك لسياسة توزيع الأرباح و النظريات المفسرة لها، وفي الجانب التطبيقي سيتم إتباع منهج التحريبي لاختبار العلاقات و تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية و هذا اعتماداً على احد الأساليب الإحصائية و الذي سيساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا و هو الانحدار الخطي المتعدد و البسيط وفقا لطريقة المربعات الصغرى، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 7.0.

ثامنا. هيكل الدراسة

يهدف إنجاز هذا البحث و التوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية أصيلة ، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة للدراسة و توصيات للأبحاث الأخرى ، وتمثل فصول الدراسة في:

الفصل الأول: سنقوم في هذا الفصل بتقسيمه إلى جزئين من خلال تسليط الضوء بشكل مختصر على الأسس النظرية لقيمة المؤسسة و سياسة توزيع الأرباح مرورا بالنظريات المفسرة لهذه السياسة و ذلك في الجزء الأول، أما الجزء الثاني سنتطرق فيه إلى أهم الأعمال والبحوث التي تصب في صلب موضوعنا قيد الدراسة و التي تم الاطلاع عليها و المختارة من أحسن الأبحاث التي سنعتمدها كدراسات سابقة.

الفصل الثاني: و الذي يعتبر فصل الدراسة التطبيقية، و لذا سنحاول من خلاله الكشف عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة من خلال اختبار فرضيات الدراسة باستخدام طريقة الانحدار الخطي المتعدد، إضافة إلى استعمال الانحدار الخطي البسيط للكشف عن أي شكل من أشكال توزيعات الأرباح الأكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة.

الفصل الأول:

سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها

بقيمة المؤسسة

تمهيد:

مند ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على المستوى الاقتصادي و المالي ، فقد كان من الأهداف الأساسية للنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات و الأسواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية (الاستثمار – التمويل – توزيع الأرباح) و التي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على قيمة المؤسسة و تحقيق الأهداف المرجوة و المسطرة من طرف المؤسسة .

و تتضمن سياسة توزيع الأرباح اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل المؤسسة و تعتبر هذه السياسة من الأهمية بما كان لأنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين و على العديد من المجالات المالية مثل الهيكل المالي، تدفق الأموال و السيولة ، ومعدل النمو و تكلفة الأموال.

ونظرا للجدل القائم حول هذه السياسة و تأثيرها على قيمة المؤسسة سنحاول في هذا الفصل إلقاء نظرة على المحتوى النظري للسياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، ومن ثم إعطاء بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع و التي تم المطالعة عليها و اعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا.

1.I: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة

1.1.I: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

لا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محل اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين والخبراء المحاسبين كون أن أغلب القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة، و يكاد يكون مصطلح القيمة يجاور مصطلح المؤسسة في اغلب الأبحاث المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان و مقترنان ببعضهما البعض، دلالة على أهمية الأول و اقترانه بالثاني، وربما أيضا دلالة على أهمية الثاني و اقترانه بالأول³.

1. مفهوم القيمة المؤسسة: ربط الفكر المالي مفهوم القيمة بمفهوم المؤسسة من خلال محاولة التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة، وفي ظل وجود نظرية مالية أو فكر مالي باعتباره مجالا واسعا و أكاديميا منفصلا عن الاقتصاد، برز و تطور عبر مراحل تعكس تطور البحث في هذا المجال و الذي يمتد من بداية القرن العشرين إلى غاية الخمسينيات من نفس الفترة⁴.

و يرجع الفضل في ظهور القيمة في الفكر المالي إلى J.B.WILIAMS في 1938 حيث بين أن قيمة أي أصل تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل ومن هذا المنطلق ارتبط مفهوم القيمة بالمؤسسة التي تمثل إطارا لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم و القياس و تطور مع ظهور النظرية المالية الحديثة بظهور نظرية قيمة المؤسسة كما هي عليه الآن و بالتحديد مع دراسات M&M في 1958.

وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة في " ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد و إمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم و ذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط"⁵.

³ - عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/04، ص43.

للمزيد من الاطلاع على تطور مفهوم القيمة انظر:

⁴ - هوارى سويسى، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير "غير منشورة"، جامعة الجزائر، 2008، ص

17-27.

⁵ - المرجع السابق، ص 37.

2. مفهوم التقييم: تعرف عملية التقييم بأنها: ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع.⁶

3. طرق التقييم: إن تقييم الأوراق المالية يعني إيجاد القيمة الحقيقية للاستثمار بواسطة الأوراق المالية و لأن القرار الاستثماري يتخذ حاضرا فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية و تنطلق نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية و التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حياة هذا الأصل.

وباعتبار أن السهم صك ملكية لذلك فإن تحديد قيمته لا تنفصل عن قيمة الأصل أو الشركة التي ينتمي إليها فسنحاول تناول بعض نماذج تقييم الأسهم العادية و الممتازة كلا على حدا.

أولا/ تقييم الاسهم العادية: إن تقييم الأسهم العادية ليس بالمهمة السهلة، حيث يحتاج في واقع الأمر إلى تقييم شامل لأوضاع الشركة المصدرة. لذا يتم تقييم الأسهم العادية من اجل تحديد القيمة الحقيقية له على ضوء المعطيات الموضوعية المتوفرة عن الشركة. وفيما يلي يتم استعراض بعض النماذج حول تقييم السهم العادي.

1- نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم: يفترض نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم أن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لكل توزيعات أرباح الأسهم المستقبلية على النحو التالي:

$$V_0 = \frac{D1}{(1+k)^1} + \frac{D2}{(1+k)^2} + \frac{D3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D\infty}{(1+k)^\infty}$$

حيث :

V_0 = قيمة السهم العادي؛

D_t = توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن t؛

K = معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

⁶ - طارق عبد العال حماد ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2008 ، ص 11.

وبالتالي نستطيع أن نستخلص من خلال المعادلة الأخيرة بأن هذا النموذج عام ويصلح للتطبيق أيا كان نمط تغير التغيرات لسهم معين، وهذا من فترة زمنية لأخرى، وبالتالي نجد أن لنموذج ثلاث أشكال وهي كالتالي⁷:

النموذج	نموذج لانمو	ذو نمو الثابت في التوزيعات	ذو نمو متغير في التوزيعات
طريقة الحساب			$V_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{K-g} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^t \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^t \left[\frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2} \right]$
مبدأ النموذج	يقوم هذا النموذج على افتراض ثبات التوزيعات عبر السنوات و أن التوزيعات تخصم بمعدل K.	يقوم على افتراض ان التوزيعات تنمو بمعدل ثابت لكن بمعدل اقل من العائد المطلوب.	يقوم على ان معدلات النمو المستقبلية للتوزيعات قد تتغير صعودا أو نزولا. نلاحظ من خلال هذه المعادلة أن الجزء الأول من المعادلة هو عبارة عن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال مرحلة النمو الأولى، أما الجزء الثاني فهو عبارة عن القيمة الحالية للأبدية معدلة بالوقت.

2- نموذج مضاعف السعر (PER): يفضل العديد من المستثمرين تقدير قيمة الأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية ويمكن أن تحسب مضاعف الأرباح السائدة والتي يشار إليها أيضا باسم نسبة السعر إلى الربح (P/E) على النحو التالي:

$$\text{مضاعف الإيرادات} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{الربح الصافي للسهم}}$$

يشير هذا الاحتساب لمضاعف الأرباح الجاري إلى اتجاه المستثمرين السائد نحو قيمة سهم ما. ويجب أن يقرر السائدة. كما يشير أيضا إلى عدد السنوات اللازمة لاسترجاع P/E المستثمرون ما إذا كانوا متفقيين مع نسبة قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع الحصول عليها، كما أن حساب مضاعف الربحية استخدام الربح الصافي للسهم لفترة ماضية غير مقبول عند المحللين كون أن المستثمر يشتري السهم على أساس الأرباح المستقبلية له.

⁷ - للمزيد من التفصيل انظر:

- فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الثالثة، 2010 ، ص193 .
- أرشد فواد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2010، ص194 .
- محمد صالح الحناوي ومثال فريد مصطفى وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، طبعة 2007، ص111.

ثانيا/ تقييم الاسهم الممتازة: يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع مراعاة أن توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير كذلك احتفاظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جدا.
ويمكن إيجاد القيمة الحالية للسهم الممتاز من خلال المعادلة التالية⁸:

وتشير هذه المعادلة إلى أن القيمة الحالية للسهم الممتاز هي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح على السهم الممتاز لفترة غير محدودة.

2.1.1.I. تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة

يعتقد البعض أن تعظيم الربح هو الهدف الأساسي للمؤسسة، بينما يعتقد البعض الآخر أن تعظيم القيمة هو الهدف الأساسي وهذا من خلال عدة اعتبارات، حيث يرى الاقتصاديون تعظيم الربحية كهدف لتقييم الأداء التشغيلي للمؤسسة لأن تعظيم الربحية يعبر في رأيهم عن مدى الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة، لهذا قالوا بأن جميع القرارات داخل المؤسسة يجب أن توجه نحو تحقيق أقصى ربح ممكن، من خلال العمل على زيادة إنتاجية المصادر المتاحة للاستثمار إلى أقصى حد ممكن.

أما المليون فلم يقبلوا بفكرة تعظيم الربح التي تحدث عنها الاقتصاديون كهدف لتقييم أداء المؤسسة لانطواء هذا المفهوم على عيوب منها : عدم أخذه مخاطر الاستثمار بعين الاعتبار، ولتجاهله للقيمة الزمنية للنقود، بالإضافة إلى الغموض في طريقة احتسابه، وقد تقدموا بفكرة تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة لقياس أدائها كبديل لتعظيم الربحية لأن قيمة المؤسسة تزداد كلما تمكنت من تحقيق نتائج آنية، بل يجب أن تسعى إلى تحقيق نتائج في المستقبل من خلال دراسة المردودية المستقبلية، وتحديد الجدوى من المشاريع الاستثمارية في المستقبل ومن ثم يمكن توقع حجم الثروة من خلال النتائج المحققة في الماضي والحاضر، ومن خلال ما يعرف بالقيمة الحالية للمؤسسة⁹، هذا الهدف يعتبر إستراتيجية مثلى بالمقارنة بتعظيم الربح لأنه يأخذ بعين الاعتبار الانتقادات الموجهة للفكر الاقتصادي.

⁸ - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر .والتوزيع، القاهرة، طبعة2006

⁹ - يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي " الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011،ص59.

2.1.I. سياسة توزيع الأرباح

1.2.1.I. مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قبل الخوض في تعريف سياسة توزيع الأرباح ووجب التطرق إلى مفهوم توزيعات الأرباح و التي تعرف على أنها: جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة¹⁰.

ومن خلال ما سبق تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها: " مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتشمل سياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم"¹¹.

2.2.1.I. أشكال سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فانه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين ، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح و الثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة ، وهناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هي : التوزيعات النقدية و التوزيعات في شكل أسهم.

1. التوزيعات النقدية: ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى ثلاثة أنواع¹²:

- ✓ سياسة نسبة التوزيعات الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة؛
- ✓ سياسة توزيع الأرباح منتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية؛

¹⁰- علي بن الضب، 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 2008 – 2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122

¹¹- زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر-، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010، ص85.

¹²- فايز سليم حداد ، الدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص313-314.

✓ سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة.

2. التوزيعات في شكل أسهم: وينقسم هذا النوع بدوره إلى نوعين:

- التوزيعات على شكل أسهم مجانية Stock Dividens: يقصد بها إعطاء المستمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية ، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة¹³، ويكون هذا النوع من التوزيعات الشكل الآخر لإعادة الرسملة أو الهيكلة « RECAPITALIZATION ».
- إعادة شراء الأسهم العادية Repurchase Of Common Stock: قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق¹⁴، و يعتبر الحافز من هذه العملية الحصول على الأسهم للدمج أو امتلاك شركات أخرى و من جهة أخرى لتفادي سيطرة أو استيلاء شركات أخرى على الشركة.

3.2.1.I. محددات سياسة توزيع الأرباح

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمواليا، ولماذا ؟ فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار، ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.

1. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري: تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف

¹³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 722.

¹⁴ - للمزيد من التفصيل أنظر:

- فايز سليم حداد، نفس المرجع، ص320.

- عبد الغفار حنفي، نفس المرجع السابق، ص204.

قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة¹⁵.

2. سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي: قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بمهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن، إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:
توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للاستثمار.

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلاً للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع¹⁶.

¹⁵ - زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 85.

¹⁶ - نفس المرجع.

3.1.I. النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

1.3.1.I. نظرية الفائض: من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف

بالأرباح المتحققة هي نظرية المتبقي (نظرية الفائض) THE RESIDUAL THEORY OF DIVIDENS ومضمون هذه النظرية أن عموم المساهمين في شركات الأعمال و طالما يسعون إلى تعظيم ثروتهم ، فهم لا يمانعون من قيام الشركة من احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة إذا ما كانت أمامها فرص استثمارية جديد ومرجحة بشرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة في الشركة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين فيما لو تمت عملية استثمار الأرباح الموزعة عليهم في مجال استثماري آخر خارج الشركة و لكن بتساوي المخاطر¹⁷.

2.3.1.I. نظرية عدم ملائمة التوزيعات: وضعت هذه النظرية من طرف رائدي علم المالية M&M و تُنص

هذه النظرية على أن قيمة الشركة تتحدد فقط بالأرباح التي تحققها الشركة و مخاطر أصولها أو استثماراتها، وأن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة و للإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الفرضيات غير واقعية وغير قابلة للتطبيق العملي¹⁸.

3.3.1.I. نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد): والتي تنسب إلى ميرون غوردن وجون لنتنر

(Myron Gordon & John Litner)، وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية M&M التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع ، و الذين اقترحوا أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيعات الأرباح و قيمتها السوقية ، الأساس لهذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد و التي تقترح أن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية اقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية¹⁹.

¹⁷ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص 625.

¹⁸ - للمزيد من التفصيل انظر :

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 307.

- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 213.

- حمزة محمود الزبيدي، المرجع سبق ذكره، ص 643.

¹⁹ - للمزيد من التفصيل انظر:

- فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 309.

- عدنان تاية النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2008/2007، ص 456.

4.3.1.I. نظرية التمييز الضريبي: تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر والتي تبناها ليزن بيرجي و راما سواني ترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات في حين تأخذ مركزا مضادا مع النظرية السابقة وهي بذلك تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التمييز الضريبي ، فإنه يجب على الشركات أن تدن التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها جوازا نظرية عصفور على الشجرة²⁰.

2.I. الدراسات السابقة

بعد التطرق إلى الإطار النظري لموضوع دراستنا بشكل موجز توجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة و التي قمنا بالاطلاع عليها و المتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج المتوصل إليها و المناهج المستعملة و هذا بهدف مقارنتها بنتائجنا وتدعيمها نسبيا، فقد حظي موضوع سياسة توزيع الإرباح بقدر كبير من الاهتمام على المستوى المالي و العالمي لاختلاف خصائص الأسواق المالية منها الناشئة و منها المتطورة ، إضافة إلى اختلاف خصائص المؤسسات و الشركات من إقليم لآخر .

فمن بين الدراسات التي تم الاطلاع عليها منها رسالات جامعية ومقالات منشورة تم اختيار أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا، ومن أهمها ما يلي:

1.2.I.دراسة:

SALIH ALAA,A « The Effect of dividend plicy on market value UK, Empirical Study » Durham theses / Durham University/ UK / 2010.

هدفت هذه الأطروحة إلى دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للشركات في المملكة المتحدة من خلال اختبار نظرية عدم ملائمة التوزيعات ل M&M و مدى صلاحيتها في أسواق المملكة المتحدة ، كذلك معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و السياسة الاستثمارية الخاصة بالشركات المسعرة و إلى مدى اعتماد هذه الشركات على سياسة التوزيعات الأرباح المتبقية.

و قد اعتمد الباحث في هذه الأطروحة على مراحل تجريبية لدراسة التأثير و العلاقة كما يلي:

²⁰- زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص87

أ- المرحلة الأولى : تهدف إلى اختبار مدى صلاحية نظرية عدم ملائمة التوزيعات ل M&M من خلال استكشاف العلاقة بين أشكال توزيعات الأرباح - توزيعات نقدية ، توزيعات مجانية، إعادة شراء أسهم- ، ربحية السهم و سياسة الاستثمار " الأرباح المحتجزة " مع قيمة الشركة المسعرة بالاعتماد على بيانات سنوية و نصف سنوية لعينة تتكون من 362 شركة موزعة على عدة قطاعات للفترة الممتدة بين 1998-2007 ؛

ب- المرحلة الثانية: تهدف إلى الكشف عن ما إذا كانت الشركات تفضل سياسة إعادة استثمار الإرباح المتبقية من عدمه بالاعتماد على حسابات النفقات النقدية الموحدة الحرة SFCF الخاصة بـ 590 شركة مدرجة في بورصة المملكة المتحدة للفترة ما بين 1998-2007؛

و قد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها: عدم صلاحية نظرية عدم ملائمة التوزيعات النقدية لـ M&M من خلال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة البورصية للشركات في المملكة المتحدة ، و أن هناك علاقة بين ربحية السهم ، سياسة الاستثمار و القيمة السوقية مما يدل على أن الإعلان عن سياسة التوزيعات تؤثر على القيمة السوقية للشركات.

كما أن الشركات البريطانية تعتمد على العموم على سياسة التوزيعات المتبقية مما يعني تفضيل سياسة استثمار الأرباح على توزيعها باستثناء القطاع المالية، كما أظهرت النتائج أن معظم الشركات البريطانية تفضل التوزيعات النقدية عن الأشكال الأخرى من التوزيعات و هذا بسبب تنفيذه السهل.

2.2.I. دراسة: علي بن الضب، "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" ، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009.

تدور إشكالية هذه الدراسة في " مدى تأثير كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة و تفسيرهما لها ؟". حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على قدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة و من ثمة على أسعار أسهم الدول العربية، و التعمق في طرق التقييم المتعددة و اختبار إمكانية تطبيقها و الوقوف على النقائص و الصعوبات في ضل الإصلاحات المحاسبية الوطنية ، وهذا من خلال اختبار الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2008، إضافة إلى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف

لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2001 - 2008 ، كذاك و محاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المردودية .

و قد خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفاءة عن المستوى الضعيف ، وأن متغير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية ، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس لوحيدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية و هي حجم المؤسسة، المردودية، المخاطر النظامية والمعبر عنها ب Beta.

من خلال ما تطرق إليه الدراسات نقول أنهما ألتنا بكل الجوانب النظرية و التطبيقية الخاصة بسياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة، فبالنسبة لدراستنا فستركز فقط على اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة من خلال الاعتماد على 3 متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح هي " التوزيعات النقدية ، التوزيعات المجانية و الأرباح المحتجزة " و التوصل إلى أي من هذه المتغيرات الأكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة.

3.2.I. دراسة: عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009 ،" مجلة الباحث العدد 2012/10.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم - قيمة المؤسسة- وإبراز المتغير الأكثر تأثيرا من بين مغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، إضافة إلى محاولة اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 و هذا من خلال إجراء دراسة اختبارية على 33 مؤسسة مدرجة في هذا المؤشر في الفترة ما بين 2008/2010، ودراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة هي 2009. وكشفت الدراسة عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم ، وان سياسة التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي(قيمة المؤسسة) أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح من خلال ما تؤكدته دراسة الحدث على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

4.2.I دراسة: أجد إبراهيم البراجنة، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من قيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة و التمويل -الجامعة الإسلامية - غزة فلسطين، 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية و السوقية للسهم، وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح ؛ وهذا من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية وهي: ما هو أثر توزيع الأرباح على قيم الأسهم السوقية والدفترية؟

وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أنه توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة ، و بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، كما أن هناك علاقة بين كل من كمية الأسهم المتداولة و القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية؛ و من جهة أخرى توصل الباحث الى عدم وجود علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح و القيمة الدفترية للأسهم المتداولة، كذلك بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أغفلت هاتين الدراستين أحد أهم المتغيرات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح ألا و هو " التوزيعات المجانية للأسهم " و الذي يعتبر أحد الأدوات المستعملة من طرف المؤسسات الاقتصادية المدرجة خاصة في عملية إعادة الهيكلة.

5.2.I دراسة:

Main Sajid & All « How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan » american journal of scientific research , issue 61, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم من خلال معرفة دور هذه السياسة في تقلب أسعار أسهم الشركات الخاصة بالقطاع المالي المسعرة في بورصة كراتشي - باكستان- من خلال الاعتماد على بيانات المالية ل 75 شركة من القطاع المالي و التي كانت عينة الدراسة في الفترة ما بين 2006- 2010.

توصلت الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة على علاقة عكسية مع تغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة كراتشي، والى أن ربحية السهم على علاقة ايجابية مع تقلبات الأسعار أي أن سياسة توزيع الأرباح وسيلة فعالة للتأثير على أسعار الأسهم السوقية كون سوق كراتشي سوق ناشئة.

6.2.I. دراسة:

Dar-Hsin Chen & All « The Announcement Effect Of Cash Dividende Changes On Share Prices : An Empricla Analysis Of China » , Department of Business Administration, National Taipei University ,taiwan,2007

هدفت هذه الدراسة الى معرفة اثر الإعلان عن تغيير التوزيعات الأرباح النقدية للشركات المدرجة في أسواق الصين للأوراق المالية و هذا من خلال الاعتماد على عينة من الشركات التي أعلنت عن تغيير التوزيعات الأرباح النقدية في الفترة الممتدة ما بين 2000-2004 و التي قدرت ب 422 إعلان عن تخفيض في توزيعات النقدية و 460 إعلان عن زيادة في توزيع الأرباح و هذا من أجل دراسة الحدث.

فتوصل الباحثون إلى أن الإعلان عن التغيير في التوزيعات الأرباح له اثر ايجابي على سلوك الأسهم و هي ما تؤكد نظرية الإشارة حول توزيعات الأرباح، كذلك أن الربح الموزع على علاقة ايجابية مع الأرباح التراكمية القصيرة الأجل و يختفي هذه العلاقة مع تحقيق أرباح تراكمية طويلة الأجل.

و من خلال هذه الدراسات المقدمة نلاحظ أنها تختلف من حيث النتائج ، هذا بسبب اختلاف المعطيات و خصائص الأسواق التي أجريت فيها هذه الدراسات ، ونلاحظ كذلك أن اغلب هذه الدراسات تصب في جانبين فقط من متغيرين مستقلين يعكسان سياسة توزيع الأرباح ألا وهما "التوزيعات النقدية و ربحية السهم" وهذا من نقائص التي تتميز بها هذه الدراسات حيث لم يتم التطرق إلى التوزيعات المجانية و دوره في التأثير على قيمة المؤسسة إلا في الدراستين الأوليتان فقط و التي تعد من أهم أشكال التوزيعات النقدية.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل بشكل موجز إلى سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة، بالتطرق إلى مفاهيم عامة حول قيمة المؤسسة و التي تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل، مروراً بهدف المؤسسة الحديث و المتمثل في تعظيم القيمة و الذي جاء به النظرية المالية الحديثة من خلال الانتقادات الموجهة إلى الفكر الاقتصادي والذي يعتبر هدف المؤسسة هو تعظيم الأرباح؛ كذلك تم تناول سياسة توزيع الأرباح و التي تتمثل في قرار المنشأة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وبدورها يوجد عدة أشكال لتوزيعات الأرباح منها التوزيعات النقدية و الأخرى توزيعات في شكل أسهم.

ونظراً لأن هذا الموضوع أثار اهتمامات مفكري الإدارة المالية المعاصرة حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وُجدت الكثير من التيارات التي نظمتها مجموعة من النظريات التي كان الجدل قائماً حول هذه التوزيعات، فبعضها ينظر إلى عملية توزيع الأرباح مسألة لا بد منها ويبنى اعتقاده على ان عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف يؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة وفي حين يرى فريق آخر من أن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للشركة و لا بالقيمة السوقية للسهم العادي فتوزيع الأرباح أو احتجازها ليس له علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية، وفي الأخير تطرقنا إلى أهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها و التي تمت على مستوى هذا الموضوع و التي اختلفت آراؤها و نتائجها لاختلاف خصائص المنطقة و الأسواق قيد الدراسة.

من خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى أن نقوم بدراسة حالة لتبيان هذه الآراء و النظريات حول توزيعات الأرباح و تأثيرها على قيمة المؤسسة من خلال الفصل التالي و الذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع.

الفصل الثاني:

تأثير سياسة توزيع الأرباح

على قيمة المؤسسة

(دراسة تطبيقية)

تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري من خلال إلقاء نظرة إلى الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة، و العديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية باختيار عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية.

ومن أجل تحقيق هذا الهدف سنقوم بدراسة اختبارية للعلاقة الموجودة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة من خلال تطبيق الانحدار الخطي المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير المتغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كذلك استعمال الانحدار الخطي البسيط للكشف عن المتغير الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة والمحدد الأساسي لها.

و لذلك سيتناول هذا الفصل جزئين أساسيين، من خلال تقديم مجتمع الدراسة و الأدوات المستعملة في الدراسة في الجزء الأول، و تقديم نتائج الدراسة و تفسير و تحليل هذه النتائج في الجزء الثاني.

1.11: تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة

1.1.11. تقديم مجتمع الدراسة:

تعتبر سوق الدوحة من أهم الأسواق العربية و الخليجية من حيث الرسملة البورصية، حجم التداول و حجم الشركات، إضافة إلى حصولها حلى جائزة "بورصة العام" المرموقة التي تمنحها مجلة المستثمر العالمي (Global Investor) في سنة 2012، كأفضل بورصة على مستوى منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا.

1.1.1.11. نظرة عامة حول بورصة قطر:

يرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية إلى عام 1995، وذلك وفقاً للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعديلاته، حيث جاء فيه "أن سوق الدوحة للأوراق المالية مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، ويكون مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة"، وقد بدأت البورصة عملياتها بصورة رسمية في ماي 1997 ومن ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي³⁷

وفي جوان 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext* من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

³⁷ - محمد الهاشي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009"، رسالة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص 147.

* - هي مجموعة من الشركات العالمية التي تعمل في مجال الإدارة في الأسواق المالية، تشكلت في سنة 2007 من خلال اندماج مجموعة بورصة نيويورك ومجموعة بورصة يورو نكست، تعتبر مجموعة NYSE EURONEXT من أكثر البورصات تنوعاً حيث توفر سلسلة واسعة من المنتجات والخدمات المالية في أوروبا و الولايات المتحدة و التي تشمل على تداول الأسهم و العقود الآجلة و عقود الخيارات و السندات و بيع بيانات السوق و المنتجات التكنولوجية. و يوجد أكثر من 8000 شركة مدرجة عالمياً، فان أسواق الأسهم الخاصة ببورصة NYSE EURONEXT و التي تمثل حوالي 40% من حجم التداول في سوق الأسهم العالمية و تتميز الأسهم المتداولة في مجموعة بورصات NYSE EURONEXT بالسيولة العالمية. <http://www.nyx.com/>

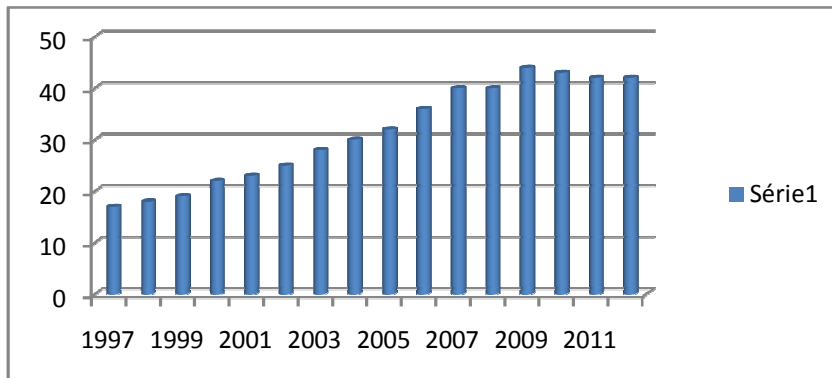
ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بتزاهة وكفاءة، كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمن إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

تمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر، وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي و تعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليه³⁸.

2.1.1.II. الشركات المدرجة :

وصل عدد الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية في ديسمبر 2012 إلى (42) شركة مقابل (17) شركة عند افتتاح السوق في سنة 1997، وقد تطور إدراج الشركات في السوق القطرية منذ افتتاحها وفق ما يوضحه الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم 1.II: تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر



المصدر : من اعداد الطالب باستعمال برنامج Excel 2007 اعتمادا على بيانات المنشورة في موقع البورصة³⁹

³⁸ - موقع البورصة القطرية، عن بورصة قطر،

<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About%20QE/About%20QE>، تاريخ الإطلاع

10/04/2013 الساعة 10:15.

³⁹ - بورصة قطر، عن بورصة قطر، الشركات المدرجة،

<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/About%20QE/About%20QE>، تاريخ الإطلاع تاريخ الإطلاع

10/04/2013 الساعة 10:19.

كما يمكن الاطلاع على الشركات المدرجة في بورصة قطر في سنة 2012 في الملحق رقم (01).

3.1.1.II. أهم مؤشرات بورصة قطر

أ- مؤشر بورصة قطر:

يقوم مؤشر بورصة قطر بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لا زالت تستوفي معايير المؤشر.

ب - مؤشر العائد الإجمالي:

بتاريخ 1 أبريل 2012 ، أطلق مؤشر العائد الإجمالي الذي يشابه مؤشر البورصة العام من حيث تكوينه ولكنه يحتسب العائد الإجمالي لمؤشر البورصة بحيث يتم قياس كل من أداء السعر والدخل الناتج عن الأرباح للأسهم العشرين التي يتكون منها المؤشر العام وهي الأسهم الأكثر سيولة.

ج - مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي:

مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي الذي أُطلق في 7 جانفي 2013 ويرتكز المؤشر الجديد على سيولة الأسهم المتاحة للتداول وقيمة رسميتها السوقية و المخصصة لأسهم الشركات المدرجة في البورصة والتي تكون متوافقة مع الشريعة وفقاً لرأي هيئة الرقابة الشرعية في مصرف الريان. ويتمحور الهدف من وراء هذا المؤشر في دعم إطلاق صناديق الاستثمار المتداولة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي من المزمع إطلاقها من قبل الريان للاستثمار بعد أن تمت إجازتها بفتوى صادرة عن هيئة الرقابة الشرعية في مصرف الريان .

كما قامت البورصة بنشر مؤشر جميع الأسهم و 7 مؤشرات قطاعية بهدف قياس مجمل أداء السوق وتزويد المستثمرين بأدوات إضافية لتقييم أداء القطاع في الوقت الفعلي له ⁴⁰.

⁴⁰ - للمزيد من الاطلاع على مؤشرات بورصة قطر انظر:

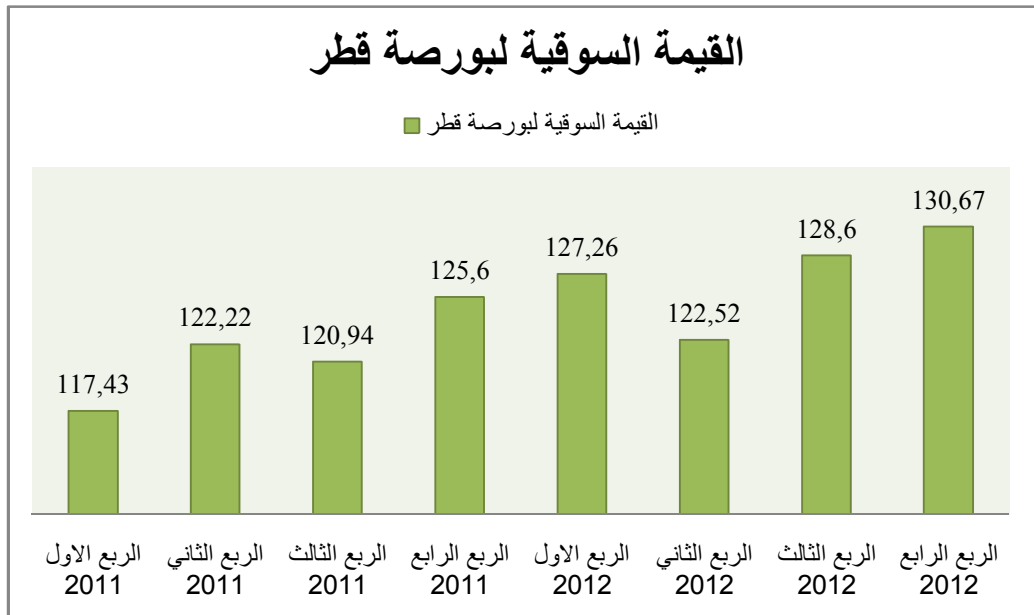
بورصة قطر، المؤشرات <http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe+arabic+portal/Pages/Market+Statistics/QE+Index?>

II.1.1.4. نظرة على تطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة 2011-2012 :

بلغت القيمة السوقية لهذه المؤسسات في الربع الأول من سنة 2011 حوالي 117.34 مليار دولار حيث ارتفعت في الربع الثاني إلى 122.22 مليار دولار بنسبة 4.16 % مقارنة بالربع الأول، أما في الربع الثالث فقد بلغت القيمة السوقية 120.94 مليار دولار أي بانخفاض بنحو 1.06 % مقارنة بالربع الثاني وفي الربع الأخير من نفس السنة فقد حققت ارتفاعاً بنسبة 3.85 % بالمقارنة بالربع الثالث حيث قدرت بـ 125.6 مليار دولار⁴¹.

و في سنة 2012 بلغت القيمة السوقية في الربع الأول نحو 127.26 مليار دولار أي بارتفاع بحوالي 1.32 % مقارنة بالربع الأخير من سنة 2011، وانخفضت هذه القيمة في الربع الثاني حيث قدرت بـ 122.52 مليار دولار أي بانخفاض بحوالي 3.72 % مقارنة بالربع الأول، و في الربع الثالث ارتفعت إلى 128.6 مليار دولار بنسبة 4.96 % مقارنة بالربع الثاني، وفي الربع الأخير من نفس السنة ارتفعت القيمة السوقية إلى 130.67 مليار دولار⁴².

الشكل البياني رقم II.2 : تطور القيمة السوقية لبورصة الدوحة 2011-2012



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على برنامج Excel 2007

⁴¹ - صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، سنة 2011، العدد 64، 65، 66، 67.

⁴² - صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، سنة 2012، العدد 68، 69، 70.

II.1.2. تقديم عينة الدراسة:

سيتم من خلال هذا الجزء إعطاء وصف لعينة الدراسة و الشروط الواجب توفرها في المؤسسة لتشكيل العينة التي سيتم اختبارها.

II.1.2.1. عينة الدراسة:

تتمثل عينة الدراسة في 25 مؤسسة مدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء مؤسسات القطاع المالي و قطاع التأمين التي تم استبعادها كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم II.1 : عينة الدراسة

المجموع	النقل	الاتصالات	العقاري	الصناعي	الخدمي	القطاع
25	3	2	4	8	8	عدد المؤسسات
100%	12%	8%	16%	32%	32%	نسبة المؤسسات من العينة

المصدر: من إعداد الطالب

كما يمكن الاطلاع على بعض خصائص شركات عينة الدراسة في الملحق رقم (02)، وتم اختيار العينة بناء على عدة اعتبارات منها:

- لم تقم بعملية اندماج أو اتحاد خلال الفترة؛
- لم تقم بتوقيف تداول أسهمها خلال الفترة؛
- أن تكون الملفات البيانية المنشورة عليها من نوع PDF.

II.2.1.1. حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة بين 2011-2012 و التي تعتبر فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة " سياسة توزيع الأرباح " على المتغير التابع " قيمة المؤسسة " أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الدوحة للأوراق المالية.

II.3.2.1. مصادر البيانات:

تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الالكترونية الخاصة بالمؤسسات قيد الدراسة و بورصة الدوحة، إضافة إلى التقارير السنوية و دليل المستثمر و التي تنشرها بورصة الدوحة هذا لكونها معتمدة و مدققة، تتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسات تجريبية.

II.4.2.1. متغيرات الدراسة:

أ- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة، و من اجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم للمؤسسة للفترة الممتدة بين 2011-2012 هذا من خلال أخذ مشاهدات أسبوعية لأسعار الأسهم ، و نعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة و مدى إمكانية نموها واستمرارها، حيث يعتقد انه يعكس قيمة المؤسسة.

ب- المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الدراسة و هدفها تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح ألا و هي:

1- **نصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA**: و يعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح و أكثرها استعمالا من طرف المؤسسات، و يتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية؛

2- **التوزيعات في شكل أسهم DG** : و هو الشكل الثاني من سياسة توزيع الأرباح و تتمثل في نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الاسمية للسهم ؛

3- **الربح المحتجز للسهم BNR** : هي عبارة عن القيمة التي تحتجزها المؤسسة من الأرباح لعدة أسباب، تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة و الأرباح الموزعة .

4- الخطأ العشوائي: يرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها⁴³:

✓ إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج؛

✓ الصياغة الرياضية غير سليمة للنموذج؛

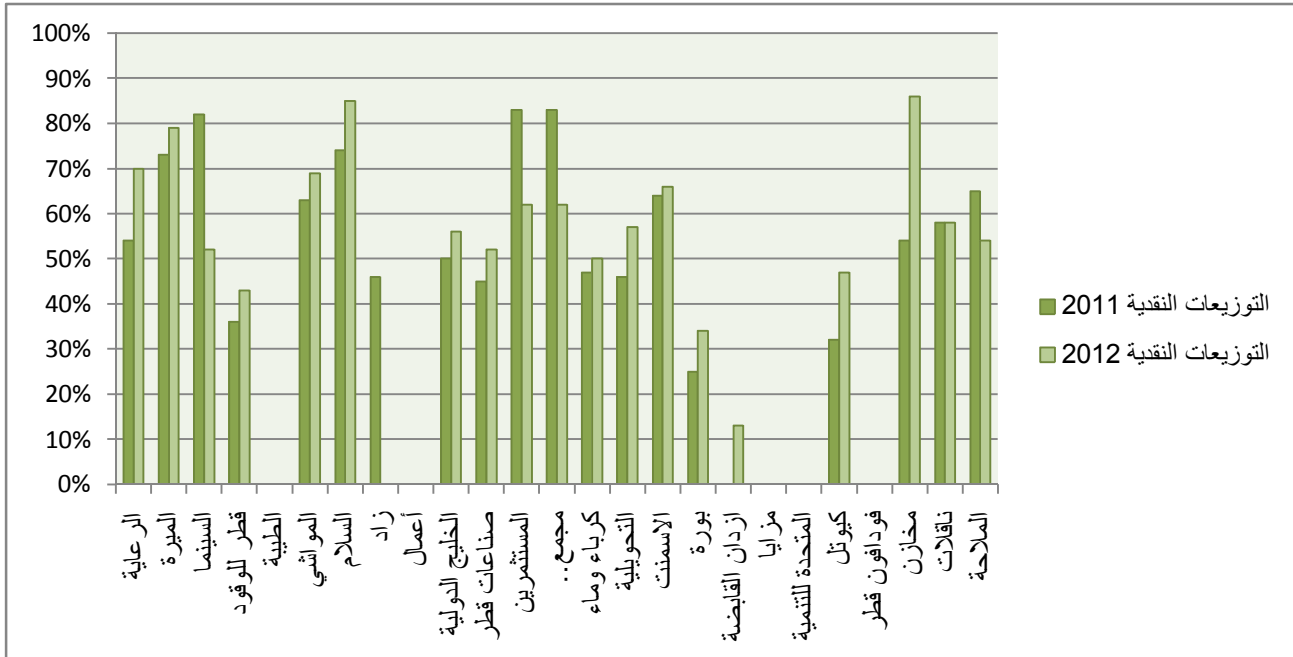
✓ حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات و قياس المتغيرات المالية.

5.2.1.II. دراسة اتجاهات سياسة توزيعات الأرباح للمؤسسات عينة الدراسة:

قبل اختبار فروض الدراسة السابقة، وجب إلقاء نظرة على مستويات التوزيعات الأرباح كما يلي:

أ- دراسة اتجاهات التوزيعات النقدية لسنتي 2011- 2012:

الشكل البياني رقم 3.II: التوزيعات النقدية لسنتي 2011 و 2012



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel 2007

يمثل الشكل البياني أعلاه مستويات التوزيعات النقدية للمؤسسات عينة الدراسة فنلاحظ أن أغلب

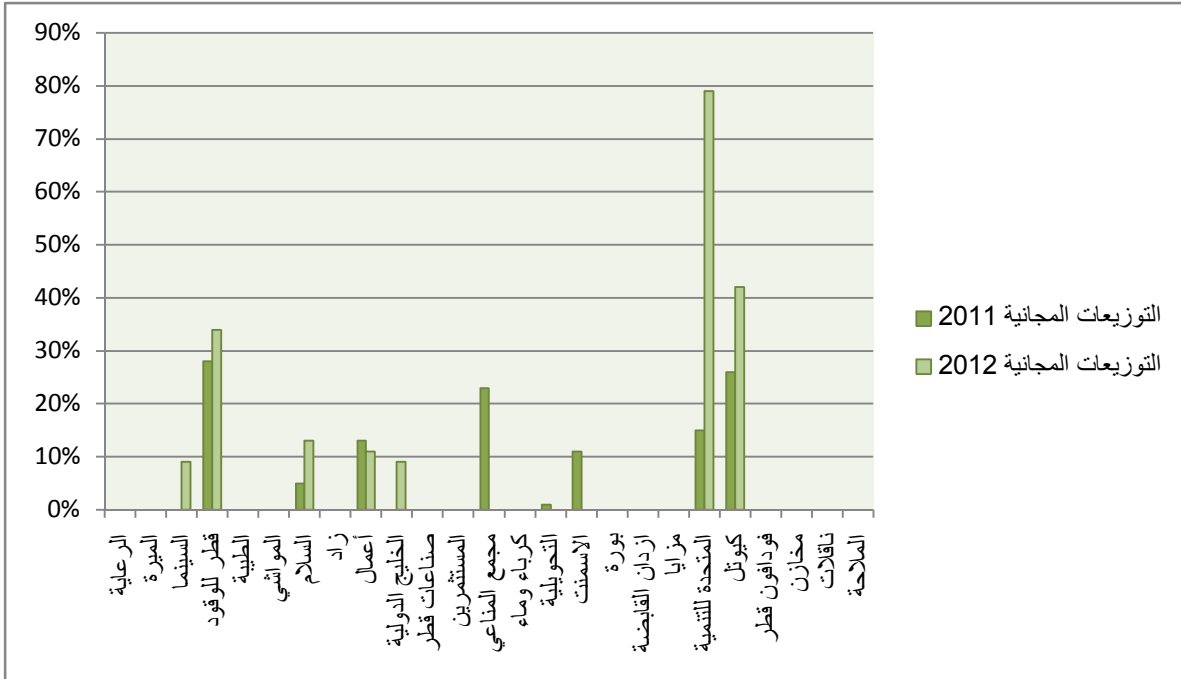
المؤسسات قيد الدراسة قد قامت بتوزيعات نقدية مرتفعة خلال السنتين كما يبينه الشكل رقم

(3.II)، كذلك نلاحظ أن 56% من المؤسسات عينة الدراسة قد رفعت من توزيعاتها النقدية في سنة

2012 مقارنة بسنة 2011 وهذا ما يبين ارتفاع أرباحها خلال سنة 2011.

⁴³ - سعيد هنتات، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2005، ص 97.

الشكل البياني II.4 التوزيعات المجانية لسنتي 2011 - 2012



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel 2007

يبين المنحنى أعلاه مستوى التوزيعات المجانية في بورصة قطر من طرف المؤسسات قيد الدراسة، حيث نلاحظ ان 40% من المؤسسات قيد الدراسة قد قامت بمده التوزيعات مما يبين لنا أن هذه المؤسسات قد قامت بعملية إعادة الهيكلة و أنها في مرحلة النمو و التوسع مما أدى بها للاستعمال هذا النوع من التوزيعات رغم انه قد يؤثر على قيمة أسهمها السوقية، و سنقوم باختبار هذه العلاقة في دراستنا هذه.

II.6.2.1.6. الأدوات الإحصائية المعتمدة:

تم في هذه الدراسة الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لاختبار فرضيات الدراسة، ودراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة و المستقلة وقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، ومن اجل ذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 7.0.

2.II. تقديم و تفسير نتائج الدراسة

1.2.II. تقديم نتائج الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى بناء نموذج إحصائي يبين المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم للشركات المدرجة من خلال إيجاد المعاملات β_0 ، β_1 ، β_2 ، β_3 وأحسن طريقة لذلك هي طريقة المربعات الصغرى و التي تهدف إلى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدئة مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية والمقدرة.

- إيجاد المعاملات بواسطة مربعات الصغرى:

يكون النموذج المقدر لدالة الانحدار المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$PRIX_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPA_{it-1} + \beta_2 DG_{it-1} + \beta_3 BNR_{it-1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(1.II)$$

حيث:

$PRIX$ = سعر السهم السوقي و الذي يمثل قيمة المؤسسة؛

DPA = نصيب السهم من التوزيعات النقدية؛

DG = نسبة التوزيعات المجانية للقيمة الاسمية ؛

BNR = نصيب الربح المحتجز للسهم؛

ε = الخطأ العشوائي.

ملاحظة: من خلال النموذج أعلاه فقد تم استخدام فاصل زمني مقداره فترة واحدة بين المتغيرات التابع و المتغيرات المستقلة تحسب و تقاس في الفترة السابقة و يتم الإفصاح عنها في الفترة التالية ظنا منا أنها تنعكس على المتغير التابع " قيمة المؤسسة " .

و في الواقع يهدف الاقتصاد القياسي إلى بناء نماذج قياسية اقتصادية قابلة للاختبار القياسي و الميداني من خلال⁴⁴:

- حل مشكلة تصور نموذج لتفسير الظاهرة محل الدراسة؛
 - كذلك تقدير و اختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة و هي المرحلة الإحصائية في الاقتصاد القياسي؛
 - استعمال النماذج بغرض التنبؤ، التحليل الاقتصادي واتخاذ القرارات المناسبة.
- و يكمن هدفنا في تحقيق الهدف الأول و الثاني فقط بغية دراسة مدى وجود علاقة إحصائية بين متغيرات الدراسة ومنه سنقوم باختبار النموذج على المستوى الإحصائية و على مستوى الاقتصادي.

II.1.1.2. تحليل نتائج الارتباط:

الجدول أدناه يقوم بتوضيح نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة منها المتغيرات المستقلة (DPA-DG-BNR) و المتغير التابع (PRIX).

الجدول رقم II.2: نتائج الارتباط

	PRIX	DPA	DG	BNR
PRIX	1	0.953	0.602	0.782
DPA		1	0.437	0.675
DG			1	0.577
BNR				1

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام برنامج Spss 16.0

من خلال نتائج الجدول أعلاه و الذي يبين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات القطرية المسعرة محل الدراسة عن وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع PRIX - قيمة المؤسسة- و المتغيرات المستقلة DPA-DG-BNR حيث بلغت معاملات الارتباط 95.3% ، 60.2% ، 78.2% على التوالي.

كذلك يبين الجدول الارتباط عن وجود علاقة متوسطة نسبيا بين كل من التوزيعات النقدية، التوزيعات الجمانية و الأرباح المحتجزة حيث بلغ معامل الارتباط 43.7% و 67.5% و 57.7% على التوالي.

⁴⁴- نفس المرجع، ص 89.

II.2.1.2: نتائج الانحدار الخطي المتعدد

الجدول رقم 3.II : نتائج الانحدار الخطي المتعدد

— انحدار قيمة المؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح —

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/13 Time: 10:45				
Sample: 1 25				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.451625	3.571092	1.806625	0.0852
DPA	16.32936	1.211048	13.48367	0.0000
DG	5.253888	1.584842	3.315086	0.0033
BNR	4.135943	1.559214	2.652581	0.0149
R-squared	0.963254	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.958004	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	12.40961	Akaike info criterion		8.020465
Sum squared resid	3233.965	Schwarz criterion		8.215485
Log likelihood	-96.25582	Hannan-Quinn criter.		8.074556
F-statistic	183.4956	Durbin-Watson stat		2.045237
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج Eviews 7.0

من خلال جدول أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$PRIX_i = 6.4516 + 16.3294 PDA_{it-1} + 5.2539 DG_{it-1} + 4.136 BNR_{it-1} \dots (2.II)$$

II.3.1.2. الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر:

في الدراسات الإحصائية لا يكفي تقدير نموذج إحصائي و التحليل من خلاله، بل يجب تشخيص القوة الإحصائية له من خلال مجموعة من الاختبارات و التي تساعدنا في هذه الدراسة و هي كالآتي:

- اختبار جودة التوثيق؛
- اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدر، إضافة إلى اختبار المعنوية الكلية للنموذج المقدر؛
- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء.

أولاً- اختبار جودة التوثيق:

تعتمد اختبار جودة التوثيق على معامل التحديد المتعدد و الذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير

التابع و المتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك مراعاة معامل التحديد المصحح $Adjusted\ R-squared$ والذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي.

و من خلال نتائج النموذج أعلاه، يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة تفسر 96.32 % من التغيرات الكلية للمتغير التابع - قيمة المؤسسة- حيث بلغ معامل التحديد 96.32 % ومعامل التحديد المصحح 95.8 % .

ثانياً- اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة:

في اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة يمكن الاعتماد على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وهذا من خلال الاعتماد على إحصائية t المحسوبة ومقرنتها بالقيمة الجدولة و المستخرجة من جدول توزيع ستودنت بمستوى معنوية α ودرجة حرية $(n-k-1)$ كذلك يمكن الاعتماد على الاحتمال المرفق للإحصائية t المحسوبة و مقارنتاه بمستوى معنوية α .

و لاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين:

$$H_0 : \beta_j = 0 / j=1, 2, 3$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0 / j=1, 2, 3$$

حيث يمكننا قبول إحدى الفرضيتين و رفض الأخرى اعتمادا على اختبارات ستودنت .

و انطلاقا من الجدول رقم 3.II نجد أن قيمة t -stat للمتغير DPA أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع ستودنت المقدرة ب 2.08 حيث قدرت القيمة المحسوبة 13.48367 ، وهذا ما يؤكد الاحتمال المرفق لقيمة t -stat في العمود الأخير فنلاحظ انه أقل تماما من مستوى المعنوية 5% ومنه نرفض فرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_1 يختلف معنويا عن الصفر بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير DPA و المتغير التابع PRIX -قيمة المؤسسة- .

و بالنسبة للمتغير المستقل الثاني DG نلاحظ من خلال النتائج أعلاه أن القيمة الإحصائية t-stat المرفقة له اكبر من القيمة الجدولة $2.08 < 3.315086$ وهذا ما يؤكد قيمة الاحتمالية المرفقة ل t-stat حيث تعتبر اقل تماما من مستوى المعنوية $0.05 < \text{prob} = 0.0033$ ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي β_2 يختلف معنويا عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير DG و المتغير التابع .PRIX

ونلاحظ كذلك من خلال نتائج الجدول أعلاه أن القيمة الإحصائية للمتغير المستقل الأخير BNR أكبر من القيمة الجدولة أي $2.08 < 2.652581$ كذلك ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت $\text{prob} = 0.0149$ وهي أقل تماما من المعنوية الإحصائية 0.05 ، ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي β_3 يختلف معنويا عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير BNR و المتغير .PRIX

ثالثا- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر F-stat، ويتم مقارنة Fc بقيمة فيشر الجدولة $F(k, n-k-1, \alpha)$ ⁴⁵.

و من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة فيشر $F_c = 183.4956$ أكبر تماما من القيمة الإحصائية الجدولة لفيلشر والتي تقدر ب $F(3,21,0.05) = 3.07$ ، ومن خلال القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية و التي قدرت بـ $\text{Prob}(F\text{-stat}) = 0.0000$ ، و الذي هو أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية و أن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية، و هذا ما يدل على المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج المقترح.

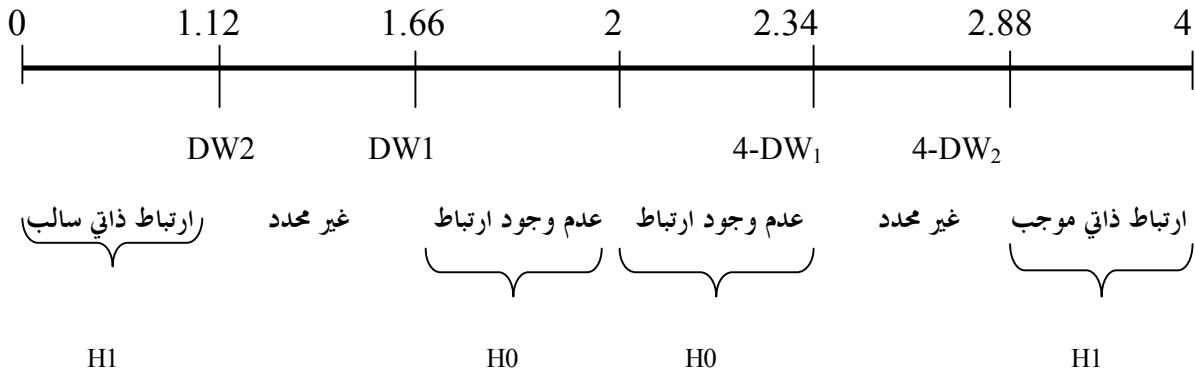
⁴⁵ - محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات و تطبيقات"، دار مكتب حامد لنشر و التوزيع، عمان ، الأردن، ص74.

رابعاً- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من بين أهم المشاكل التي تواجه القياسيين في تقديرهم للنماذج هي الارتباط الخطي الذاتي للأخطاء و الذي يؤدي إلى أخطاء معيارية و بالتالي اختبارات إحصائية خاطئة ويكون هذا المشكل عندما يكون حد الخطأ للفترة الزمنية مرتبطاً طردياً مع الخطأ في الفترة الزمنية سابقاً.

و يمكن اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى باستخدام اختبار (Durban Watson) وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة من جدول الانحدار الخطي المتعدد رقم 3.II و التي قدرت ب $DW= 2.017018$.

ومن خلال الشكل التالي الذي يوضح قيم d (القيم الجدولية الإختبارية)، و التي تشير إلى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى الموجب أو السالب.



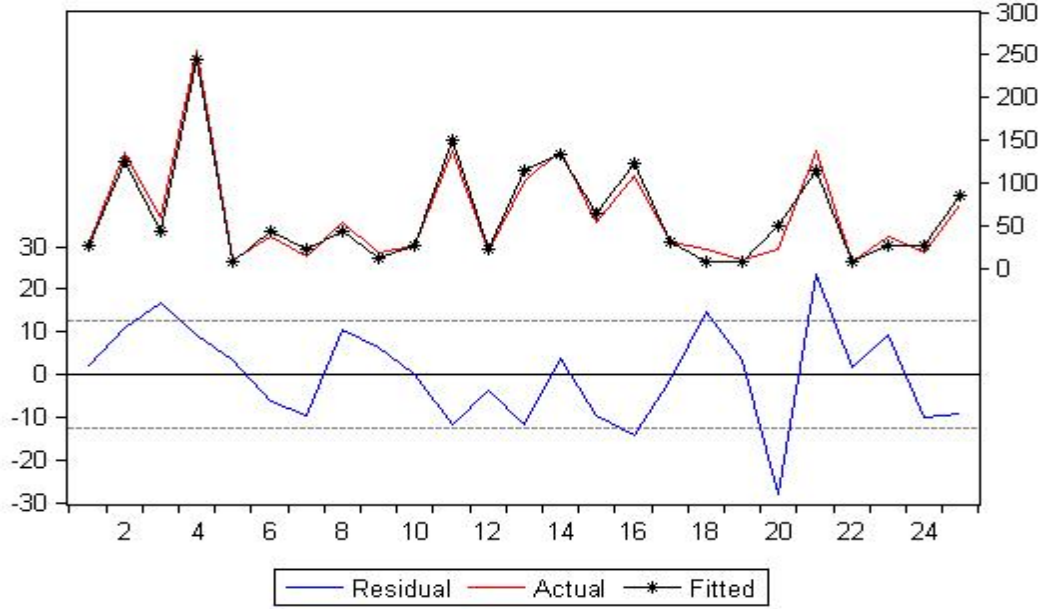
المصدر: من إعداد الطالب

و منه نلاحظ أن إحصائية DW تقع في منطقة H_0 ومنه نقول أنه لا يوجد مشكل ارتباط ذاتي للأخطاء.

و من خلال الاختبارات الإحصائية الناجحة التي أجريت على النموذج يمكن أن نقول أن النموذج المقدر مقبول من الناحية الإحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة قيمة المؤسسة و هو ما بينه الشكل أدناه:

الشكل البياني رقم 5.11: مقارنة السلسلة الأصلية و المقدرة لقيمة المؤسسة.



المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 7.0

ومن خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ التطابق النسبي بين منحنى القيم الأصلية (Actual) ومنحنى القيم المقدرة (Fitted) والذي يمكن أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير و تفسير النموذج لقيمة المؤسسة.

4.1.2.11. الاختبار الاقتصادي للنموذج:

انطلاقاً من الصيغة الرياضية لنموذج قيمة المؤسسة، فإن المتغيرات المستقلة (التوزيعات النقدية، التوزيعات المجانية، الأرباح محتجزة) المدرجة في النموذج الإحصائي المقدر مفسرة - نظرياً - لقيمة المؤسسة، و تبدو معاملات المتغيرات المستقلة موجبة، بمعنى أن تأثيرها على قيمة المؤسسة يكون في الاتجاه الموجب وعليه، يمكن قبول هذا النموذج من الناحية الاقتصادية.

5.1.2.II: نتائج الانحدار البسيط

بعد تقدير النموذج الأولي و الذي يفسر تأثير المتغيرات المستقلة " DPA – DG – BNR " على المتغير التابع « PRIX » ، سنقوم في هذا الجزء بتقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع كل على حدى، بهدف الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على المتغير التابع – قيمة المؤسسة-.

أ- النموذج الأول: علاقة التوزيعات النقدية بقيمة المؤسسة

الجدول رقم 4.II : تأثير التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.209278	5.111847	1.801556	0.0847
DPA	20.30412	1.341512	15.13525	0.0000
R-squared	0.908758	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.904791	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	18.68510	Akaike info criterion		8.769948
Sum squared resid	8030.057	Schwarz criterion		8.867458
Log likelihood	-107.6244	Hannan-Quinn criter.		8.796993
F-statistic	229.0759	Durbin-Watson stat		1.604425
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج **EViews 7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " التوزيعات النقدية " يفسر 90% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم – قيمة المؤسسة- و هذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 90.87\%$ كما أن التوزيعات النقدية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ **t-stat** حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0 و أنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

ب- النموذج الثاني: علاقة التوزيعات المجانية بقيمة المؤسسة

جدول رقم 5.11: تأثير التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/13 Time: 10:47				
Sample: 1 25				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	47.90190	10.62551	4.508197	0.0002
DG	18.55013	5.136035	3.611760	0.0015
R-squared	0.361905	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.334162	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	49.41283	Akaike info criterion		10.71492
Sum squared resid	56157.43	Schwarz criterion		10.81243
Log likelihood	-131.9364	Hannan-Quinn criter.		10.74196
F-statistic	13.04481	Durbin-Watson stat		1.969155
Prob(F-statistic)	0.001467			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " التوزيعات المجانية " يفسر 36% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم - قيمة المؤسسة- و هذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 36\%$ كما أن التوزيعات المجانية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ **t-stat** و التي قدرت بـ 0.0015 حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.001467 و أنها أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

ت- النموذج الثالث: علاقة الارباح المحتجزة بقيمة المؤسسة

جدول رقم 6.11: تأثير الأرباح المحتجزة على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/13 Time: 10:47				
Sample: 1 25				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.17746	10.49686	1.826972	0.0807
BNR	19.46479	3.236320	6.014482	0.0000
R-squared	0.611316	Mean dependent var		62.00000
Adjusted R-squared	0.594416	S.D. dependent var		60.55576
S.E. of regression	38.56520	Akaike info criterion		10.21920
Sum squared resid	34207.32	Schwarz criterion		10.31671
Log likelihood	-125.7400	Hannan-Quinn criter.		10.24624
F-statistic	36.17399	Durbin-Watson stat		1.925346
Prob(F-statistic)	0.000004			

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج **EViews7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " الأرباح المحتجزة " يفسر 61% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم - قيمة المؤسسة- وهذا ما يبينه معامل التحديد $R^2 = 61.13\%$ كما أن الأرباح المحتجزة لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ **t-stat** و التي قدرت بـ **0.0000** حيث أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ **0.000004** وأما أقل من مستوى المعنوية 5% ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

2.2.11. تحليل و تفسير نتائج الدراسة

كشفت دراستنا عن مجموعة من النتائج التي يمكن أن تبث أو تنفي فرضياتنا ومن ثم يمكن أن تساعد المستثمرين أو الباحثين على فهم محددات تغيير الأسهم و العوامل المؤثرة عليها:

1. من خلال النموذج الكلي المقدر رقم (2.II) :

نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة بشكل ايجابي من خلال أن زيادة التوزيعات النقدية بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم ب 16.3294 وحدة، كذلك كما زادت التوزيعات المجانية بوحدة واحدة زادت قيمة السهم في السوق ب 5.2539 وحدة، و أن الأرباح المحتجزة كلما زادت بوحدة زادت قيمة السهم ب 4.136، وهذا يبين لنا دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.

2. توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر وبشكل جيد و ايجابي على قيمة المؤسسة الاقتصادية من خلال نتائج النموذج العام الذي يقدم نتيجة أن هذه السياسة تفسر 96% من التغيرات الكلية لقيمة المؤسسة و يمكن إرجاع ذلك إلى قيام المؤسسات الاقتصادية القطرية قيد الدراسة بتوزيعات بشكل مرتفع و استعمال أهم أشكال التوزيعات للتأثير على قيمتها السوقية و هي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة SALIH ALAA, A ، و من جهة أخرى تتناقض مع دراسة Main Sajid & All و التي توصلت إلى أن هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيعات الأرباح و ثروة المساهمين - قيمة المؤسسة-.

3. بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد كشفت الدراسة أن التوزيعات النقدية على علاقة ذات دلالة إحصائية في النموذج ، كذلك فهو أكثر المتغيرات تأثيراً على قيمة المؤسسة حيث يفسر قيمة المؤسسة بنسبة 90%. ويمكن إرجاع قوة العلاقة بين التوزيعات النقدية و قيمة المؤسسة إلى سياسة المؤسسات الاقتصادية القطرية التي تتبعها لجذب مستثمرين جدد من خلال دفع توزيعات أرباح للمستثمرين وهو ما يسمى بالتأثير الزبائني، كذلك يمكن إرجاع ذلك إلى أن المستثمرين القطريين يولون اهتماماً للأرباح الجارية لأنها أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية ، وهذا بغرض إعادة استثمار هذه الأرباح في أسهم أخرى ويمكن أن يكون هذا التفضيل إلى افتقاد المستثمرين لمعلومات تفيدهم بشأن السياسة الاستثمارية و الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة " دادن عبد الوهاب و حورية بديدة " حيث

توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية هي المحرك الأساسي للأسعار السوقية للأسهم في بورصة باريس.

4. كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية و قيمة المؤسسة وهذا بتأثير إيجابي، وأنه يفسر قيمة المؤسسة بنسبة 36% .

ويمكن أن يكون سبب هذا التأثير الإيجابي إلى وجود إشارة حول التوزيعات المستقبلية للشركات حيث أنها تعطي انطبعا بأن الشركات ترغب في التوسع و زيادة حجم أعمالها وهذا رغم ضعف التأثير على قيمة المؤسسة ويرجع ذلك لاستعماله فقط من طرف المؤسسات الاقتصادية التي هي بصدد النمو و إعادة الرسملة، كذلك تعد إشارة إلى صغار المستثمرين من خلال تشجيعهم على شراء أسهم شركات التي قامت بهذه التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها و بالتالي زيادة احتمال رفع قيمة السهم في السوق، وهذه النتيجة المتوصل إليها تدعم دراسة "علي بن الضب".

5. أما بالنسبة للمتغير الأرباح المحتجزة الذي يعبر عن السياسة الاستثمارية للشركات المدرجة قيد دراسة فقد كشفت الدراسة انه على علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة المؤسسة.

فالأرباح المحتجزة أكثر تأثير من التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة حيث بلغت القدرة التفسيرية للأرباح المحتجزة حوالي 61% وهي نسبة جيدة لتأثير على أسعار أسهم في السوق، وهذا ما يدل على أن المؤسسة تقتطع جزءا من أرباح لتمويل احتياجاتها الداخلية كذلك اقتطاع جزء من الأرباح بغرض التوسعات الاستثمارية الجديدة، وهذه النتيجة تتناقى مع النتيجة المتوصل إليها في دراسة " عبد الوهاب دادن و حورية بديدة" وتتوافق مع دراسة "علي بن الضب" و "SALIH ALAA,A" حول وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و قيمة المؤسسة.

ومنه نستنتج ان التوزيعات النقدية و الأرباح المحتجزة هما المحددان الأساسيان لأسعار السوقية للأسهم و من ثم على قيمة المؤسسة بغض النظر عن المحددات الأخرى التي يجب الكشف عنها من خلال الدراسات الأخرى، و أن النتائج المتوصل إليها تدعم نظرية العصفور في اليد " لقوردن و لنتنر" إضافة إلى دعم نظرية الفائض ، أي تُعتبران صالحتان للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية ، إضافة إلى أنه يمكن إرجاع ذلك إلى أن سوق قطر للأوراق المالية تعتبر سوق ناشئة تسعى إلى جذب أكبر المستثمرين لرفع حجم التداول و القيمة السوقية من أجل نمو السوق و تطوره للوصول بهذه السوق لمجاهة الأسواق العالمية المتطورة.

خلاصة الفصل

تعتبر سوق قطر للأوراق المالية من بين أهم الأسواق العربية في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصية و أداء حيث تعتبر الثانية بعد سوق السعودية من حيث الرسملة البورصية ما يبين لنا النمو الملاحظ في هذه السوق رغم العدد القليل للمؤسسات المدرجة في هذه السوق حيث لم يتجاوز **42** مؤسسة اقتصادية و هذا ما يعطي نظرة لحجم المؤسسات المدرجة في هذه السوق .

وبعد ما تم تقديم مجتمع الدراسة و المتمثل سوق قطر للأوراق المالية و مستوى التوزيع الأرباح، تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال استخدام الانحدار الخطي للكشف عن هذه العلاقة واختبار النظريات على ارض الواقع، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ، وهذا التأثير كان بمستوى قوي في حدود **96%** بشكل موجب، و إلى أن نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لنتنر تعتبر صالحة في سوق قطر للأوراق المالية ، كما توصلت الدراسة كذلك الى أن التوزيعات النقدية هي أكثر أشكال توزيعات الأرباح تفسيراً لقيمة المؤسسة بغض النظر عن التوزيعات الأخرى.

الخاتمة

الخاتمة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح و تأثيره على قيمة المؤسسة في سوق قطر للأوراق المالية ، حيث تناولت إشكالية البحث " مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة البورصية المؤسسة الاقتصادية " ، وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة سابقا وحاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز هذا التأثير من خلال اختيار عينة مُشكلة من 25 شركة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية وخلصت الدراسة إلى ما يلي:

أسفرت نتائج الدراسة من خلال النموذج المقدر و الذي أكد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 حيث تفسر هذه السياسة 96% من التغيرات الكلية لأسعار الأسهم السوقية من ثم على قيمة المؤسسة.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل " التوزيعات النقدية" و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 ، وكان هذا التأثير في حدود 90% على قيمة المؤسسة، وهذا ما يبين سياسة المؤسسات القطرية في جذب المستثمرين الذين يفضلون الأرباح الجارية و الذين يعتبرون ان الأرباح الجارية اقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، ومن خلال هذا نكون قد اجبنا على الإشكالية الأولى و قبلنا الفرضية الأولى.

أظهرت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات المجانية و قيمة المؤسسة حيث بلغ تأثير التوزيعات المجانية على قيمة المؤسسة 36%، و يعود هذا التأثير الضعيف لقلة استعماله من طرف المؤسسات، إلا من طرف المؤسسات التي هي بغرض النمو و إعادة الهيكلة، ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الثانية مع قبول الفرضية الثانية.

و بالنسبة للمتغير احتجاز الأرباح فقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% وذلك بتأثير في حدود 61% و هذا ما يدل على أن المؤسسة تقتطع جزء من الأرباح لتمويل احتياجاتها المالية أو بغرض التوسع في الاستثمارات الجديدة ومنه نستنتج أن نظرية الفائض تعتبر صالحة للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية ، ومنه نقبل الفرضية الثالثة.

في ضل الجدل القائم حول التوزيعات النقدية ، كشفت الدراسة من خلال النتائج الأولية أن نظرية ملاءمة التوزيعات لقوردين و لنتنر الأصلح للتطبيق في سوق قطر للأوراق المالية على عكس ما جاءت به نظرية عدم ملاءمة التوزيعات لمود ليقلياني و ميلر ، ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الرابعة و قبلنا الفرضية الرابعة.

ومن خلال هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الانحدار الخطي البسيط نجد أن التوزيعات النقدية أكثر أشكال التوزيعات تأثيراً على قيمة المؤسسة، ومنه نرفض الفرضية الخامسة.

التوصيات و آفاق البحث

في ظل التطورات الاقتصادية و المالية ، وانفتاح الأسواق و ترابطها ، ومن خلال ما تسعى اليه المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو و التوسع، إضافة إلى ذلك و ما يسعى إليه المستمر من تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته، وبناء على ما ورد و ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نوصي بما يلي:

- إعادة إجراء الدراسة مع اختبار كفاءة سوق قطر للأوراق المالية؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة في فترة تتميز بالأزمة المالية لمقارنة النتائج المتوصل إليها؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة بتوسيع فترة الدراسة وإدخال متغير " إعادة شراء الأسهم " إن أُستعمل في سوق قطر للأوراق المالية لزيادة فهم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛
- اختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لفهم مستويات التوزيعات في سوق قطر للأوراق المالية؛
- اختبار بعض المتغيرات المالية و الاقتصادية الأخرى لفهم العوامل المؤثر على قيمة المؤسسة.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (04)

Table de distribution de loi F de FISHER-SNEDECOR

(Valeurs de F ayant la probabilité P d'être dépassées)

الملحق رقم (05)

Table de (d1) et (d2) de DURBIN & WATSON
(Au risque alpha = 5%)

الملحق رقم (06)

Table de distribution de la loi T de student

(Valeurs de T ayant la probabilité P d'être dépassée en valeur absolue)

قائمة المراجع

أولا / باللغة العربية

- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2010 .
- أجمد إبراهيم البراحنة، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من قيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في المحاسبة و التمويل -الجامعة الإسلامية - غزة فلسطين، 2009.
- بورصة قطر، النشرة السنوية، 2011.
- بورصة قطر، دليل المستثمر، 2011.
- _____، دليل المستثمر، 2012.
- زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر -، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010.
- سعيد هتهات، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2005.
- صندوق النقد الدولي، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 64-2011.
- _____، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 68-2012.
- _____، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 65-2011
- _____، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 66-2011
- _____، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 67-2011
- _____، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 69-2012.
- _____، أداء أسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 70-2012.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر .والتوزيع، القاهرة، طبعة 2006 .
- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الإسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة، 2002.
- عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/04.
- عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC 40- خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009"، مجلة الباحث، العدد 2012/10.
- عدنان تاية النعيمي و آخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2008/2007.
- علي بن الضب، 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 2008 - 2006"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009.

- فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الثالثة، 2010 .
- فايز سليم حداد ، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع،عمان، الأردن، 2009.
- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات و تطبيقات"، دار مكتب حامد لنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، طبعة 2007 .
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي " الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، 2011.

ثانيا / باللغة الأجنبية

- SALIH ALAA,A « **The Effect of dividend plicy on market value UK, Empirical Study** » Durham theses / Durham University/ UK / 2010.
- Main Sajid & All «How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan » **american journal of scientific research** , issue 61, 2012.
- Dar-Hsin Chen & All « **The Announcement Effect Of Cach Dividande Changes On Share Prices : An Empricla Analysis Of China** », Department of Business Administration, National Taipei University ,taiwan,2007

ثالثا / المواقع الالكترونية:

- موقع بورصة القطرية : <http://www.qe.com.qa>
- موقع بورصة NYSE Euronext <http://www.nyx.com>

الفهرس

IV.....	الإهداء
V.....	التشكرات
VI	مستخلص الدراسة
IIV	قائمة المحتويات
IIIV	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الأشكال البيانية
X.....	قائمة الملاحق
X.....	قائمة المصطلحات
ب	المقدمة

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة

02	تمهيد
03.....	1.I سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة
03.....	1.1.I مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة
03.....	1. مفهوم قيمة المؤسسة
04	2. مفهوم التقييم
06.....	2.1.1.I تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة
07.....	2.1.I سياسة توزيع الأرباح
07	1.2.1.I مفهوم سياسة توزيع الأرباح
07	2.2.1.I أشكال سياسة توزيع الأرباح
07	1. التوزيعات النقدية
08.....	2. التوزيعات في شكل أسهم
08	3.2.1.I محددات سياسة توزيع الأرباح
09	1. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري
09	2. سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي
10.....	3.1.I النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
10.....	1.3.1.I نظرية الفائض
10	2.3.1.I نظرية عدم ملاءمة التوزيعات
10	3.3.1.I نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد)
11.....	4.3.1.I نظرية التمييز الضريبي

11.....	2.I الدراسات السابقة
16.....	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
18.....	تمهيد
19.....	1.II. تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة
19.....	1.1.II. تقديم مجتمع الدراسة
19	1.1.1.II. نظرة عامة حول بورصة قطر
20.....	2.1.1.II. الشركات المدرجة
21.....	3.1.1.II. أهم مؤشرات بورصة قطر
22.....	4.1.1.II. نظرة على تطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة 2011 - 2012
23.....	2.1.II. تقديم عينة الدراسة
23	1.2.1.II. عينة الدراسة
23.....	2.2.1.II. حدود الدراسة
24.....	3.2.1.II. مصادر البيانات
24.....	4.2.1.II. متغيرات الدراسة
25.....	5.2.1.II. دراسة اتجاهات سياسة توزيعات الأرباح للمؤسسات عينة الدراسة
26.....	6.2.1.II. الأسلوب و الأدوات الإحصائية المعتمدة
27.....	2.II. تقديم و تفسير نتائج الدراسة
28.....	1.2.II. تقديم نتائج الدراسة
28.....	1.1.2.II. تحليل نتائج الارتباط
29.....	2.1.2.II. نتائج الانحدار الخطي المتعدد
29.....	3.1.2.II. الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر
34	5.1.2.II. نتائج الانحدار البسيط
37.....	2.2.II. تحليل و تفسير نتائج الدراسة
40.....	خلاصة الفصل
42	الخاتمة
45	الملاحق
53.....	قائمة المراجع