

جامعة قاصدي مرباح ورقلة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر

في علوم التسيير

تخصص: مالية مؤسسية

بغوان:

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة
دراسة الحالة
(دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي لفترة 2008/2007)

إعداد الطالبة :

• خديجة خوي

أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	أستاذ مساعد أ	الأستاذ : ميلودي عبد العزيز
مقرا	أستاذ مساعد أ	الدكتور : محمد شيخي
ممتحنا	أستاذ مساعد أ	الأستاذ: شاربي محمد الأمين....

السنة الجامعية 2012/2011

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا
إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

البقرة: 32

إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى :

إلى التي أنارت دري بشعلة الإيمان والتي أحاطتني باهتمامها و رعايتها
وعلمتني معنى التحدي والصبر
إلى التي خصها الله بالشرف الرفيع والعز المنيع يا أغلى شيء في الوجود
. . . إلى العزيزة الغالية أمي

إلى الذي كابد الشدائد وكان عرق جبينه نور دري
إلى من زرع في قلبي الإرادة والعزيمة وحب النجاح
إلى من أحاطتني بعزه وفضله وعلمني حب وإتقان العمل
إليك . . . أبي العزيز

أسأل الله الكريم رب العرش العظيم أن يحيطهم برعايته ويحفظهم لي ولإخوتي
وأن يرحمهما كما ربياني صغيرا
إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء.
وإلى كل أفراد أسرتي من قريب أو بعيد كبيرهم وصغيرهم . . .
حفظهم الله وأطال في أعمارهم

وإلى كل من أحاطتني بهم علاقة أخوة وصداقة خالصة إلى رفيقاتي عمري
بنات الجيران

أتمنى لهم حياة مليئة بالسعادة والهناء
وأیضا إلى رفيقات دري وصفوات فؤادي : دليلة بن التاج ، خديجة شعيب ، فاطمة رمضان ،
وإلى كل من ذكرهم قلبي ونسيتهم قلبي إليهم جميعا أهدي بذرته عملي وثمرته جهدي
وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

خديجة

شكر وتقدير

الحمد لله والشكر لله سبحانه وتعالى الذي أعانني على إتمام دراستي هذه، ولولا توفيقه عز وجل لما تحققت من ذلك شيء.....وبعد:

يسعدني أن أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى من تقتصر كل كلمات الشكر وعبارات الشناء عن الوفاء بحقه إلى أستاذي الفاضل الدكتور محمد شينخي المشرف على هذه الرسالة، هذا الرجل المعطاء الذي تتجسد في عطائه كل معاني الكرم والمروعة، له الشكر على ما منحتني إياه من الوقت والجهد والاهتمام وكل ما من شأنه تعزيزي لإخراج هذا العمل في أفضل صورة ممكنة فكان نعم المشرف ونعم المعلم.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات.

كما أشكر كل من ساعدني في هذا البحث، وأخص بالذكر الأستاذ الكريم: بن ساسي إلياس. الأستاذ بن تفات وكذلك عمال المكتبة بالأخص مراد جعفاري كما لا أنسى أن أشكر كل طالب أو باحث ساعدني على إنجاز هذا العمل.

شكرا ممزوج بالدعاء لأساتدي من التعليم الابتدائي إلى التعليم الجامعي، الذين كان لهم عظيم الفضل في وصولنا إلى هذا المستوى بلغتهم الله منازل الشهداء.

شكرا خاصا للوالدين الكريمين على مساعدتهما، بارك الله في عمريهما وفي ميزان حسناتهما وجعلتهما من أهل الفردوس الأعلى.

كما أشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

خدايچة

ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث شملت الدراسة 36 شركة مدرجة بسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/01/01 إلى 2008/12/31 موزعة على قطاعات مختلفة ، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وذلك باختبار، فرضيات الدراسة.

حيث خلصت الدراسة إلى أن سوق دبي للأوراق المالية يعد من بين أهم الأسواق العربية، وإلى أن متغير سياسة توزيع الأرباح نال حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة، حيث أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إيجابية عند مستوى 0.05 على قيمة المؤسسة

الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة، طرق التقييم، كفاءة الأسواق المالية، سياسة توزيع الأرباح، الانحدار الخطي، سوق دبي المالي.

abstract

This study aims to measure the impact of the decision to distribute profits to the value of the enterprise included the Dubai Financial Market, where the study included 36 companies listed on the Dubai stock market during the period between 01/01/2007 to 31/12/2008 spread over different sectors except sector financial, based on a multiple linear regression models and simple, so as to choose hypotheses of the study.

Where the study concluded that the Dubai market for the securities is among the most important Arab markets, and to a variable dividend policy received the lion's share in the interpretation of the value of the institution, where that dividend policy influence du moral positive when at 0.05 on the value of the institution

Key words: the value of the enterprise, evaluation methods, the efficiency of financial markets, dividend policy, linear regression, the Dubai Financial Market.

قائمة المحتويات:

الصفحة	
IV	الإهداء
V	شكر وعرفان
VI	ملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للقيمة والتقييم في النظرية المالية
02	المبحث الأول: مفاهيم حول قيمة المؤسسة في النظرية المالية
13	المبحث الثاني: أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية
32	المبحث الثالث: كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة
40	الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة
42	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
51	المبحث الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة .
63	المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل اختلال فرضيات السوق الكفاء .
78	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
80	المبحث الأول: التعريف بسوق دبي المالي
98	المبحث الثاني: تحليل واختيار الفرضيات
107	الخاتمة العامة
112	قائمة المراجع
120	الملاحق
130	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
17	أهم الفروقات بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	(1-1)
90	الإستثمار المؤسسي والفردى فى سوق دهبى المالى خلال عام 2008	(1-3)
94	توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات	(2-3)
97	نتائج تقدير النموذج	(3-3)
101	اختبار تجانس التباين	(4-3)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	الرقم
04	العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والتدفقات المستقبلية لها:	(1-1)
21	العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا	(2-1)
57	تقييم نظريات التوزيعات للأسلوب البياني	(1-2)
66	أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم/ للمؤسسة	(2-2)
80	المبكل التنظيمي لسوق دبي المالي	(1-3)
89	نسبة مساهمة القطاعات المختلفة في إجمالي قيمة السهم المتداولة لعامي 2007 و2008	(2-3)
91	حركة المؤشر العام 2007	(3-3)
92	حركة المؤشر العام 2008	(4-3)
100	دالة الارتباط الذاتي والجزئي لبواقي تقدير نموذج 2007 و2008	(5-3)

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
119	أسماء الشركات المدرجة والغير المدرجة في سوق دبي المالي	الملاحق (1)
122	أوزان أهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي العام لسنة 2009	الملاحق (2)
124	البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي لسنة 2007	الملاحق (3)
127	البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي لسنة 2008	الملاحق (4)

المقدمة العامة

ظهرت الإدارة المالية كتخصص ضمن حقول المعرفة في بداية القرن السابق، حيث أخذت شكلا وظيفيا، فقد اهتمت بظروف الاندماج في ما بين المؤسسات والاتحاد والاهتمام بالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات . وفي العشرينيات من القرن السابق ، وبعد أن انتشرت الأسواق المالية ، توسعت اهتمامات الإدارة المالية لتتجاوز حدودها الضيقة المرتبطة بالاندماج والتنظيم إلى الاهتمام بالطرق والإجراءات التي من خلالها تستطيع الحصول على الأموال بالكميات المطلوبة والتكلفة الأقل .

وبعد نهاية الحرب العالمية الثانية ، وما تبعها من توسع في النشاط الاقتصادي ، كإنشاء نظام مالي دولي (صندوق النقد الدولي ، البنك الدولي) ، الذي يعمل على تمويل مشاريع إعادة تعمير ما دمرته الحرب ، ابتعدت الإدارة المالية من مضمونها الوصفي لتدخل في غط التحليلي بعد أن تركز الاهتمام على تحليل الفرص الاستثمارية وكفاءة استخدام عناصر الموجودات التي تمتلكها المؤسسات .

أضف إلى ذلك أن التطورات التي حدثت حول استخدام الرياضيات بنجاح في عملية اتخاذ القرارات عموما قد أحدثت تطورات مهمة في الوظيفة المالية ، الأمر الذي زاد من اهتمامات الإدارة المالية بموضوعات مهمة وجديدة منها ، الاهتمام بالموازنات الاستثمارية وقرارات الاستثمار ، استخدام النماذج الرياضية في عملية اتخاذ القرارات والبحث عن نظرية متكاملة للتمويل .

بالإضافة إلى ذلك ظهرت نظريات حديثة من علماء متخصصين أرسلت معالم نظرية جديدة للإدارة المالية مثل نظرية مود بيجلياني وميلير .

يعتبر الاستثمار بالأسهم العادية من بين أبرز الأنواع في الاستثمار في الأوراق المالية ، حيث يكمن الهدف من أي مشروع استثماري بتحقيق العائد ، والذي بدوره يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة ، حيث كان يعتقد في السابق أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم الأرباح ، إلا أن هذا الهدف وجهت له عدة انتقادات من أهمها عدم الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود ، لينتقل الهدف بعد ذلك على يد النيو كلاسيك إلى تعظيم ثروة الملاك ، لكن هذا الأخير لم يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة ، كذلك عدم مراعاة تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين .

لكن مع ظهور النظريات الحديثة أصبح هدف المسير المالي هو تعظيم قيمة المؤسسة، والذي يتم تحقيقه من خلال تعظيم القيمة المضافة السوقية (MVA) ، أو عن طريق تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA).

ظهرت هاته النظريات الحديثة إثر ظهور نظرية الوكالة ، أي بعد انفصال الملكية عن التسيير، ذلك ما أدى إلى ظهور تكلفة الوكالة .

ولمعالجة هذا الإشكال لجأ المسيرون إلى نظام الحكومة كحل لهذا الإشكال ، لكن بالرغم من ذلك يبقى هدف تعظيم قيمة المؤسسة صعب المنال ، كونه تابع لعدة متغيرات كمية أو نوعية ، جزئية أو كلية ، خارجية أو داخلية ولهذا السبب أجريت هاته الدراسة التي قامت بالتركيز على أهم المتغيرات المتمثلة في سياسة توزيع الأرباح كأحد مكونات معدل المدودية الفعلي ، ومن أبرز القرارات المالية ، وذلك من خلال قياس تأثيرها على قيمة المؤسسة وهي المترجمة في الأخير لأداء السوق المالي ككل .

أولاً: إشكالية الدراسة:

عانت الأسواق المالية من الكثير من الإشكاليات خاصة في الآونة الأخيرة ، وقد كان الانخفاض الكبير والذي لا يمكن تجاهله هو قيمة المؤسسة بداخل تلك الأسواق بعد ارتفاع غير مبرر من الناحية الاقتصادية ومن بين أهم المتغيرات التي تقف خلف ارتفاع قيمة المؤسسة هي سياسة توزيع الأرباح ، التي تعتبر من أهم القرارات المالية الصعبة والحامة التي تتخذها الإدارة في المؤسسة ، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر في المؤسسة .

يدرس هذا البحث أثر سياسة التوزيع على اعتبار أنها أهم المتغيرات المؤثرة على قيمة الأسهم السوقية حيث تتدرج هذه الدراسة تحت الإشكالية الرئيسية التالية:

- كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2008/2007؟
يندرج تحت هذه الإشكالية إشكاليات جزئية هي:

1- هل تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بمستوى ربحية السهم الواحد للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي ؟

2- هل تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بمستوى توزيعات السهم الواحد للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي؟

3- هل توجد علاقة بين توزيعات الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة في المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي؟
ثانياً: فرضيات البحث:

بهدف الإجابة على إشكالية البحث، نحاول اختيار صحة الفرضيات التالية:

1- الفرضية الرئيسية:

تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي في الفترة 2008./2007
2- الفرضيات الجزئية:

1- تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بمستوى ربحية السهم الواحد للمؤسسة المدرجة في سوق دبي المالي؛

2- تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بمستوى توزيعات السهم الواحد للمؤسسة المدرجة في سوق دبي

المالي؛

3- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة.
ثالثاً: حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على دراسة الإطار المفاهيمي للقيمة والتقييم في النظرية المالية وذلك للتعرف على مفهوم القيمة وأهم المناهج المستعملة في تقييم الأوراق المالية وكذا سياسة توزيع الأرباح بكل جوانبها والنظريات المفسرة لتأثيرها على قيمة المؤسسة ، تجرى الدراسة التطبيقية في سوق دبي المالي وفق معطيات سنوية لكل من سنة 2008/2007 حيث تمت دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي، ودراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي ، أما عن اختيار فترة الدراسة فقد تم وفقاً للمعطيات المتاحة.

رابعاً: مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات نوجز منها :

✓ 38.08/من الأطروحات في فرنسا في مجال مالية المؤسسة ، ومالية الأسواق، في مجال الكفاءة وتقييم الأصول خلال الفترة 2004/2000 وهي الرائدة¹ ؛

✓ قلة الأعمال الأكاديمية حول سياسة التوزيعات في حدود المكاتب التي قمت بزيارتها ؛

✓ السعي إلى توعية المستثمرين وزيادة رشادهم في اتخاذ القرارات المالية.

خامساً: أهداف البحث:

تتمثل أهداف البحث فيما يلي :

(1)-دراسة إمكانية تأثير القرارات المالية بالأخص سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ومن ثم على أسعار الأسهم الدول الدول العربية؛

(2)-بيان العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة وسعر إغلاق السهم في سوق دبي المالي؛

(3)-استعراض أهمية نماذج قرار سياسة التوزيع باعتبارها القرارات الأكثر أهمية لأنها تمثل العوائد والأرباح الحقيقية التي يحققها المساهمين؛

(4)-محاولة اختبار مدى تطابق وتلاؤم النظريات المفسرة لسياسات التوزيع مع الواقع العلمي ؛

(5)-التعرف على العلاقة بين الأرباح النقدية الموزعة وكذا توزيعات السهم الواحد على قيمة الأسهم.

سادساً : أهمية الموضوع :

1- تتبع أهمية الموضوع من أهمية عملية توزيع الأرباح في حد ذاتها إذ تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية والتي أصبحت حالياً تلقي اهتماماً كبيراً لما يستعمل فيها من أساليب علمية ؛

2- نوعية المستثمرين وزيادة ثروهم المعلوماتية حول مقاييس الأسهم؛

3- تكمن أهمية هاته الدراسة في كونها الدراسة الأولى التي تناولت موضوع التوزيعات وأثرها على قيمة المؤسسة المدرجة في سوق دبي المالي ؛

4- يمكن للجمهور المحيط بالأسواق المالية الاستفادة من النتائج التي يتم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة؛

5- التعرف بأهم المعايير التي تزيد من الإقبال على الأسهم.

سابعاً: المنهج المستخدم والأدوات المستعملة:

بناء على طبيعة الإشكال المطروح وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذا البحث ، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع

الدراسة والتمكن منه .نحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية وعلمية ،فإن المنهج المستخدم

سيكون وصفيًا في تقلد أهم مفاهيم القيمة والمناهج المستعملة فيها وكذلك عرض مفهوم لكفاءة الأسواق المالية كما تم

عرض مفهوم سياسات التوزيع وأشكالها النظرية المفسرة لها وهذا في الفصلين الأول والثاني ، وعملاً بالأسس التي يركز

عليها المنهج الوصفي سنقوم باستعراض ملخصات حول الدراسات السابقة في الموضوع ونحاول تقييمها بهدف إبراز موقع

¹ علي بن الفشب ، دراسة تأثير المهكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم

الاقتصادية ، جامعة ورقلة، 2009، ص 3

البحث ضمن البحوث السابقة ، أما فيما يخص الفصل الثالث فقد تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة حيث تم استخدام فيه أدوات التحليل القياسي .

ثامنا : الدراسات السابقة :

1-دراسة عبد القادر والفضل (2003) بعنوان : العلاقة بين توزيعات الأرباح وسعر السوقي في الأسهم العادية : أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأردنية والعراقية حيث توصل الباحث في هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والسعر السوقي للسهم ، حيث وجد أن العلاقة في السوق العراقية أقوى من العلاقة في السوق الأردنية .

لم يتطرق الباحث في هذه الدراسة إلى تأثير المخاطر النظامية والغير النظامية على سعر السوقي للأسهم العادية كما أن الدراسة محدودة فقط على أسعار الأسهم العادية فقط.

2-دراسة عبد الناصر إبراهيم نور 2003 بعنوان : العلاقة بين التوزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية¹ :

حيث شملت هذه الدراسة ثلاث قطاعات هي: القطاع الصناعي، والزراعي، والخدمي للشركات المساهمة العراقية والأردنية، حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين أسعار الأسهم وسياسة التوزيع بالاعتماد على معامل الارتباط كاندال، كما تم الوصول أيضا إلى أن الأسعار تتحدد بمجموعة من العوامل أهمها، التوزيعات، والمخاطر النظامية كذلك لها أثر على تلك العلاقة.

لم يتطرق الباحث إلى إعادة شراء الأسهم كسياسة لتوزيع الأرباح، لكن المخاطر النظامية كانت إحدى آفاق الدراسة الواردة ضمن التوصيات .

3-دراسة حمدي زعرب وصباح شراب (2006) بعنوان: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005.

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين الإعلان عن توزيعات الأرباح وأسعار أسهم الشركات ،حيث توصل الباحثان إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية، ربحية السهم الواحد، ربحية السهم المختزلة، من جهة، وسعر السهم من جهة أخرى، وأن ربحية السهم الواحد تؤثر سعر السهم وحجم التداول، لكن الموزعة في شكل نقدي أكبر تأثيرا، و ربحية السهم تفوق الأرباح الغير العادية للسهم الواحد.

4-دراسة بور سلي، وعبد السلام (2005) بعنوان: محددات سياسة توزيع الأرباح النقدية (دليل سوق الكويت للأوراق المالية).

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح إضافة إلى مدى انطباق التدفقات النقدية الفائضة على السوق الكويتية، حيث لاقت هذه الدراسة قبولا في السوق الأمريكية بوصفها أحد التفسيرات المحتملة لسياسات توزيع الأرباح.



لم يتطرق الباحث في هذه الدراسة إلى محددات جميع أنواع سياسات التوزيع كإعادة شراء الأسهم وكذا الأسهم المجانية، فقد اقتصرَت الدراسة فقط على الأرباح الموزعة على شكل نقدي كما لم يتم التطرق إلى أثر المخاطر على مثل هذه السياسة.

5- دراسة محمد أحمد البراجنة (2006) بعنوان: اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية:

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة التوزيع والقيمة السوقية وكذا الدفترية للأسهم المتداولة.

لم يتطرق الباحث في هذه الدراسة إلى المخاطر النظامية والغير نظامية.

6- دراسة علي بن الضب (2009) بعنوان: دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالبورصة.

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة أثر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ماعدا القطاع المالي، حيث توصل الباحث إلى أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

وجد الباحث في هذه الدراسة إلى أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكثر من تأثير الهيكل المالي.

تاسعا : هيكل البحث :

سعيًا منا لإنجاز البحث والإجابة على إشكاليته ، قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة فصول ، فصلين للجانب النظري ، فصل للجانب التطبيقي ، ويمكن استعراض هيكل البحث كما يلي :

الفصل الأول : تحت عنوان الإطار المفاهيمي للقيمة والتقييم في النظرية المالية ، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث ، المبحث الأول تم تخصيصه للإطار المفاهيمي للقيمة من حيث مفهوم القيمة من حيث مفهوم القيمة ومؤشرات إنشائها ومبادئ عملية التقييم .

أما المبحث الثاني والمعنون بأهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية فخصص لتحديد دوافع وخطوات عمل المقيم ، المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية ، وكذا أطرق تقييم الأوراق المالية ، بينما المبحث الثالث والمعنون ب كفاءة بورصة القيم المنقولة وتقييم المؤسسة حيث تم التطرق في هذا المبحث إلى بورصة القيم المنقولة ، مفهومها ، شروطها ، مرتكزات وصيغ الكفاءة الاقتصادية وكذلك وعلاقة كفاءة بورصة القيم المنقولة بتقييم المؤسسة .

أما الفصل الثاني : تحت عنوان سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث ، تم التطرق في المبحث الأول على أهم مفاهيم سياسة توزيع الأرباح وعرض أهم أشكال وبدائل هذه السياسة مع ذكر العوامل المؤثرة فيها ، أما المبحث الثاني فتم فيه عرض أهم المقاربات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل كفاءة السوق وفي اختلال كفاءة السوق .

في المبحث الثالث: أما الفصل الثالث والأخير والمعنون ب الدراسة التطبيقية لأثر سياسة التوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي ، حيث تم تقييم الفصل إلى مبحثين ، فتم التطرق في المبحث الأول إلى التعريف بسوق دبي المالي من حيث الإطار التنظيمي ، شروط التداول ، المؤشر العام لسوق دبي المالي أما المبحث الثاني ثم فيه تحليل واختيار الفرضيات حيث ثم فيه دراسة الشركات المدرجة بسوق دبي المالي واستعمال الطرق القياسية لإيجاد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة حيث تم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة لسياسة التوزيع على المتغير التابع وهو قيمة المؤسسة .

عاشرا: صعوبات البحث:

1-الفترة الضيقة الممنوحة للبحث؛

2-صعوبة الحصول على بعض المعلومات من موقع البورصة، خاصة المعلومات الخاصة بأنواع سياسات التوزيع، وهذا ما جعل الباحث إلى عدم إدخال كل من سياسة إعادة الشراء، أسهم المجانية كمتغيرات مستقلة في نموذج الدراسة وعدم مجانيتها؛

3-صعوبة التنقل لبورصة دبي لإجراء زيارة ميدانية.

الفصل الأول:

"الإطار المفاهيمي للقيمة والتقييم في النظرية المالية"

تمهيد:

يشهد العالم مع بداية الألفية الجديدة تطورات وتحديات كبيرة تواجه الدول العربية خاصة في ظل تحرير التجارة العالمية وتحديات العولمة والاندماجات في الشركات الأجنبية لتكوين كيانات علاقة وثورة الاتصالات ، الإنترنت واشتداد المنافسة على جذب الاستثمارات العالمية .. الخ، الأمر الذي فتح أمام المؤسسات بدائل للتمويل بزيادة هذه الأخيرة يزداد القرار تعقيدا.

كان هدف المسير في السابق هو تعظيم الربح دون مراعاة القيمة الزمنية للنقود، لينتقل الهدف بعد ذلك إلى تعظيم ثروة الملاك دون مراعاة تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين ودرجة المخاطرة. لكن مع ظهور النظريات الحديثة أصبح هدف المسير المالي هو تعظيم قيمة المؤسسة والذي يتم تحقيقه من خلال تعظيم القيمة المضافة السوقية (MVA)، أو عن طريق تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) من أجل تحقيق هذا الهدف يجب التعرف على مؤشرات تحقيقه، طرق قياسه وتحديد العوامل المؤثرة فيه.

يهدف هذا الفصل إلى التعرف على القيمة ومبادئها، ومؤشرات إنشائها في المبحث الأول، أما المبحث الثاني والمعنون بأهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية حيث تطرق إلى تحديد دوافع وخطوات عمل المقيم، والمداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية وطرق تقييم الأوراق المالية، في المبحث الثالث تم عرض كفاءة البورصة القيم المنقولة وتقييم المؤسسة، وتم عرض مفهوم وشروط كفاءة بورصة القيم، مرتكزات وصيغ الكفاءة الاقتصادية للسوق وأخيرا علاقة كفاءة بورصة القيم المنقولة بتقييم المؤسسة.

المبحث الأول: مفاهيم حول قيمة المؤسسة في النظرية المالية

تعتبر عملية ضبط وتحديد المصطلحات خطوة بالغة الأهمية في مجال عمل المسير المالي، فقبل التطرق إلى موضوع التقييم تم تخصيص المطلب الأول من هذا المبحث إلى المفاهيم الأساسية للقيمة والفرقة بينها وبين السعر والتكلفة، أما على مستوى المطلب الثاني يتم عرض مؤشرات إنشاء القيمة والأداء على مستوى الأوراق المالية والحفاظ، أما المطلب الثالث نخصص لمبادئ عملية التقييم.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة:

إن مفهوم القيمة ليس واضحاً ومباشراً كما يعتقد الكثير من الناس، فقيمة أي أصل تتوقف على عدة عوامل¹ يهدف هذا المطلب إلى تحديد المفاهيم الأساسية للقيمة والفرقة بينها وبين السعر والتكلفة في هذا المطلب سوف نعرض المفاهيم العشرة للقيمة ثم إلى العلاقة بين مختلف هاته القيم وأخيراً عرض محددات القيمة.

أولاً: المفاهيم العشرة للقيمة:

القيمة لغة هي ما يقدر به الشيء، فقيمة الشيء هي قدره، وقيمة المتاع هي ثمنه.²

أما اصطلاحاً فلها مفاهيم مختلفة نوجز أهم عشرة منها وهي:

القيمة السوقية العادلة:

هي الطريقة الأكثر شيوعاً لتقدير القيمة، وتعرف أيضاً بالقيمة السوقية أو القيمة النقدية . والتعريف المتعارف عليه بوجه عام للقيمة السوقية العادلة هو: "المبلغ المعبر عنه نقداً أو ما يعادل النقد الذي يتم انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يتخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه"³.

القيمة الاستثمارية:

هي عبارة عن قيمة المنافع الاقتصادية المستقبلية النابعة من حيازة أصل ما لمشتري ما. لذا يعتبر هذا المفهوم من أشهر المفاهيم لدى المهنيين العاملين في مجال الاندماج والتملك. لأن قيمة الأصل تكون محددة بالنسبة لمشتري محدد، ويعود السبب في ذلك إلى العوامل التالية:

* إمكانية خلق القيمة المحتملة؛

* رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛

* الوضوح الضريبي للمشتري؛

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 11.

² علي بن الفسب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة مقدمة لبل شهادة الماجستير، غير منشورة، قسم علوم المسير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية جامعة ورقلة، 2009، ص 03.

³ نفس المرجع السابق ص 13.

* درجة التفاضل.

فلهذه العوامل التأثير على بناء تقديرات حول التدفقات المستقبلية للمؤسسة لمشتري معين، ومن ثم تقدير قيمة الأصل أو المؤسسة عموماً.

القيمة الإستعمالية:

وتمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية، ونفس الأداء فهي تتعلق خصوصاً بمعدات الاستغلال، والأساس الذي تعتمد عليه هذه القيمة هو المنفعة.¹

قيمة شهرة المثل:

هي مجموع الصفقات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.²

قيمة المؤسسة المستمرة:

تعني هذه القيمة قيمة المؤسسة باعتبارها مستمرة النشاط وتعني وجود شهرة المثل أو قيمة معنوية بالإضافة لقيمة العناصر المادية.

القيمة الدفترية:

هي تلك القيمة الحسابية للأصل كما هي واردة في حسابات المؤسسة.³ وهي الأكثر تضليلاً في الاستخدام كونها عبارة عن تكلفة التاريخية منقوصاً منها الاهتلاك المتراكم.

قيمة التصفية:

هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلاً على حدة وبالحالة التي عليها وهذه القيمة لا يمكن استخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاستمرار في مزاولتها لنشاطها لاعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب.⁴

القيمة القابلة للتأمين:

سيتم حساب وتحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسات التأمين والزبون لتغطية مخاطر أو مخاطر مرتبطة بأصل معين.⁵

قيمة الإحلال:

هي قيمة أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين.

¹ بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات التورلية، دراسة حالة لسم النقل المؤسسة (ENTP)، مذكرة مقدمة لبل شهادة الماجستير، غير منشورة في علوم التسيير فرع إدارة أعمال، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة 2003/2002 من 10.

² نفس المرجع السابق، من 15.

³ محمد صالح حابر، الاستئثار بالأشهر والسندات وإدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005، من 108.

⁴ بلخير بكاري، المرجع السابق، من 09.

⁵ هوارى سوسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لبل الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008/2007، من 40.

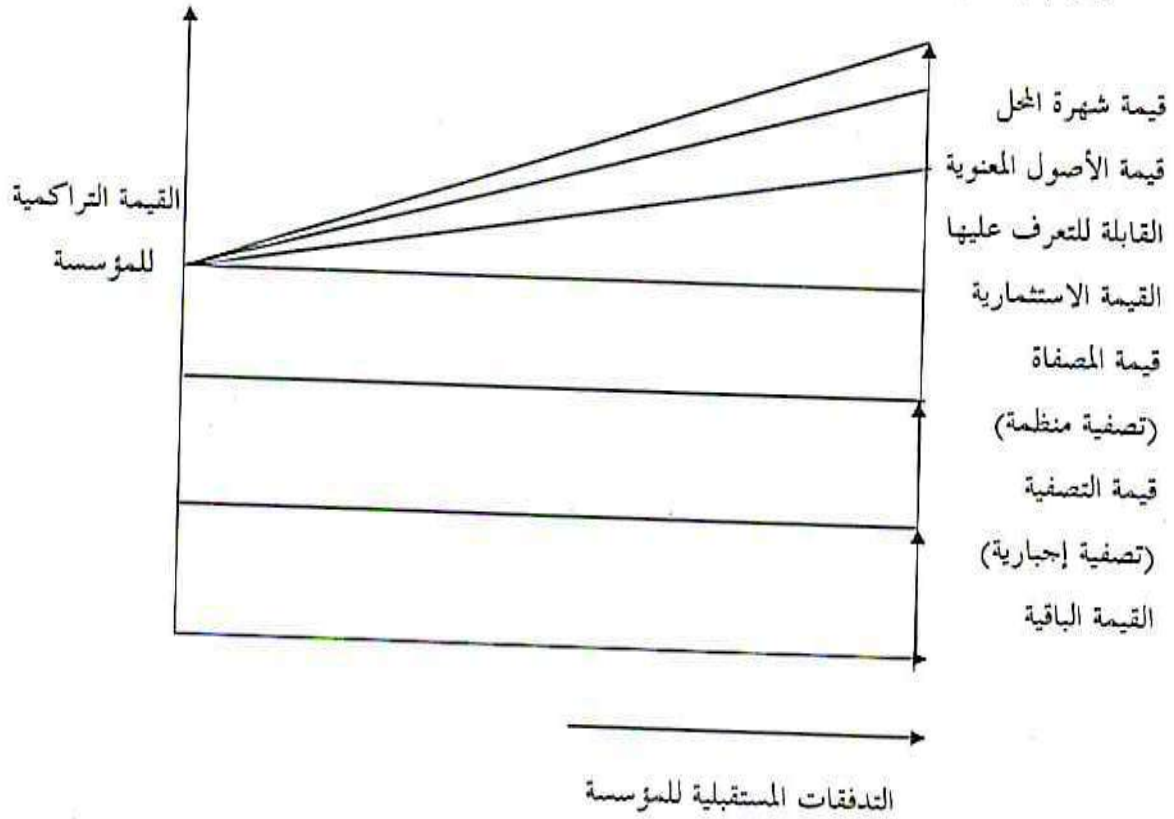
القيمة الباقية:

هي المبلغ الممكن تحقيقه نتيجة التنازل عن أصل ما أصبح عديم الفائدة ويتقرر إخراجه من الميزانية. مما سبق يمكننا القول أن القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام واستغلال ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما. يعني أن القيمة موجودة في جوهر الشيء، وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.

ثانياً: العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والتدفقات المستقبلية لها:

بعدما تم التعرف على قيمة المؤسسة يمكننا التعرف أيضاً على العلاقة بين مختلف أنواع القيم السالفة الذكر ومع التدفقات المستقبلية للمؤسسة وهو ما يبرزه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): العلاقة بين مختلف أنواع القيمة والتدفقات المستقبلية لها



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

من الشكل نجد أن أقل قيمة للمؤسسة هي القيمة الباقية التي تكون واحدة أيا كان مستوى تدفق المؤسسة، كونها تعبر عن قيمة الأصول كخردة. أما قيمة التصفية الإجبارية فهي القيمة الثانية الأقل، وهي مثل القيمة الباقية فقيمتها واحدة بعض النظر عن تدفق المؤسسة. وهي أقل أيضاً من القيمة المصفاة (تصفية منظمة) لأن هذه الأخيرة يتم الحصول عليها في وقت أطول لإيجاد مشتري.

القيمة الاستثمارية تزداد بزيادة التدفقات المستقبلية حتى تتساوى مع القيمة الإحلالية، عندما يكون التدفق المستقبلي معدوماً تكون القيمة الاستثمارية والقيمة المصفاة متساويتان، لكن مع زيادة نجاح المؤسسة تزداد أهمية الأصول المادية.

وبذلك فإن القيمة الاستعمالية تتجاوز قيمة المصفاة، أما قيمة شهرة المحل فتزداد بازدياد التدفقات المستقبلية للمؤسسة باعتبارها تساوي الفرق بين قيمة المؤسسة ككل وقيمة الأصول المادية والمعنوية.

ونقصد بالقيمة التراكمية هي قيمة المؤسسة الكلية، وهي قيمة الأصول المادية والمعنوية، وهي تزداد بشكل متوازي مع احتمالات التدفقات المستقبلية للمؤسسة.

ثالثاً: محددات القيمة:¹

- ◆ البيعة الاقتصادية الكلية؛
- ◆ الاستخدام المحتمل للأصل حالته المادية ودرجة مخاطرته؛
- ◆ توقيت تقدير القيمة وموقع أو مكان تواجد الأصل؛
- ◆ سيولة وكفاءة السوق الخاص بالأصل؛
- ◆ الندرة النسبية أو البدائل المتاحة؛
- ◆ مدى أو درجة التركيز.

المطلب الثاني: مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم الأداء:

تعدد مؤشرات قياس الأداء في المؤسسات حسب ما تضمنه فكر التسيير، والتي تهدف في مجملها إلى رفع أداء المؤسسات من خلال كشف مستواه، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة، ومن أهم تلك المؤشرات تلك المبينة على منظور خلق القيمة.² باعتبار أن القيمة هي الهدف الذي يرضى الأطراف المهتمين بالمؤسسة خاصة المساهمين، ومن أهم هاته المؤشرات نجد:

أولاً: مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم الأداء المالي للمؤسسات والأوراق المالية:

لقياس الأداء المالي والقيمة على مستوى المؤسسات والأوراق المالية هناك العديد من المؤشرات تختلف حسب طبيعة مكوناتها. فنجد مثلاً مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مالية، مهجنة، بورصية.³

¹ على بن النصب، مرجع سابق، ص 06.

² هواري سوبسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث - العدد السابع - جامعة ورنلة - 2010/2009 ص 55.

³ على بن النصب، نفس المرجع السابق، ص 06.

1/ مؤشرات ذات طبيعة محاسبية:

تمثل هذه المؤشرات أساسا في النتيجة الصافية، ربحية السهم الواحد، الفائض الإجمالي للاستغلال، نتيجة الاستغلال، تدفقات خزينة الاستغلال، الأموال الخاصة للسهم الواحد ثم ظهرت مؤشرات أخرى بعدها مثل المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، أثر الرافعة المالية، ومن أهم هذه المؤشرات نذكر على سبيل المثال:

ربحية السهم (BAP/EPS)*

يعتبر ربحية السهم من المقاييس الشائعة الاستخدام لتحليل ربحية المؤسسة وتقييم أدائها، حيث تستخدم لمقارنة ذلك مع أداء المؤسسة نفسها عبر الفترات الزمنية المتعاقبة.

فربحية السهم هي عبارة عن نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، وتحتسب من خلال قسمة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية على المتوسط المرجح للأسهم العادية.¹

معدلات المردودية: (ROE):

هي نسبة من نسب الربحية المرتبطة بالاستثمارات حيث يتم بموجبه الربط بين النتيجة الصافية خلال فترة ما و بين حقوق الملكية لنفس الفترة، وتبين هذه النسبة مدى نجاح الذي تحقق من قبل المؤسسة في استخدام مصادر المال الداخلية في حين تحقيق الأرباح، حيث يكون هذا النجاح كبير عند الحصول على مؤشر عالي بينما يكون المؤشر المنخفض دلالة على ضعف أو فشل المؤسسة في ذلك المجال.

معدلات المردودية (العائد على حقوق الملكية) $ROE = \frac{\text{الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{حقوق الملكية}}$

التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI):

وهو نسبة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأصل الاقتصادي بقيمة الإجمالية بالعلاقة التالية :

$$CFROI = \frac{EBE}{Ibnit + BFR}$$

يستخدم هذا المؤشر عادة بالقطاعات التي بها اهتلاكات ومؤونات لا تترجم بالضرورة التدني الفعلي للأصول، مثل قطاع الفنادق.²

الأموال الخاصة للسهم الواحد: (CPPA)*

يعطي هذا المؤشر صورة عن ذمة المساهم، واستخدامه يشبه إلى حد كبير استخدام مضاعف السعر إلى العائد (PER) وله حالتان:³

¹ محمد أبو ناصر، جملة سمات، معايير الخاصة والإبلاغ المالي الدولية، دار وائل للنشر - عمان - 2008، ص 545.

² Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 6ème édition, DALLOZ, France, 2005, P 635.

*Capitaux propre par action

*Benefice par action ou earning per share

³ علي بن النسي، مرجع سابق، ص 08.

* مؤشر CPPA أكبر من الواحد، يعني المرودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المرودية المفروضة هناك إنشاء قيمة.

* المؤشر أقل من الواحد دليل على أن المرودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المرودية المفروضة.

2/ المؤشرات ذات الطبيعة المالية:

يترجم هذا المؤشر العمليات الناتجة عن استخدام الموارد المالية للمؤسسة، وذلك عن طريق حساب الفرق بين قيمة الأصل الاقتصادي المتمثلة في التدفقات المستقبلية المستحقة بتكلفة رأس المال والقيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي.

1-2 القيمة الحالية الصافية: (VAN):

هي الفرق بين القيمة الحالية وتكلفة الاستثمار، أي الفرق بين مجموعة التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والمخينة إلى زمن بداية النشاط مع رأس المال المستثمر في المشروع وتحسب من خلال العلاقة التالية:¹

$$VAN = \sum_{i=1}^n Vi(1 + K)^{-i} - I_0$$

حيث:

K: عامل التخصيم ، معدل المرودية الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار؛

Vi: التدفق النقدي للسنة i؛

I₀: العمر الافتراضي للاستثمار.

3/ المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية والمالية:

تعرضنا في السابق إلى المؤشرات المحاسبية والمالية كل على حدة، سنحاول في هذه الخطوة تناول المؤشرات المحاسبية والمالية أي الجمع بين المؤشرين السابقين والمتمثلة أساساً في:

1-3 القيمة الاقتصادية المضافة: (EVA):

هي ذلك الفرق بين تكلفة الأموال والمرودية الاقتصادية مضروباً في الأصل الاقتصادي، حيث تقيس أداء مسيرين بين المؤسسات أمام المساهمين فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم.² وتعطى بالعلاقة التالية:

$$EVA = AE * (Re - K)$$

¹ إلياس بن ساسي، يوسف فريسي، التقييم المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار والن للنشر - عمان، الأردن- 2006، ص 317.

² هاردي سوبسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص 61.

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

هو معدل المدودية الداخلي (TRI) للاستثمارات المتواجدة بالمؤسسة، حيث يساوي هذا المعدل بين قيمة الأصل الإجمالي (قبل الاهتلاكات والمؤونات وتصحيحات التضخم) وسلسلة من فائض خريزة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على مدى حياة الأصل الاقتصادي، وهذه الأخيرة بالقيمة الخام المقسمة على الأصول الثابتة ومخصصات الاهتلاكات السنوية.

إذ التدفق النقدي العائد من الاستثمار يقارن بالتكلفة المربحة لرأس المال: المؤسسة التي تسعى لخلق القيمة وهي الأحسن وبين المؤسسة التي تسعى لتهديمها وهي الأسوء.¹

4/ المؤشرات ذات الطبيعة البورصية:

أدى تزايد نسبة التمويل عن طريق الأسهم إلى البحث عن مؤشرات قياس الأداء على مستوى الأسواق المالية وهي:

1-4 القيمة المضافة السوقية (MVA):

يقصد بالقيمة السوقية المضافة MVA بأنها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر من قبل المالكين والمقرضين، في حين يرى البعض إلى أن القيمة السوقية المضافة هي الفرق بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين.²

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة؛

MVE: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (عدد الأسهم × سعر السهم)؛

BVE: القيمة الدفترية لحقوق المالكين وكما تظهر في الميزانية العمومية للشركة.

كذلك تعطى بالعلاقة التالية:³

$$MVA = \sum_{k=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^k}$$

¹ Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, Edition 8, Dalloz, Paris, France, P 674.

² عدنان تابه، أرشد. فواد التهمي، التحليل المالي والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 145.

³ هواري سوبسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص 62.

2-4 عائد المساهم الكلي TSR:

يتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقى مضافا إليه التوزيعات منسوبة إلى السعر، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المرودية المفروض ولإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 05-15 سنة كمتوسط حسابي، حيث يخفض التغيرات السعرية الشاردة ويحسب بالعلاقة التالية:¹

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

بعد عرض مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى المؤسسات والأوراق المالية، وتقييمها، سنحاول هذه المرة تسليط الضوء على مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم أداء المحافظ المالية والتي هي عبارة عن توليفات من الأوراق المالية.

ثانيا: مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم أداء المحفظة المالية

لقياس أداء المحافظ المالية لخلق القيمة هناك أسلوبان، أسلوب بسيط يرتكز على العائد فقط، وأسلوب آخر يأخذ في الحسبان الثنائي عائد/مخاطر، والذي يحتوي على ثلاثة مؤشرات ، Jensen's, TREYNORS و

SHARPES

المؤشرات المرتكزة على العائد:

حسب هذا النوع هناك إنشاء للقيمة إذا كانت القيمة السوقية للمحفظة المالية ذات معدل نمو موجب تماما، ويتم حساب هذا المؤشر كما يلي:

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

إلا أن هذا المؤشر لا يأخذ في الحسبان التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات والضرائب المفروضة على فائض القيمة هذا من جهة ومن جهة أخرى مشكل كفاءة السوق المالي. نظرا لهذه العيوب أستحدث مؤشر آخر وهو:

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

المؤشرات المرتكزة على العائد والمخاطرة:

يندرج تحت هذا النوع ثلاث مؤشرات وهي مؤشر sharpes مؤشر TREYNORS و مؤشر

Jensens.²

¹ Total share holder return.

¹ Pierre Vernimmen, op .cit, p 675.

² خالد وهيب الراوي، إدارة المحافظ المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 م من ص 395.397.

مؤشر شارب : the sharpe per formance Index

باستخدام مفهوم خط سوق رأس المال فقد اقترح شارب أن الأداء التاريخي يمكن احتسابه على أساس العائد المتوقع عن تحمل المخاطر لكل وحدة من مجموع الخطر. وحسب مؤشر شارب بالعلاقة التالية:

$$Sp = \frac{\bar{R}_P - \bar{R}_F}{\sigma_P}$$

حيث:

\bar{R}_P : معدل عائد المحفظة؛

\bar{R}_F : معدل عائد خالي من الخطر؛

σ_P : خطر المحفظة أو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الماضية.

مؤشر ترينور : the Treynor per formance Index

حيث يتعامل هذا المؤشر فقط مع مخاطر السوق غير المصنفة لاستثمار معين فمؤشر ترينور يعطى بالعلاقة التالية:

$$Tp = \frac{\bar{R}_P - \bar{R}_F}{\beta_P}$$

حيث:

\bar{R}_P : معدل عائد المحفظة؛

\bar{R}_F : معدل عائد خالي من الخطر؛

β_P : بيتا المحفظة الاستثمارية.

مؤشر جنس : the Jensens per formance Index

يعتمد مؤشر جنس مباشرة على "CAPM" لتطوير أو تكوين تقدير لأداء الاستثمار وهو مقياس مطلق لتقدير العائد الزممي الثابت لاستثمار قادر على تحقيق إيراد أعلى أو أقل لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ بنفس القدر من الخطر منتظم، وهو يعطى بالعلاقة التالية:

$$\alpha_j = [E(R_{pt}) - R_{ft}] - \beta_p [E(R_{mt}) + R_{ft}]$$

المطلب الثالث: مبادئ عملية التقييم:

إن المبادئ الاقتصادية الأساسية، مثل العرض والطلب، تؤثر على قيمة المؤسسة، ومع ذلك فهناك أربعة مبادئ اقتصادية¹ محددة تؤثر على تقدير القيمة بشكل عام.

مبدأ وجود بدائل:

ويقصد من هذا المبدأ بساطة أن البائع ليس يجبر على البيع لمشتري معين وأن المشتري ليس يجبر على الشراء من بائع بعينه، لأن البدائل المتاحة أمام كل منهما ليست بالضرورة مرغوبة بدرجة متساوية.

مبدأ الاستبدال:

يقضي هذا المبدأ بأن المشتري الرشيد لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد عن تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة. ولكن تطبيق هذا المبدأ على كل المؤسسة صعب حيث أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة بأخرى أمر بالغ التعقيد.

مبدأ الإحلال أو الاستبدال:

لهذا المبدأ أهمية بالغة في تقدير القيمة، وهو يعني أن قيمة الملك أو الأصل يتحدد بواسطة التكلفة التي سوف سيتم تحملها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية.

كما يعتبر مبدأ الإحلال هو الأساس النظري لمدخل السوق إلى تقدير القيمة.

مبدأ المنافع المستقبلية:

يكتسب هذا المبدأ أهمية خاصة في إطار عمليات الاندماج والتملك، بأن قيمة الملك أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الملك أو الأصل أو السيطرة عليه، وعليه فإن قيمة أي مؤسسة تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة للملكية تلك المؤسسة.²

لكن تطبيق هذا المبدأ معقد جدا ويتطلب عمل توقعات وتنبؤات بشأن مستقبل المؤسسة، إلا أن القيمة الحالية الصافية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تعد أفضل مؤشر للقيمة.

كما يعتبر هذا المبدأ أساس مدخل التدفقات إلى تقدير القيمة.

¹ طارو عند العال حماد، مرجع سابق، ص 25.

² نفس المرجع السابق، ص 25.

شمل المبحث الأول من هذا الفصل مفاهيم أساسية حول القيمة في النظرية المالية وإلى مؤشرات إنشائها، وفي الأخير تم عرض أهم مبادئ القيمة، لأن تقدير القيمة علم غير دقيق، وهو يتطلب إصدار الأحكام وعمل الافتراضات وتكوين آراء.

ومن المهم أن نعرف أن تقدير القيمة هو عبارة عن رأي عن القيمة، ويجب إعداده بواسطة خبير تقدير كفى . لكن السؤال المطروح هو إيجاد الطرق التي يتم بها تحديد القيمة، ما هي مناهج تحليل الأوراق المالية؟ ما هي المراحل الأساسية لعملية التقييم؟ ما هي الطرق الحديثة في تقييم الأوراق المالية؟.

المبحث الثاني: أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية:

ستتطرق في هذا المبحث إلى كيفية معالجة العناصر الخاصة بالتقييم، المتمثلة أساسا في المفاهيم وطرق التقييم، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب ، الأول به أساسيات حول التقييم (المفهوم، الدوافع، المراحل والخطوات)، أما الثاني فيتم به عرض المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية، بعدها يتم عرض المطلب الثالث الذي يحتوي على طرق تقييم الأوراق المالية.

المطلب الأول: أساسيات حول تقييم المؤسسات والأوراق المالية:

يعرف التقييم على أنه حصر وتقدير لقيمة شيء معين بهدف الوصول إلى صافي قيمة ذلك الشيء بغض النظر عن الطريقة التي يمكن إتباعها لتقدير تلك القيمة، خلال فترة زمنية معينة، من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص الخصائص الأساسية لعملية التقييم وهي : المقيم¹، المؤسسة محل التقييم ، الفترة الزمنية للتقييم، قيمة المؤسسة.

أولاً: دوافع عملية التقييم:

يتم التقييم المؤسسات أو أصولها لأغراض مختلفة من أكثرها شيوعا ما يلي:

- ◆ الدخول إلى البورصة (التسعير)؛
- ◆ التنازل على شهرة المحل؛
- ◆ الاندماج والاستحواذ بين الشركات؛
- ◆ إعادة تقييم الميزانية؛

¹ بشرط أنه أن يتم بمحرمعة من الحراسب المالية، المحاسبية ، القانونية والحسابية.

- ✦ الرفع من رأس مال من أجل تحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة؛
- ✦ إقامة الشراكة بين المؤسسات؛
- ✦ فتح رأس مالها أو جزء منه للاكتتاب العام.

هذا على مستوى الاستراتيجي أما على المستوى التشغيلي يستخدم التقييم في عملية التسيير الجاري بتحديد:

- ✦ مردودية رؤوس الأموال المستثمرة؛
- ✦ قياس إنشاء القيمة وتقييم الأداء؛
- ✦ شراء وبيع السندات في إطار تسيير المحفظة؛
- ✦ تطور الذمة المالية المتراكمة؛
- ✦ وضع نظام لمكافأة العمال.

وقد تطور مفهوم قيمة المؤسسة وعملية التقييم بشكل كبير وواضح مقترنا بعملية التسيير، حيث نجد أن مسيرين المؤسسات يقومون بتقييم ذاتي لمؤسساتهم، وضع نظام التسيير بالقيمة أو الاستعانة بمكاتب استشارة، قصد توجيه اتخاذ قراراتهم المالية والإستراتيجية.

ثانيا: خطوات عمل المقيم:

لأجل الوصول إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة على المقيم أن يمر بمجموعة من المراحل أهمها:¹
تحديد الهدف: فتحديد الهدف يعني تحديد الوسائل والمعطيات، لذا فهو يمثل حجر الأساس لكل المراحل؛

وضع مخطط العمل: يتم التركيز على كل من: فترة التقييم، جمع المعلومات ثم تحليلها، اختيار

المرافقين...؛

تقييم عناصر المؤسسة: ويتم ذلك باختيار الطريقة المناسبة بالاعتماد على الأهداف والمعلومات المتاحة،

ونخطة العمل؛

كتابة التقرير: وهو عبارة عن رأي المقيم حول قيمة المؤسسة التي تم تحديدها.

¹ علي بن الفهد، مرجع سابق، ص 20.

المطلب الثاني: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية:

تعرف الورقة المالية على أنها صك يعطي لحامله الحق في مؤسسة ما. لذا تعتبر الأوراق المالية عنصر الحياة للأسواق المالية لكونها هي السلعة الوحيدة التي يتم تداولها في السوق المالية علما أن التعامل بهذه الأوراق يحتاج إلى معلومات وبيانات معمقة على هذه الأوراق حتى يستطيع المستثمر اتخاذ القرار السليم والملائم، لأجل هذا الهدف يستعمل المستثمر كلا من التحليل الفني والتحليل الأساسي.

أولا: التحليل الفني:

يقصد بالتحليل الفني جمع المعلومات عن سوق الأوراق المالية سواء على مستوى أسعار الأسهم (لمؤشرات سوق الأسهم، متوسطات الصناعة)، أو أسعار الأسهم الفردية، فأسعار الأسهم تعكس التغيرات في اتجاهات المستثمرين وانطباعاتهم بخصوص العوامل الاقتصادية، النقدية، السياسية والسيكولوجية، لذلك فإن هذا التحليل يهدف إلى الكشف عن اتجاهات تلك التغيرات في مراحلها المبكرة (الأجل القصير) واتخاذ القرار الاستثماري المناسب.¹ كما يسمى أيضا بتحليل سوق الأوراق المالية أو التحليل الداخلي لأنه يعتمد على البيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم. ويتم التنبؤ بهذه التغيرات أو تحركات الأسعار بالاعتماد على أدوات عدة نذكر أهمها ما يلي:

نظرية الداو:

المحللون الفنيون وكذلك مؤيدو الرسوم البيانية يفترضون بأن أسعار الأسهم في البورصة لها نماذج معينة يمكن توقعها. وهذا الافتراض مبني على نظرية الداو « the Dow theory »² حيث تعود هذه النظرية إلى مؤسسها

Charls H. Dow وقد طور Dow هذه النظرية لتوضيح تحركات الأسعار الماضية، حيث أن الهدف الأساسي من هذا التطوير هو وضع الأسس اللازمة للتكهن بأسعار الأسهم، والآن أصبحت هذه النظرية الأساس الذي يعتمد عليه المحللون الفنيون في دراستهم عن سوق الأسهم.³

¹ عبد الغفار حسن، الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية، الدار الخاضعة، الإسكندرية، 2004/2003، ص 281.

² محمد صاغ حابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 256.

³ J-Murphy, *L'analyse technique des marchés financière*, traduit de l'Americain par p-stockowshi et A-Dubelance, édition 2003, Heday, p 27.

* للمزيد من التفاصيل عن نظرية الداو أنظر كتاب «J-Murphy»

مؤشر القوة النسبية:

من بين أهم الأدوات في التحليل سواء للسهم الفردي أو الصناعة هو التحليل النسبي حيث يتم حسابه على أساس نسبة سعر السهم إلى مؤشر السوق أو مؤشر الصناعة أو متوسط السعر للسهم نفسه على مدى فترات سابقة، ويمكن رصد هذه النسب مما يشكل خريطة للسعر النسبي على مدى فترات¹. تحاول هذه الأداة اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية، إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة التقلب أسعار الأسهم تتفاوت بحيث يمكن ملاحظة وجود تغيرات في الاتجاه من جيد إلى سيء أو من سيء إلى جيد، فهذا النوع من الأسهم الذي يتميز بهذا السلوك يطلق على أسعاره بأنها تتسم بقوة نسبية. وتستخدم القوة النسبية للسهم في التنبؤ لأنه يفترض أن يستمر الاتجاه لبعض الوقت بالمعدل المتزايد (خط الانحدار إلى الأعلى) إذ ما تم رصد مؤشر على القوة النسبية للسهم أي أن السهم يفوق في مستوى أدائه في السوق وأنه سوف يستمر في هذا بينما المعدل المطابق يستبدل منه على أنه سوف يستمر في هذا الاتجاه.²

حساب المتوسط المتحرك:

من خلال هذا الأسلوب يرى الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى اتجاه معين، لذا نجدهم يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لفترة كافية تمكنهم من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل، فإذا ما تم اكتشاف ذلك أمكنهم من تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار.³

استخدام الخرائط:

تعتبر الخرائط من أقدم الأدوات استخداما للتنبؤ بالسعر حيث استخدمت لأول مرة في اليابان سنة 1700م كأسلوب لتنبؤ بأسعار الأرز⁴، حيث تفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك أسعار في الماضي، مما يتيح للمحلل المالي رؤية أدق لتلك المعلومات خاصة لو كانت على شكل أرقام، وتفيده أيضا في استخلاص التحاليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدتها... الخ.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 295.

² نفس المرجع السابق، ص 294.

³ هوراني سويدي، تفهيم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالخزائر، مرجع سابق، ص 163.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - أسهم وسندات - وثائق استثمار - خيارات، دار الجامعة - الإسكندرية - 2005، ص 25.

لذا نجد عدة أنواع من الخرائط أهمها، خرائط الأعمدة، خرائط الشعدان، النقطة والشكل، و لكل نوع استعمال خاص حسب الهدف الذي يسعى إليه المحلل المالي.

ثانيا: التحليل الأساسي:

يقصد بالتحليل الأساسي هو ذلك التحليل الذي يعتمد على دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها، حيث يستند التحليل الأساسي على فكرة إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة، وبالتالي يمكن التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق.¹

مما سبق يقوم المحلل المالي الذي يتبع هذا المدخل بالخطوات التالية:

مرحلة تحديد العوامل الأساسية: في هذه المرحلة يتم ما يلي:²

(أ) تحليل وتشخيص العوامل الكلية للاقتصاد؛

(ب) تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة؛

(ج) تحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة.

(أ) تحليل وتشخيص العوامل الكلية للاقتصاد:

يهتم التحليل الخاص بالتغيرات أو العوامل الكلية للاقتصاد بتحليل تطورات الاقتصاد العالمي حيث تؤثر حالة الانتعاش أو الركود العالمي على ظروف الدولة.

كما يهتم التحليل بظروف الدولة التي يستثمر فيها المستثمر لمعرفة تطور حركة السوق في هذه الدولة في أي وقت، وذلك من منطلق الإدراك بأن تطور اقتصاد الدولة ينعكس سواء بالإيجاب أو السلب على أداء المؤسسات بصفة عامة، بمعنى أن الاقتصاد القوي يضم مؤسسات قوية والعكس صحيح، ومن أهم المتغيرات الخارجية التي تتحدد مستقلة عن سوق رأس المال نذكر منها: السياسة المالية (مستوى الضرائب، التغير في الإنفاق الحكومي)، والسياسة النقدية (التغير في عرض النقود، سعر الفائدة... الخ).

(ب) تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة:

تعد هذه المرحلة مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، لأن تحليل وضعية القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة يعتبر من العوامل الأساسية التي تزيد من احتمالات جودة المؤسسة التي يقرر المستثمر توجيه جزء من

¹ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 51.

² هواري موبسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ناسدي مزاب، ورقلة، العدد-05- سنة 2007 م ص 109.

استثماراته في الأوراق المالية التي تصدرها هذه المؤسسة¹. فهو يوفر للمستثمر معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حواجز الدخول والخروج... الخ. إذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جانبية لتشجيع الاستثمار فيها. هذا ما يساعد المستثمر في توقع المخاطر و المردودية المرتبطتين بالمؤسسة.

ج) تحليل العوامل المرتبطة مباشرة بالمؤسسة:

في هذه المرحلة يهتم المحلل بتحليل المؤشرات المالية للمؤسسة نفسها لاختيار أفضل المؤسسات وذلك من خلال تقدير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للمؤسسة. فيساعد هذا التحليل على اتخاذ القرار الاستثماري لأنه يوفر معلومات عن ربحية المؤسسة ومستقبلها، كما يعتمد التحليل المالي أيضا على تحليل القوائم المالية المختلفة مثل الميزانية، جدول تدفقات الخزينة... الخ، كما يهتم أيضا بتحليل كل المتغيرات المالية مثل: الأرباح، وعائد الأصول، والمخاطرة... الخ.²

مرحلة التقييم:

يهدف المحلل المالي مما سبق إلى توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل وفي ذات الوقت تعمل على جمع المعلومات والبيانات قصد الوقوف على الأوراق المالية ذات الجاذبية ل يتم اتخاذ القرارات المناسبة ولكي يتم ذلك لا بد بالقيام بمرحلة التقييم التي تكون مكتملة للمرحلة الأولى، إذ تؤثر مخرجات عملية التحليل بشكل مباشر في مدخلات عملية التقييم التي تتمثل في شقين أساسيين، يتمثلان في التدفقات المستقبلية وتوزيعات الأرباح، ومعدل الاستحداث.³

ثالثا: أهم الفروقات بين التحليل الفني و التحليل الأساسي:

مما سبق، نجد أن التحليل الأساسي والذي يطلق على أصحابه بالأساسيين يقوم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة، إضافة إلى التعرف على حد من المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، أما التحليل الفني الذي يطلق على أصحابه بالفنيين فلا يلقى بالا لتلك الأمور. ذلك أنه يركز الاهتمام على دراسة التغيرات التي طرأت على سعر السهم خلال فترة ماضية، وذلك على أمل اكتشاف نمط لتلك التغيرات، يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة سعر ذلك السهم في المستقبل.⁴

¹ محمد أحمد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، 2009، ص 101.

² إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص 58.

³ هوارى سويبي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ القرارات الاستثمار المالي، مرجع سابق، ص 111.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق وأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 283.

من خلال تعريف هذان المدخلان يمكن استخلاص أهم الفروقات بينهما كما هي ملخصة في الجدول التالي:¹
الجدول: رقم (1-1) يبين أهم الفروقات بين التحليل الفني و التحليل الأساسي

التحليل الفني	التحليل الأساسي	وجه المقارنة
هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها)	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المؤسسة	(01) المفهوم
دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.	1/ تقييم العوائد والمناظرة لاتخاذ قرارات لاستثمار و الإقراض 2/ تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر	(02) الهدف
1/ تحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. 2/ العوامل التي تتحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. 3/ أن السوق أفضل متنبأ لنفسه. 4/ أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت. 5/ أم السوق رأس المال غير كفاء.	1/ أن سوق رأس المال كفى على الأقل في شكله الضعيف. 2/ يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	(03) الافتراضات
عوامل السوق نفسه مثل: 1/ أسعار الأوراق المالية؛ 2/ حجم التداول؛ 3/ عدد الصفقات وحجمها؛	1/ عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية. 2/ عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج اتجاهات الصناعة، المنافسة الجوانب الاقتصادية، التكنولوجية؛ 3/ عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب	(04) مصادر البيانات الخاصة لتعليل

¹ طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، عين شمس 2000م، ص420، 421.

<p>4/ سلوك المستثمرين؛</p> <p>5/ عمليات البيع على المكشوف؛</p> <p>6/ التوقيت الزمني؛ اتساع السوق؛</p> <p>7/ الجلو النفسي.</p>	<p>الحسابات والملاحظات.</p>	
<p>1/ مؤشر ميول المستثمرين (نفسه)؛</p> <p>2/ لأسهم مؤشرات تدفقات الأموال؛</p> <p>3/ مؤشرات هيكل السوق.</p>	<p>1/ المؤشرات الاقتصادية العامة؛</p> <p>2/ دورة حياة الصناعة؛</p> <p>3/ التنبؤ بمجالات النمو؛</p> <p>4/ تحليل ظروف المنافسة؛</p> <p>5/ تحليل التطورات التكنولوجية؛</p> <p>6/ القوائم المالية المقارنة؛</p> <p>7/ تحليل السلاسل الزمنية؛</p>	<p>(5) أدوات التحليل الرئيسية</p>

	<p>8/تحليل رأسي للقوائم المالية؛</p> <p>9/تحليل النسب؛</p> <p>10/التحليلات الخاصة.</p>	
<p>1/وفرة عدد المحللين الفنيين يجد من منفعة هذا الأسلوب؛</p> <p>2/يحتاج المرء في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ؛</p> <p>3/تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى التطور تناسب الظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>1/تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني؛</p> <p>2/توجد بعض التحفظات التي تجد من منفعة القوائم المالية التي تعد المؤسسة؛</p> <p>3/صعوبة متابعة عدد أكبر ومن الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>(6) حدود استخدامها</p>

المصدر : طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الناشر / الدار الجامعية، عين شمس، 2000 ص ص 421.420.

المطلب الثالث: طرق تقييم الأوراق المالية (الأسهم العادية):

بعد التطرق إلى مفهوم التقييم ومناهج تحليل الأوراق المالية، نحاول في هذا المطلب التعرف إلى أهم طرق تقييم الأوراق المالية (الأسهم العادية) حيث أن الغرض من هذه الطرق الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، ذلك لأن أي مستثمر مالي لا يشتري أو يبيع أصل مالي دون معرفة قيمته الحقيقية ومن بين أهم الطرق للتقييم نجد:

أولاً: طرق التدفقات النقدية المستقبلية (تدفقات الخزينة المتاحة) (DCF):

من خلال هذه الطريقة يتم الحصول على قيمة المؤسسة، فمن خلالها يمكن معرفة القيمة الحقيقية للسهم من خلال معرفة الأصل الاقتصادي الذي هو عبارة عن مجموع القيمة السوقية للأموال الخاصة والقيمة السوقية للديون. ولكنه يحسب حسب هذه الطريقة باستحداث مجموع التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل استحداث (الخصم) K بالإضافة إلى القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة معينة وذلك كما يلي:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

حيث:

VA : القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية؛

F_t : التدفق النقدي المتاح المقدر في الفترة t ؛

VR_n : القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة؛

K : معدل الاستحداث (الخصم)؛

N : الفترة المأخوذة لحساب التدفقات.

تحديد معدل الاستحداث K :

سوف نأخذها كمعدل خصم للتدفقات النقدية التكلفة المرجحة المتوسطة لرأس المال التي تعطي العلاقة التالية:

$$k_e = k_D(1-t) \cdot \frac{V_D}{V_D+V_{CP}} + K_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_D+V_{CP}}$$

حيث:

K_e : التكلفة المرجحة المتوسطة لرأس المال؛

K_D : تكلفة الديون قبل الضريبة؛

t : معدل الضريبة؛

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛

V_D : القيمة السوقية للديون؛

V_{cp} : القيمة السوقية للأموال الخاصة؛

$V_D + V_{cp}$: القيمة السوقية للأصل الاقتصادي؛

الوزن النسبي للأموال الخاصة من الأصل الاقتصادي: $\frac{V_{cp}}{V_D + V_{cp}}$

الوزن النسبي للديون من الأصل الاقتصادي: $\frac{V_D}{V_D + V_{cp}}$

1_1_1 تحديد تكلفة الأموال الخاصة: تحسب بإحدى النموذجين التاليين:

1_1_1 نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF:

يسمح هذا النموذج بتحديد معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين، حسب هذا النموذج فإن معدل العائد

المطلوب هو عبارة المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطرة وعلاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل

الحساسية B ، وتحسب بالعلاقة الرياضية التالية:¹

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

حيث:

K : معدل المردودية المتوقع للورقة المالية؛

r_f : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

R_m : معدل العائد المطلوب في السوق؛

β معامل المخاطر بين حساسية معدل المردودية للسهم بالنسبة لمعدل المردودية السائد في السوق ويحسب بالعلاقة

التالية:²

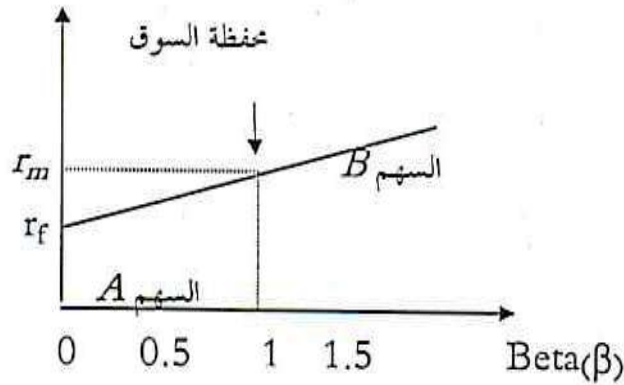
$$\beta = \frac{cov(k, r_m)}{var(r_m)}$$

¹ Richard Brealey, Stewart, Myers, Franklin, principe de gestion financière, Pearson Education France, Edition, France, 2006.p205.

² محمود محمد الدامر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار النشر: النشر والتوزيع، 2005، ص 193.
 للمزيد أنظر عن معامل الحساسية β أنظر Richard Brealey, Stewart, Myers, Franklin, principe de gestion financière.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا العائد المنتظر



Source: Richard A, Brealey, principe de gestion financière, p 206.

من خلال ما سبق نجد أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمتقياس للمخاطرة.¹

2_1_1 نموذج شايفيرو:

ويعطى بالعلاقة التالية:

$$k_{cp} = \frac{D_i}{P_0} + g$$

حيث:

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛

D_i : توزيعات الأرباح للسهم (الأسهم العادية)؛

P_0 : السعر السوقي للسهم؛

g : معدل النمو.

2_ تحديد تدفقات الخزينة المتاحة (تدفقات الخزينة المستقبلية) (DCF):

يمثل التدفق النقدي المتاح (DCF) أو ما يدعى التدفق الحر (fcf) في التدفقات النقدية المتولدة عن النشاط الاستغلالي للمؤسسة، يحسب التدفق النقدي عن طريق التمويل لذا يستبعد عند حسابه طرح المصاريف المالية

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحي، عمان، 2009، ص 257.

وللحصول على الأصل الاقتصادي نقوم باستحداث التدفقات النقدية المتحصل عليها، حيث التدفق النقدي المتاح¹ يعطى بالعلاقة التالية:

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال - خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة + مخصصات الاهتلاك - التغيير في احتياج لرأس المال العامل للاستغلال + مبلغ التنازل عن الأصول صافي من الضريبة على أرباح المؤسسات.

ثانيا: نموذج توزيعات الأرباح المخصصة:

وهي تمثل سلسلة التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر فقط من المؤسسة وهي أساس حساب القيمة الحقيقية للسهم، لذا يتطلب إعداد تقديرات السلسلة التوزيعات المستقبلية وبمعدل العائد المطلوب المناسب (معدل الخصم)²، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{D_0}{(1+k)} + \frac{D_1}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

حيث: V : القيمة الحقيقية للسهم؛

D_0, D_1, D_n : توزيعات الأرباح؛

K : معدل الاستحداث أو الخصم؛

n : المدة الزمنية.

أي:

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

بعد ذلك تم إعادة الصياغة السابقة من طرف فيشر على النحو التالي، حيث أضاف لها قيمة إعادة بيع السهم.

$$V = \frac{D_0}{(1+k)} + \frac{D_1}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

حيث:

V_n : سعر أو قيمة بيع الأصل (السهم) في نهاية الفترة.

ومنه:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k)^i} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

¹ التدفقات المأخوذة في حساب الأصل الاقتصادي هي تدفقات مستقبلية لذلك لابد من تحديد معدل النمو ويمكن أن يحدد عن طريق إحدى الطرق هي: الاعتماد على المعدلات

التاريخية لمعدلات النمو حيث يستخدم فيها المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي، الاعتماد على تقديرات المال المال.

² علي بن الغضب، مرجع سابق، ص 23.

³ عبد الغفار حنص، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 303

انطلاقاً من المعادلة الأخيرة يمكن أن يتم تطبيق نماذج الاستحداث (الخصم) على توزيعات الأرباح في عدة حالات أهمها:

1. تدفقات متساوية لكل سنة (ثابتة) ولفترة محددة n :

في هذه الحالة يتوقع المستثمرون أن تظل قيمة التوزيعات ثابتة من سنة إلى أخرى أي لا يوجد نمو.¹ في هذه الحالة فإن قيمة السهم لفترة محددة تساوي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k)^i}$$

حيث:

V : القيمة الحقيقية للسهم؛

D_i : توزيعات الأرباح؛

K : معدل الاستحداث.

2. تدفقات متساوية لكل سنة بمعدل نمو معدوم يمتد إلى ما لا نهاية:

ويعطى بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k)^i} = \frac{D_1}{K}$$

حيث:

V : القيمة الحقيقية للسهم؛

D_i : توزيعات الأرباح؛

K : معدل الاستحداث.

3. تدفق ينمو بمعدل نمو* غير ثابت ولمدة محددة:

ويعطى بالعلاقة التالية:

$$N = D_1 \sum_{i=1}^n \prod_{i=1}^n \frac{(1+g)}{(1+k)^i} + \frac{V_n}{(1+K)^n}$$

¹ محمد صالح الحناري، جمال فريد مصطفى، حلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل المندسة المالية، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 61.

61.

*معدل النمو = نسبة الأرباح المختزلة × معدل العائد على الملكية (الأرباح المختزلة).

حيث:

V : القيمة الحقيقية للسهم؛

D_1 : توزيعات الأرباح؛

g : معدل النمو؛

V_{11} : قيمة السهم (الأصل) في نهاية الفترة؛

K : معدل الاستحداث.

ثالثاً: طريقة المضاعفات:

تعتمد هاته الطريقة والتي تدخل ضمن المنظور المقارن على تشكيل عينة من مؤسسات مسعرة متماثلة حيث تتميز بنفس الخصائص القطاعية خاصة منها المالية. كما يجب أن تكون المؤسسات المختارة ضمن العينة إضافة إلى ذلك ذات أوراق مالية نشطة وهي محل متابعة من طرف محللين الماليين بغية استغلال توقعات مستقبلية. يتم حساب المضاعفات انطلاقاً من نسبة بين القيمة السوقية والرصيد الخاسبي، حيث تستخدم طريقة المضاعفات لمعرفة إذا كان سعر السهم يتداول حول القيمة الحقيقية (القيمة العادلة) أو أنه يوجد خلل في التسعير ومن أهم المضاعفات:

1. مضاعف نسبة السعر على الربح: (PER) Price Earning ration:

يعتبر مضاعف نسبة السعر / العائد من أهم النسب المستخدمة في تقييم الأسهم وأكثرها شيوعاً في الأسواق المالية بحيث تشير إلى كم مرة من الربح تقبل الأسواق المالية دفعه على ورقة مالية، أو بمعنى آخر كم مرة تقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف المؤسسة ما. لذا نجدّه يستعمل بكثرة في المقارنات بين الأسواق المالية وبين مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمرين المحافظ المالية. حيث يحسب بالعلاقة التالية:¹

$$PER = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{ربح السهم}}$$

* (BPA) ربح السهم للسنة الجارية

تكمل أهمية هذا النوع من المضاعفات لاستغلال على وجود أو عدم وجود مغالاة في سعر السهم السوقي.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع السابق، ص 176.

* حيث $BPA = \frac{\text{نتيجة الصافي} - R_{net}}{\text{عدد الأسهم}}$ ، وتشرح النتيجة الصافية من خلال التحليل الأساسي.

عيوب مضاعف نسبة السعر على الربح:

يؤخذ على هذه النسبة بأنها:

- ☒ لا تأخذ بعين الاعتبار النمو المتوقع في أرباح المؤسسة؛
- ☒ تتأثر بالأرباح الاستثنائية بشكل مباشر؛
- ☒ ليس لها مدلول قوي إلا إذا تم مقارنته بنفس النسبة للمؤسسات التي تعمل في نفس القطاع؛
- ☒ لا تصلح هذه النسبة في تقييم أسهم المؤسسات التي حققت خسارة.

2. مضاعف رقم الأعمال (PS):

تتميز بعض المؤسسات وخاصة التي تنتمي إلى قطاعات تستخدم تكنولوجيا جديدة ومتطورة لصعوبة الحصول على المعلومات بخصوص مستقبلها وخاصة أرباحها الصافية وبالتالي لا يصلح استخدام مضاعف السعر / الربح لمعرفة القيمة الحقيقية للسهم، فستخدم بدل ذلك مضاعف رقم الأعمال وهو يعطى بالعلاقة التالية:

$$PS = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{رقم الأعمال للسهم الواحد } CA_{HT}}$$

حيث:

CA_{HT} : رقم الأعمال للسهم الواحد خارج الرسم.

$$CA_{HT} = CA/n$$

حيث:

CA : رقم الأعمال؛

n : عدد الأسهم.

رابعاً: تقييم المؤسسة من منظور نظرية الخيارات:

انتشر استخدام الخيارات على نطاق واسع على مستوى العالم من خلال السنوات الأخيرة حيث يتعدّد أكثر من مليون عقد من الخيارات يوميا في البورصات الكبيرة، بمختلف أنحاء العالم.
فما هو عقد الخيار؟ ومن هم الأطراف المتعاملون بعقد الخيار؟ ما هي قيمة عقد الخيار وافترضاته؟
عقود الخيار: هي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية (سلع) أو أدوات مالية (كأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعمليات أجنبية أو بعض المؤشرات) وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار¹. ولهذا العقد كما ذكرنا طرفين:

1. الطرف الأول المشتري له حق الشراء والبيع:

✓ لكمية محددة من الأصل محل التعاقد؛

✓ سعر محدد يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ؛

✓ حتى تاريخ محدد تاريخ التنفيذ أو الاستحقاق.²

2. الطرف الثاني البائع:

▪ وهو ملزم ببيع أو شراء الأصل محل التعاقد بسعر التنفيذ المتفق عليه إذا ما مارس المشتري هذا الحق داخل النطاق الزمني للعقد.³ في هذه الحالة يقوم مشتري الحق بدفع مقابل للبائع الحق يسمى هذا المقابل بالمكافأة أو ثمن الخيار.

1. قيمة الخيار:

وهي تمثل الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ خلال فترة الاستحقاق، فإذا كان الفرق أكبر من الصفر يعني أن قيمة الخيار مرجحة، أما إذا كان العكس قيمة الخيار تساوي الصفر (سالبة) يعني خسارة، هذا بالنسبة لخيار الشراء، أما إذا كان خيار البيع فالعملية معاكسة تماما، الفرق يساوي الصفر هو موجب في حالة خيار البيع والفرق موجب يعني معدوم.

2. ثمن الخيار:

وهي عبارة عن الثمن المدفوع من قبل مشتري حق الخيار للبائع حق الخيار ليكون له الحق في مطالبة البائع

¹ هو شيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار سمان، عمان، طعة الأولى، 2009، ص 158.

² أوروبي أو أمريكي فالأوروبي عند نهاية فترة الاستحقاق أما الأمريكي خلال فترة الاستحقاق (في أي وقت من المدة).

³ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 560.

خلال مدة العقد بأن يشتري منه أو يبيع إليه الأصل محل التعاقد، حيث أن هناك العديد من المحددات التي تؤثر على سعر الخيار أهمها:

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

3. نموذج تقييم الخيارات Black sholes:

يعد تسعير الخيارات من العمليات الصعبة ذلك أن المعادلات الرياضية التي تقيم هاته الأسعار تحتوي على متغيرات لا زالت قيمتها غير واضحة وتحدد بناء على تنبؤات مستقبلية. ومن بين أشهر نماذج تقييم الخيارات نجد نموذج بلاك-شولز (Black _ sholes) نسبة إلى الباحثين بلاك فيشر وميرون شولز، قام هذين الباحثين بصياغة نموذج رياضي لتسعير عقد الخيار. وهو مقبول ومستخدم على نطاق واسع في مجال الاستثمارات في الوقت الحاضر.¹

1.3. افتراضات نموذج بلاك-شولز Black _ sholes

يبني هذا النموذج على افتراضات أهمها:

1. معدل الفائدة قصير الأجل خالي من المخاطر معلوما و ثابتاً؛²
2. معدل الفائدة هو نفسه سواء اقراض أو اقتراض؛
3. أن أسعار الأسهم محل التعاقد تتبع طريقة الانتشار المستمر و هذا الافتراض يعني ببساطة أن تداول الأصل يتم بصورة مستمرة عبر الوقت ولا توجد ثغرات بأسعار الأصل؛
4. لا يدفع للمساهم أي توزيعات نقدية أثناء عمر الخيار حتى لا يؤثر ذلك على الأسعار؛³
5. لا توجد تكاليف شراء أو بيع الخيار ولا توجد ضرائب؛

¹ هناك الطريقة البينانية وطريقة نموذج تسعير الخيار الثنائي Binomal.

² طارق عبد العال، المشتقات المالية (مفاهيم، إدارة المخاطر، بحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 86.

³ محمد صباغ الحجازي، مجال فريد مصطلح، خلال العاد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 287.

⁴ طارق عبد العال، نفس المرجع السابق، ص 88-91.

6. أسلوب خيار أوروبي.

2.3 الصيغة الرياضية لنموذج بلاك-شولز Black _ sholes

$$CP = C_a M_s P - N(d_1) - EP / e^{rt} - N(d_2)$$

$$d_1 = (\ln cas / EP) + (r + 0.5\delta^2)t / \delta\sqrt{t}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{t}$$

حيث: cp : ثمن خيار الشراء.

CMP : السعر السوقي للأصل محل التعاقد.

NQ : دالة كثافة القانون الطبيعي.

EP : سعر التنفيذ.

e : أساس اللوغاريتم النيبيري.

r : معدل المرودية بدون مخاطرة.

t : مدة حياة الخيار.

δ^2 : تباين السعر السوقي للأصل محل التعاقد.

أما قيمة ثمن خيار البيع فهي كالآتي:¹

$$pp = \frac{EP}{e^{rt}} - CMP + cp$$

تبدو معادلة هذا النموذج معقدة إلا أن تطبيقها لا ينطوي على صعوبة كبيرة حيث أن معظم المتغيرات يمكن

الحصول عليها من البيانات المنشورة.

-مما سبق نجد أن هناك تعدد لطرق تقييم الأوراق المالية، طريقة التدفقات النقدية المتاحة و طريقة نسبة العائد إلى

السعر و طريقة المضاعفات و طريقة التقييم من منظور الخيارات، ولكل طريقة من هذه الطرق مزايا و عيوب إلا أن

هدف الأخير الذي تسعى إليه كل طريقة هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية (الأسهم العادية).

¹ نفس المرجع السابق، ص 91.

المبحث الثالث: كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة:

تمثل بورصة القيم المنقولة إحدى المؤسسات الهامة التي تقوم عليها نظام اقتصاد السوق، نظرا للدور الذي تلعبه في عملية تمويل الاقتصاد والتخصيص الأمثل للموارد. لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى بورصة القيم المنقولة مفهومها وشروط كفاءتها، في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني يتم عرض كل من صيغ ومرتكبات الكفاءة الاقتصادية وأخيرا يتم عرض علاقة كفاءة بورصة القيم المنقولة بتقييم المؤسسة في المطلب الثالث.

المطلب الأول: مفهوم وشروط كفاءة بورصة القيم:

تعد سوق الأوراق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالمؤسسات التي تتداول أدائها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة.

أولا: مفهوم بورصة القيم المنقولة والكفاءة:

1. مفهوم بورصة القيم المنقولة:

1. جاء في القاموس تعريف بورصة القيم المنقولة كالتالي: إن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة تنظيما. دقيقا لتداول الأسهم والسندات؛
2. حسب ج-ديفوس و ب-بالي فإن بورصة القيم المنقولة هي سوق ثانوية متاحة للعموم الجمهور، وتكون منظمة بحيث يتم فيها تداول القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة¹؛
3. حسب شمعون شمعون فإن بورصة القيم المنقولة عبارة عن سوق تعتقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية.²

من خلال التعاريف السابقة يمكننا تقلم تعريف شامل لبورصة القيم المنقولة:

¹ هواري سوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، ص 115.

² نفس المرجع السابق.

هي مكان مادي ملموس، يتم فيه التقاء وكلاء البائعين ووكلاء المشترين للأوراق المالية المتداولة، ويتم التعامل فيه من خلال نظام المزايدة، ويقتصر التعامل في بورصة القيم المنقولة على الأوراق المالية المدرجة فيها فقط، حيث تقوم كل بورصة قيم منقولة معينة بالتداول.

2. مفهوم الكفاءة:

يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية مدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، للتعرف على أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذا السوق موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.¹ وفق لهذا المفهوم يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم عن المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تنجس أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك طبعاً لطبيعة الأبناء.

3. أنواع الكفاءة في بورصة القيم المنقولة:

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

الكفاءة الكاملة: وتعني بما عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج محددة بشأن سعر السهم، وعليه تتمحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:²

- ✓ شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع بدون تكاليف؛
- ✓ حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه أو شرائه لأي كمية من الأسهم وللمؤسسة التي يرغب فيها؛
- ✓ تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

✓ رشادة المستثمرون، وسعى كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

الكفاءة الاقتصادية: ونقصد بما توقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم و يعني ذلك أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف.

¹ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، مرجع سابق، ص 40.

² متناج صالح، معاريق فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، ص 183.

ثانيا: الشروط الأساسية للسوق الكفوءة:

هناك مجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر في السوق المالية من أجل أن تكون هذه السوق كفوءة نذكر أهمها على سبيل المثال مايلي¹:

✓ أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوافر لهم حرية الدخول إلى السوق أو الخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛

✓ أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المتداولة فيها، وتتوفر خاصية السيولة لتحقيق الفرص أمام المستثمر البيع والشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛

✓ أن تتوفر للسوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التداول التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب؛

✓ توفر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحدد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛

✓ توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات؛

✓ وجود هيئة مشرفة تعرف هيئة الأوراق المالية ويجب أن تكون هذه الهيئة محايدة؛

✓ أن تكون كلفة التداول منخفضة جدا إلى درجة شبه معدومة.

المطلب الثاني: مرتكزات وصيغ الكفاءة الاقتصادية للسوق:

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة بما يتضمن توجيه تلك المبالغ إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا المجال يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما الدور المباشر والآخر غير مباشر.

1. الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء عوائد مستقبلية هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرصة استثمار واعدة سوف نستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم.

2. الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة بمثابة مؤشر آمان المقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو عقود اقتراض من المؤسسات المالية، وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول²

¹ فاسم نافذ علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان ن الـدعة الأول 2009. ص 165.

² مفتاح مبالغ، معارف فريده، مرجع سابق، ص 186.

أولاً: مرتكزات الكفاءة الاقتصادية للسوق:

لكي يتحقق التخصص الكفء للسوارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر فيه سمتان هما:

1. كفاءة التسعير: أو الكفاءة الخارجية، ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير و أن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة¹.

2. كفاءة التشغيل: أو الكفاءة الداخلية، وهي تعني قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد فيه المتعاملين لتكلفة عالية للسمسة، دون أن يتاح للتجار تحقيق أرباح غير عادية.²

ثانياً: صيغ الكفاءة الاقتصادية للسوق:

هناك ثلاثة افتراضات للسوق الكفء وهي:

1. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

وتسمى أيضا بـ "نظرية الحركة العشوائية للأسعار"³ في هذا المستوى فإن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات السوقية للورقة المالية بما فيها، الأسعار التاريخية، والعوائد، وأحجام التداول حتى الصفقات والأوامر غير العادية... الخ.⁴

ومنه لا يمكن الاستفادة من التنبؤ بالأسعار المستقبلية، أي أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت وهي مسألة عديمة الجدوى.

2. الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق:

تعتمد هذه الصيغة على أن أسعار الأوراق المالية السائدة في السوق تتغير لحظياً وبطريقة غير متحيزة لأي معلومات جديدة حيث تنتشر هذه المعلومات بصفة مستمرة ومباشرة للسوق.⁵

وبالتالي لا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية.

¹ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 42.

² صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية الأهمية والأهداف، السيل، مطبوعات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى 2003، ص 25.

³ مفتاح صالح، معارف فريدة، مرجع سابق، ص 185.

⁴ فاسم ناهت ملوان، مرجع سابق، ص 164.

⁵ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 44.

3. الصيغة القوية لكفاءة السوق:

في هذا المستوى سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات السوقية والغير السوقية المتاحة للعمامة إلى جانب المعلومات المتوافرة من المصادر الخاصة، هذا يعني أنه لا يوجد فرصة لتحقيق أهداف غير عادية بناء على المعلومات الخاصة.

ثالثاً: كيفية اختبار كفاءة السوق المالية:

يتم اختبار كفاءة السوق المالية حسب E. FAMA من خلال ثلاث نقاط تمثل في:¹

1. دراسة إمكانية التنبؤ بمعدلات المرودية: لا يمكن في السوق الكفاء التنبؤ بالمرودية المستقبلية لأن الأسعار الملاحظة تعكس في كل لحظة كل المعلومات الممكن استخراجها من دراسة الأسعار، أحجام التداول الماضية، أو متغيرات معدلات الفائدة، أو العائد.
2. مدى استجابة السوق لأحداث نقطية: تكون السوق كفاءة إذا كانت الأسعار الملاحظة تعكس المعلومات المعلنة أو المتاحة للجمهور مثل تقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات، متغيرات معدلات الفائدة، الإعلان عن عقد جديد، أو الزيادة في توزيعات أرباح الأسهم.
3. تأثير المعلومات المميزة على السوق: تكون السوق كفاءة إذا لم يكن المستثمر الذي يملك المعلومات مميزة قدرة التأثير بشكل مبالغ فيه على الأسعار، لأنه في ظل السوق الكفاء يفترض أن الورقة المالية تعكس كل المعلومات العامة والخاصة، الماضية والحالية والمميزة.

المطلب الثالث: علاقة كفاءة بورصة القيم بتقييم المؤسسة:

تبرز أهمية تقييم الأوراق المالية في تفعيل وتحسين كفاءة السوق وذلك من خلال الوصول إلى القيم الحقيقية لها. فإذا كانت هاته السوق تتمتع بكفاءة مقبولة، فيفترض أن الأسعار المسجلة بها تمثل أفضل تعبير عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومنه قيمة المؤسسة. أي أن هناك علاقة تأثير تبادلية بين كفاءة بورصة القيم وقياس قيمة المؤسسة وأسهمها.

¹ هانسة بخالد... التنوع كأداة لعدالة المعامل غير نظامية في محافظ الأوراق المالية، دراسة حالة سوق دبي المال خلال الفترة 2008/2007، مذكرة مقدمة لبل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمحاسبة، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2010/2009 من 12

أولاً : أهمية تقييم المؤسسة في الرفع من كفاءة بورصة القيم:

تزداد أهمية قياس وتحليل الأوراق المالية في الرفع من كفاءة بورصة القيم المنقولة الغير كفاءة وبالأخص تلك الكفاءة منها كما يلي:

1. بالنسبة للأسواق ذات الكفاءة المقبولة:

كما ذكرنا سابقا فإن السوق الكفاءة هي تلك السوق التي تعكس فيها السعر جميع المعلومات المتاحة فهي ترجمة لكفاءة تحليل المعلومات المتاحة للجميع، ومن ثم قياس القيمة لجميع المتعاملين بالسوق، وهكذا تعمل الآلية بشكل سريع، إذن فتطوير كفاءة استخدام المعلومات¹، إضافة إلى كفاءة التشغيل، كلها تؤدي إلى رفع واستمرارية كفاءة السوق.¹ لذا نجد أن بيفر 1981 *Beaver* " فرق بين نوعين من الكفاءة عند مستوى طبيعة المعلومات وتحليلها وتقييمها كما يلي:²

◆ كفاءة نظام المعلومات: ترتبط هذه الكفاءة بالقدرة على توفير ونشر المعلومات الصادقة عن

المؤسسات المصدرة للأوراق المالية بصفة مستمرة وكافية للمستثمرين، وفي هذا الإطار تؤدي التشريعات والقوانين الحكومية دورا مهما في تحديد طبيعة المعلومات الملزم بنشرها وكيفية توقيت ذلك.

◆ الكفاءة في استخدام المعلومات: أي بمعنى الكفاءة من وجهة نظر طالب المعلومة، أي توفر المعلومات

التي يراها مناسبة له، ومن ثم يستطيع تحليلها، شريطة أن يكون السوق كفاءاً.

2. بالنسبة للأسواق غير كفاءة:

يفترض في المستثمر المالي الرشادة في تصرفاته وقراراته، لذا فهو دائما يبحث عن مصلحته وتعظيم منفعته، لذا فإن في هذا النوع من الأسواق نجده يدرك جيدا بأن هناك فرصا لتحقيق أرباح غير عادية. من أجل هذا الأخير يقوم المستثمر المالي بتحليل وتقييم الأوراق المالية التي يعتقد أن السوق فشلت في تقييمها من ثم الوصول إلى القيم الحقيقية لها، إذ أن استمرار هذا التفكير وتطوير أدوات التحليل لدى معظم المتعاملين بالسوق من شأنه في فترات متقدمة ألا بدع بجالا واسعا لتحقيق أرباح استثنائية، وذلك بسبب التنافس الشديد بين المتعاملين.

¹ من خلال التحليل والتقييم الجاهدين وكذا توفر المعلومات بشكل يتيح للمستثمرين نوع مصادر المعلومات كما ونوعها.

¹ هاراري سويسبي، تقسيم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 153.

² نفس المرجع السابق، ص 153، 154.

ثانيا: دور كفاءة السوق في تقييم المؤسسة:

انطلاقاً من كفاءة بورصة القيم نلاحظ أن السعر المسجل في مثل هذه الأسواق هو أفضل تقدير لقيمة المؤسسة وأسهمها المكافئة لقيمتها الحقيقية، لذا فعلى كل من الخبير المقيم أو المحلل المالي الانطلاق من المعلومات التي سبق انعكاسها في السعر فيفترض أنه سيصل إلى قيمة مساوية لذلك السعر، لذا فمن الأفضل تقييم المؤسسة أو أسهمها خاصة في الأسواق التي تتميز بالكفاءة، فإن سعر التداول يصبح أفضل مرجع لتقييم أسهمها وتم قيمة هذه المؤسسة

حيث تترتب عدة آثار من خلال عملية التقييم من جراء كفاءة بورصة القيم نذكر على سبيل المثال مايلي¹:

1. في حالة استخدام المدخل المرتكز على القيمة السوقية، سوف ينتج عنه مؤشر القيمة ومكان التقييم الأكثر اعتمادية وموثوقية وموضوعية لإتصافه بالقبول العام. إلا أن ذلك لا يعني مطلقاً، بأن الجميع متفقون على أن مجموع القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة ما يمثل القيمة الحقيقية لها. ومع ذلك فإن نظرية كفاءة السوق تقرر أن التقدير السوقي للقيمة أكثر دقة في المتوسط من تقدير أي فرد بما في ذلك المقيم.

2. يجب أن تقدر قيمة الأوراق المالية للمؤسسة بالأسعار السوقية السائدة في تاريخ قيام المقيم بتقدير القيمة، ولا

تقوم على حساب متوسط قيمة الأسهم والديون لفترات سابقة كما يذهب على تطبيقه البعض.

لأن القيمة المسجلة لحظة التقييم هي أفضل تعبير عن المستقبل وحقيقية المؤسسة حسب ما جاءت به

المعلومات المرتبطة بها.

لكن نجد أن تحليل وتقييم الأوراق المالية ليس ضروري فقط لدفع السوق المالية نحو الكفاءة بل سيعود أيضاً

بالفائدة للمقيم.

مما سبق نجد أن بورصة القيم المنقولة هي إحدى المؤسسات الهامة التي يقوم عليها نظام اقتصاد السوق، نظراً للدور

الذي تلعبه في عملية الاقتصاد والتخصيص الأمثل للموارد، إضافة إلى الجو المناسب الذي توفره للمتعاملين فيما

يرتبط بالقيام باستراتيجياتهم المختلفة كل حسب سلوكه وموقعه الهادف إلى تعظيم مكاسبهم، إلا أن هذه

الأهداف تتوقف بالأساس على إمكانية تحقيقه لقدر مقبول من الكفاءة.

¹ هواري سوسبي، نفس المرحع السابق ص 155.

خلاصة :

تعرف القيمة السوقية العادلة على أنها مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة أما مفهوم القيمة من المنظور الاستثماري أو الاقتصادي فهي قيمة المزايا والمنافع الاقتصادية المستقبلية المتولدة من الأصل المرغوب فيه، ويتم قياس الأداء لخلق القيمة من خلال استخدام مؤشرات إنشاء القيمة والأداء والتي تختلف باختلاف طبيعتها محاسبية، مالية، بورصية... الخ على مستوى الأوراق المالية، والمؤسسات، أما على مستوى المحافظ المالية فهناك مؤشرات مرتكزة على العائد وأخرى مرتكزة على الثنائية عائد/مخاطرة (شارب ، ترينور، وجنسن)، كما أن لعملية التقييم مبادئ ترتكز عليها المؤسسة في تقييمها.

ويتم تحديد القيمة عبر منهجين الأول هو التحليل الفني والذي ينطلق من فكرة عدم وجود كفاءة عند المستوى الضعيف، والثاني منهج التحليل الأساسي القائم على رفض هذا المنطلق.

تم عرض عدة طرق للتقييم، طريقة التدفقات النقدية المتاحة، وطريقة أو نموذج التوزيعات الأرباح المخصومة، وطريقة المضاعفات، والطريقة الحديثة في التقييم من منظور نظرية الخيارات والتي اعتبرت المؤسسة عبارة عن خيار شراء أين المساهمون اشتروا خيار البيع عند اللجوء للاستدانة والمقرضون باعوا خيار بيع عندما منحوا قروضا. منها تعددت المناهج وطرق التقييم لتحديد قيمة المؤسسة، لا بد من الأخذ في الحسبان درجة كفاءة الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية للمؤسسات محل التقييم فلكفاءة السوق شروط وصيغ ومرتكزات تلعب دورا أساسيا في عملية التقييم، فكلما كانت درجة الكفاءة عالية لهذه الأسواق كانت القيمة المعطاة للمؤسسة أدق وأحسن وأصدق.

مما يجعلها تستخدم إجراءات وقرارات مالية مناسبة من بينها قرار توزيع الأرباح الذي خصص له

الفصل الثاني

الفصل الثاني:

"سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة"

تمهيد _____ د:

تطرقنا في الفصل الأول إلى أهم مفاهيم القيمة وطرق تحديدها وكذا علاقة كفاءة السوق بتقييم المؤسسة، إلا أننا سنحاول في هذا الفصل تقديم أهم التعريفات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح مع عرض أهم النظريات والمقاربات المفسرة لأثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

لذا تم تقسيم الفصل الثاني إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول تناول أهم التعريفات لسياسة توزيع الأرباح وعرض أهم أشكال وبدائل هذه السياسة مع ذكر العوامل المؤثرة عليها، أما المبحث الثاني فيتم فيه عرض أهم المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل كفاءة السوق بينما تم عرض المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل احتلال كفاءة السوق في المبحث الثالث.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة في المؤسسة فهو قرار من أجل الاختيار بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكيل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، إذن، ما مدى إمكانية تأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة؟ وهذا ما سنحاول الإجابة عليه في هذا الفصل.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح:

إن من أبرز القرارات المالية التي يأخذها المسير المالي في الاعتبار ويعطيها أهمية خاصة هو قرار سياسة توزيع الأرباح، بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها. يحتوي هذا المبحث على ثلاث مطالب الأول خصص لعرض أهم المفاهيم لسياسة توزيع الأرباح (مقسوم الأرباح الموزعة)، أما الثاني يتم فيه عرض أهم أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح، المطلب الثالث والأخير يتم فيه سرد مختلف العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم ومحددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية:

يعتبر قرار سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية على مستوى المؤسسة الاقتصادية لذا وجب تحديد المفهوم المناسب والمحددات الأساسية لسياسة توزيع و هذا يتناولها هذا المطلب.

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية:

- تعددت مفاهيم الأرباح الموزعة، لذا في هذا المطلب سنحاول عرض أبرز المفاهيم المتعلقة بالأرباح الموزعة:
- مقسوم الأرباح هو ذلك الجزء من الأرباح السنوية المتحققة المخصص دفعه للمساهمين، وبينما يعتبر صافي الأرباح المحققة أهم من الجزء الذي سوف يوزع.¹
 - التوزيعات هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها.
 - التوزيعات هي عبارة عن توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، وأن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة.²
 - الأرباح الموزعة هي مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، ويدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباحاً حالية، أو أن يتم دفعه من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة.³
- يتضح من المفاهيم السابقة الذكر ما يلي، أن هناك من اعتبر التوزيعات هي عبارة عن جزء من الأرباح، وهناك طرف آخر اعتبرها توزيعات نقدية، وآخر اعتبرها توزيع للملكية في وقت محدد،

¹ محمد صالح حابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² علي بن العقب، مرجع سبق ذكره، ص 122.

³ أحمد رمضان الراوي، نحاس قانون و مدير المصرف العراقي الإسلامي، تاريخ النسخ 2011/01/17، ص 11:56.

#http://www.iraqiislamicb.com/bohoth.htm

لذا يمكننا من خلال هذه التعريفات تعلقم تعريف موجز وشامل للتوزيعات وهو:
التوزيعات هي عبارة عن جزء من الأرباح التي يقوم المسير المالي بتوزيعها على حملة الأسهم، بعد موافقة الجمعية العامة، وتكون هذه الأرباح على شكل نقدي أو عيني (الأسهم)، حيث أن هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورات سابقة، لتلبية احتياجات المساهمين أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية (الاستدانة) بالنسبة للمؤسسة.

ثانيا: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية¹:

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمويليا، 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 قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لحمايتها.

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 المؤسسة.

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، لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك) .

¹ - محمد زرفون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المعاصرة في البورصة، مجلة الباحث، جامعة قاسدي مزاب، ورقلة، العدد 2010، ص 85.

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

و هذه 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 التوزيع.

المطلب الثاني: أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح:

بعد تعرضنا لتعريف التوزيعات، سنتطرق في هذا المطلب لأهم أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح، فتوجد خيارات لدى المؤسسة، فقد تكون هذه التوزيعات على شكل نقدي، أو على شكل عيني أو قد توزع أرباحها كلية أو قد لا تقوم بدفع أي توزيعات، أو غير ذلك.

أولاً: أشكال سياسة توزيع الأرباح:

1. الأسهم المجانية:

يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بأسهم منحة. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه توزيعات بناء على ما يملكه من أسهم المؤسسة، ومن مميزات هذا النوع من التوزيعات ما يلي:¹

1. عدم لجوء المؤسسة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين. ونتيجة لزيادة عدد الأسهم، فإن ذلك سيعمل على

خفض القروض؛

2. انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ المؤسسات إلى رفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، خوفاً

من تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها؛

3. انخفاض ربحية السهم.

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 317.

2. اشتقاق الأسهم (تجزئة الأسهم):

هو عبارة عن إجراء تقوم به إدارة المؤسسة من أجل زيادة الطلب على أسهمها في السوق، وذلك بتخفيض القيمة السوقية للسهم، مما يسمح بزيادة الطلب عليها. بافتراض أن سعر سهم المؤسسة قد وصل إلى مستوى مرتفع لا بد و أن يؤثر على تداول السهم مما يضطر المؤسسة إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة لكي تخلق طلباً نشيطاً على أسهمها مما يؤدي إلى ارتفاع جديد في أسعار أسهمها في السوق.¹

3. معكوس الاشتقاق:

ونقصد بمعكوس الاشتقاق هو عملية تخفيض عدد الأسهم، فقد تتخذ المؤسسة قراراً باستبدال مجموعة من الأسهم بسهم واحد، ومن مبررات سياسة تخفيض عدد الأسهم ما يلي:²

1. قد تلجأ المؤسسة إلى ذلك عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى درجة كبيرة، بسبب مشكلات خاصة تعاني منها، أو بسبب كساد عصف بالصناعة التي تنتمي إليها؛
2. رغبة المؤسسة في تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة التي تتسم بها السهم ذات القيمة السوقية الأكبر، وهو ما يترك أثر إيجابياً على سيولة السهم.

■ تهدف هذا الإجراءات إلى زيادة القيمة السوقية للسهم إلا أن المبرر الثاني قد يترتب عليه اضطراب المستثمرين إلى شراء الأسهم بكميات كسرية، مما يعني أن متوسط سعر السهم سيكون مرتفعاً، مقارنة بسعر بكميات غير كسرية، وهو ما يترك أثر عكسي على سيولة السهم، ربما يفوق الأثر الإيجابي الذي أحدثه الاقتصاد في عمولة السمسرة.³

لذا لا ينبغي أن تلجأ المؤسسة ذات المركز المالي القوي إلى مثل هذا الإجراء، إذ من شأن ذلك أن تخفض القيمة السوقية للسهم عقب الإعلان عن ذلك الإجراء.

4. إعادة شراء السهم:

ويطلق عليها في بعض الأحيان أسهم الخزينة وتلجأ المؤسسة إلى إعادة شراء أسهمها من البورصة، إما لتعزيز القيمة السوقية للسهم، أو تجنباً لحالات الاكتساب أو الاستيلاء على المؤسسة من قبل المنافسين.⁴

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 م ص 619.

² منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الجزء الثاني، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1998 م ص 389 ص 390.

³ نفس المرجع السابق، ص 390.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار الباروري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2010 م ص 158.

فإذا كان الهدف هو زيادة سعر السهم فإن عملية إعادة الشراء تؤدي إلى زيادة ربحية السهم الواحد وإرسال إشارات إيجابية إلى المستثمرين، وذلك أن الإدارة تعتقد بأن أسهمها ذات تقييم منخفض أو خلق طلب مؤقت على السهم.

هناك ثلاثة أساليب يشاع استخدامها في إعادة شراء الأسهم من السوق وهي:¹

1. الأسلوب الأول: عمليات السوق المفتوحة: وهذه الطريقة تولد ضغوط كبيرة على سعر السهم، خاصة إذا كان عدد الأسهم المراد شراؤها كبيرة نسبياً بالمقارنة مع عدد الأسهم المتداولة في السوق؛
2. الأسلوب الثاني: العروض الخاصة: وتكون هذه العروض رسمية يحدد فيها عدد الأسهم المراد شراؤها وسعر السهم الواحد، والذي يكون أعلى من السعر السائد في السوق وذلك من أجل تنشيط الطلب على السهم؛
3. الأسلوب الثالث: أسلوب التفاوض: عند إعادة شراء الأسهم بأعداد كبيرة من حملة الأسهم الرئيسيين، فإن عليها في هذه الحالة، إعلام حملة الأسهم عن ذلك، وأن السعر الذي ستعيد شراء الأسهم بموجبه يجب أن يكون عادلاً لا يأخذ بالاعتبار مصلحة وفرص حملة الأسهم الآخرين.

ثانياً: بدائل سياسة توزيع الأرباح:

يوجد بخصوص دفع التوزيعات النقدية عدة بدائل أو خيارات شائعة، فقد يتم توزيع مجمل الأرباح أو الامتناع عن دفع التوزيعات، أو إتباع سياسة التوزيعات المستقرة، ويتم عرض هذه التوزيعات كما يلي:

1. سياسة التوزيعات المستقرة:

يقصد باستقرار التوزيعات استقرار نمط تلك التوزيعات. ويفضل المستثمرون سياسة التوزيعات التي تتصف بالاستقرار لأنها تزيد من التأكد من الأذهان²، ويفضل بالطبع أن يأخذ الاستقرار صورة النمو المنتظم في التوزيعات، إلا أن الاستقرار في التوزيعات يأخذ الأشكال التالية:

1.1 استقرار نسبة الأرباح الموزعة:

يتبع عدد قليل من المؤسسات سياسة دفع نسبة ثابتة من صافي الأرباح كتوزيعات، وطالما أن الأرباح تتذبذب، فإن إتباع هذه السياسة يعني بالضرورة أن مبلغ التوزيعات سيتذبذب أيضاً .
لذا فإن إتباع هذه السياسة لا يحتمل أن تؤدي إلى تعظيم قيمة أسهم المؤسسة³.

¹ نفس المرجع السابق، ص 159.

² مثير ابراهيم الحادي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 338.

³ سمير محمد عبد العزيز، السياسات الاقتصادية للمستقبل، مدخل إنجاز القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2004، ص 318.

2.1 استقرار توزيعات السهم الواحد DPA:

يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل، عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى، وقد يعني ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات، كما قد يعني زيادة أو نقص مضطرد أو منتظم من سنة إلى أخرى.

3.1 استقرار توزيعات السهم الواحد DPA مع دفع توزيعات إضافية:

يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية، وبذلك نجد أن هذه التوزيعات الإضافية تتوقف عن أرباح المؤسسة واحتياجاتها من الأموال وهو ما تتبعه مؤسسة جنرال موتورز¹.

2. سياسة عدم دفع توزيعات الأرباح:

ويتم إتباع هذه السياسة عندما يكون الاقتراض صعباً أو تكاليف الاقتراض عالية، وعندها يفضل المساهمين فائض القيمة على الأرباح الحالية، خاصة عندما تكون المؤسسة حديثة النشأة ونموها سريع².

3. سياسة توزيعات على أساس الأرباح المتبقية:

إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من العائد المطلوب و لا يجب حجز الأموال، وإذا ما تم تحديد المقترحات المطلوب تنفيذها والأموال المتاحة للتمويل فإن الأموال التي توجه للتوزيعات هي المتبقية بعد تغطية الاحتياجات المالية³.

4. سياسة توزيع مجمل الأرباح:

يرى المساهمون أن من صالح المؤسسات أن توزع بحمل أرباحها حيث أنهم يفضلون استلام أكبر قدر ممكن من التوزيعات.

لكن في الواقع العملي هذه المقاربة محدودة الاستعمال كما أنها أيضاً غير مشجعة من ناحية الجباية، ولا من ناحية المسيرين⁴.

¹ منير ابراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 338.

² مساح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين الأوراق المالية* دراسة تطبيقية* مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، يوليو، 2006م، ص 70.

³ نفس المرجع السابق، ص 70.

⁴ علي بن الغيب، مرجع سبق ذكره، ص 131.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:

تتأثر المؤسسة بمجموعة من العوامل التي تحدد المدى الذي ستدفع فيه المؤسسة توزيعات الأرباح بدلا من احتجازها في المؤسسة، لذا فإن المسير المالي يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية، أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

1. القيود أو القواعد القانونية:

تهدف إلى حماية مجموعة المقرضين الذين أقرضوا المؤسسة، ووفروا مصادر تمويل، تقوم المؤسسات التشريعية بوضع قيود على المؤسسة بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة للتوزيع (على حملة الأسهم) مجموع أرباح السنة والأرباح المحتجزة ولكن القانون يسمح بالمقابل أن تكون التوزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدها.¹

أما إذا كان على المؤسسة التزامات ومطلوبات مستحقة أو تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها إلى الإفلاس، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه المؤسسات من توزيع الأرباح، وبالمقابل تسعى بعض المؤسسات لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها أرباح نقدية، فإذا تبين للجهات القانونية والضريبة أن مؤسسة معينة تماطل في دفع الأرباح للمالكين لهذا الغرض فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة

2. توفير السيولة:

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية الكافية لدى المؤسسة، فقد تكون المؤسسة راجحة بالفعل وحققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظرا لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة العمليات التشغيلية للمؤسسة فإنه لا تتوفر السيولة الكافية لدى المؤسسة لتوزيع أرباح عالية على المساهمين، وبالتالي فإن توفير السيولة لدى المؤسسة يلعب دورا في تحديد سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة.²

3. الشروط والاعتبارات التعاقدية:

قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف المؤسسة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة. حيث يشترط

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص 373.

² محمد ناسم حسان، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011، ص 216.

الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية¹.

حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيودا على الاستثمارات، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة الممتازة للأرباح، ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة.

4. فرص الاستثمار المتاحة:

يعتبر حجم توزيع الأرباح كعنصر تابع لفرص الاستثمار المتاحة، وكذا الموارد المالية التي يمكن استخدامها لتمويل تلك الفرص². وهنا تقوم المؤسسة بتحديد حجم زيادة رأس المال الممكن، بعد ذلك تحديد نسبة التمويل من الأرباح المحصل عليها خلال السنة المالية الحالية، ثم يوزع على الباقين، بأكثر بساطة فإن حجم الاستثمار يعد كدالة تابعة للأرباح الموزعة، حيث ينخفض حجم التوزيعات مع زيادة حجم الاستثمارات المتاحة والعكس بالعكس.

5. الاعتبارات الضريبية:

إن الموقف الضريبي للمساهمين يؤثر بشكل كبير على الرغبة في التوزيعات على سبيل المثال، نجد أن المؤسسة التي يملكها عدد محدود من الأفراد الذين يخضعون لمعدلات ضريبية عالية من الأرجح أن يدفع لهم توزيعات أرباح منخفضة نسبيا. فالمساهمون يفضلون الحصول على دخلهم في شكل فائض قيمة بدلا من أن تكون في شكل توزيعات، والتي تكون معرضة لمعدلات عالية لضريبة الدخل الشخصية. ومع ذلك، فإن المساهمين الذين يخضعون لمعدلات ضريبة منخفضة، قد يرغبوا في الحصول على توزيعات أرباح مرتفعة³.

6. التمويل الخارجي وتكلفة التوزيعات النقدية:

يمكن للمؤسسة المحافظة على معدل توزيعات منخفض بحيث يمكنها تجنب اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات، فكلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد الاتجاه إلى استخدام التمويل الداخلي من الأرباح.

تشمل تكلفة التمويل الخارجي تكلفة إصدار الأسهم والسندات، العمولات التي تحصل عليها البنوك والفوائد على القروض المصرفية، الأتعاب القانونية والمحاسبية، تكلفة الوقت المستغرق بواسطة الإدارة

¹ - عبد الغفار حسني، الإدارة المالية المعاصرة (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية و بيروت، 1991، ص 664.

² عبد الغفار حسني، ربحية زكي قر بالفس، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 402.

³ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 317.

للبحث والمفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل الخارجية¹. يمكن تجنب هذه التكاليف باللجوء إلى التمويل الداخلي بالإضافة إلى ذلك، يمكن تجنبها أيضا بالتوزيعات إذا لم يتم دفع أي توزيعات واحتفظ بالأرباح بالكامل داخل المؤسسة، وبالتالي تجد أنه من وجهة نظر المؤسسة فإن التكاليف الخاصة بالتمويل الداخلي أقل من تلك المطبقة بالتمويل الخارجي.

7. ثبات الإيرادات:

إن المؤسسة التي لديها استقرار نسبي في الأرباح غالبا ما تكون قادرة على التنبؤ التقريبي. بما ستكون عليه أرباحها في المستقبل، ولهذا يكون الاحتمال أكبر لمثل هذه المؤسسة بأن تدفع نسبة أعلى من أرباحها بخلاف المؤسسة التي تتذبذب أرباحها ليست متأكدة من أن السنوات القادمة ستحقق فيها الأرباح التي تأمل تحقيقها،² ولهذا يحتمل أن تحتجز نسبة أعلى من الأرباح الحالية، وسيكون أسهل أن تحتفظ بتوزيعات منخفضة إذا انخفضت الأرباح مستقبلا.

8. تكلفة المعاملات المالية:

يتحمل المستثمر تكلفة عند قيامه بأي معاملة مالية، فلو توخذه هذه التكلفة في الاعتبار فإن المستثمر الذي بحاجة إلى التمويل لمواجهة نفقاته الجارية، يفضل التوزيعات على فائض القيمة لنفس المبلغ. ومن ناحية أخرى قد يفضل المستثمر ترك أمواله مستثمرة، فإذا ما أجرت المؤسسة التوزيعات، فقد يقوم المساهم باستثمارها بنفسه ويتحمل السمسرة المترتبة على هذه العملية المالية.³ ولكن إذا فضلت المؤسسة احتجاز التوزيعات واستثمارها، فإن المساهم سوف يحصل على الدخل الإضافي أي فائض القيمة دون تحمل نفقات وتكاليف.

9. عدم الإضرار برأس المال:

كشروط عدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة بقائمة المركز المالي يهدف تدعيم المركز المالي للمؤسسة، حيث يعرف هذا الشرط أو التقييد بالقانون بقاعدة عدم الإضرار برأس المال وهو بهدف حماية الدائنين.⁴

10. الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

هل يمكن للمؤسسة ألا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وتتيح للمستثمر إمكانية الحصول على الدخل من خلال فائض القيمة؟⁵

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 636 من 637.

² محمد محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 315.

³ عبد الغفار حنفي، وصحة زكي فرانس، أساسيات التمويل والإدارة المالية، المرجع السابق، ص 406.

⁴ محمد أحمد الراحة، اختيار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية لأصحاب المندولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، في

المعاصرة والتمويل، غير منشورة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2009، ص 17.

⁵ نفس المرجع السابق، ص 20.

يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم، سندات، أذونات الخزانة....)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول. فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض الضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكبات في هذه الأصول والمتجاوزة للمستوى المقبول وعلى الرغم من أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة، دون لجوء المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح.¹

بعدما تطرقنا إلى أهم التعريفات لسياسة توزيع الأرباح في المطلب الأول ثم عرض أهم أشكال وبدائل سياسة التوزيع الأرباح وكذلك العوامل المؤثرة لهذه الأخيرة في المطلبين الثاني والثالث، سنحاول هذه المرة عرض مختلف المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في المبحث الموالي.

المبحث الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة:

بعدما تم تخصيص المبحث الأول لعرض أهم التعريفات لسياسة توزيع الأرباح وكذا أشكالها وبالأخص العوامل المؤثرة عليها، سنقوم في هذا المبحث بعرض أهم المقاربات والنظريات التي تفسر تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة وذلك تحت فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة²، أي غياب الضريبة، وتكلفة المعلومة (بحماية المعلومة) وعدم تماثلها... الخ. وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، الأول بعنوان المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق، والثاني في ظل ظروف عدم التأكد.²

المطلب الأول: المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق:

إن من أبرز المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق، مقارنة كل من ميلر ومدكلياني (MM) وجوردون (GIRDON) فان هورن (VAN HORN) ونعني بحالة التأكد المطلق أو التام أن الاستثمارات والأرباح المحققة معروفة مسبقاً ودون وجود مخاطرة.

¹ عبد الغفار حنفي، ربحية زكي فر بافس، مدخل معاصر في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 404.

² تم التعرض إلى شروط سوق ذات الكفاءة التامة في الفصل الأول.

² مثير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 320.

أولاً: مقارنة ميلر ومدكلياني (MM) 1961 :

يرى كل من ميلر ومدكلياني (MM) أن قرار الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة فحسب هذه المقاربة المستثمرون لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية، وبين إعادة استثمار الأرباح المحققة لتحقيق النمو، الذي بدوره يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية¹. لأن قيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي بقدرة الأصول على توليد الأرباح.

أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة.

ومن أهم الفروض التي قامت عليها هذه المقاربة ما يلي:

✓ يتصف المستثمرون في السوق المالي بالرشادة ؛

✓ يتميز السوق المالي ذو الكفاءة التامة ، بغياب الضرائب، غياب تكلفة المعاملات، كما أن ليس لأي

مستثمر أن يؤثر في أسعار الأسهم في السوق المالي؛

✓ إتباع المؤسسة سياسة استثمار ثابتة؛

✓ غياب عامل المخاطرة، كما أن المؤسسة تعمل في ظل ظروف تؤكد تام بمعنى أن المستثمر يستطيع التنبؤ

بالتوزيعات والأسعار المستقبلية بشكل مؤكد، أي يوجد معدل خصم واحد ملائم لجميع المؤسسات في

السوق.²

يرى كل من MM تحت هذه الفرضيات أن سياسة التوزيع لا تعني شيء بالنسبة لحامل السهم العادي. فإذا

أجريت توزيعات فسوف تزيد ثروته بمقدار هذه التوزيعات ، أما إذا لم تجرى توزيعات فسوف تزيد القيمة

السوقية للسهم الذي يملكه بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها.

وبالتالي فلا يوجد أي أثر لسياسات التوزيع على قيمة المؤسسة من وجهة نظر هذه المقاربة.

النموذج الرياضي سياسة توزيع الأرباح حسب مقارنة ميلر ومدكلياني (MM) 1969 :

يبين هذا النموذج بافتراض أن الهيكل المالي في المؤسسات يتكون فقط من الأموال الخاصة ولذلك فإن القيمة

السوقية للسهم الآن في بداية الاستثمار مساوية للقيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة مضافاً إليها

قيمة السهم الجديدة في نهاية الفترة.

ونظراً لاعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي فقط، فإن قيمة السهم تساوي عدد الأسهم مضروبة بسعر

السهم الآن.³

¹ عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية، دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العراقية والأردنية، مجلة الملك عبد العزيز الاقتصادية والإدارة، 2003 م 17 العدد 1 من 41 من 61

² محمد صالح الخناوي، مال فريد، مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي ومشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008 م من 334.

³ دريد كامل ال شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عماد الأردن، 2010، من 215.

والمعادلة التالية توضح ذلك:

$$N \cdot DAP = \Delta NP_1 \quad (2_1)$$

حيث:

N : عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DAP: توزيعات السهم الواحد؛

NP₁: سعر السهم بعد دفع التوزيعات نهاية الفترة.

بمعنى أن قيمة المؤسسة تساوي كالتالي:

$$- N \cdot P_0 = (N + NP_1) \cdot P_1$$

$$\uparrow N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + \Delta NP_1 \nearrow N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + NDPA$$

$$- N(P_0 - P_1) = NDPA$$

$$\nearrow P_0 - P_1 = DPA \quad (2_2)$$

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.¹

ثانيا: مقارنة فان هورن (VAN HORN) 1989:

قدم فان هورن (VAN HORN)، نموذجا يؤكد فيه على أن سياسة التوزيع لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة المؤسسة، وتقوم فكرة هذا النموذج على أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة، تساوي القيمة الحالية لتدفقات النقدية المتولدة عنه خلال الفترة؛ وتمثل هذه التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في نهاية الفترة، وكذا القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة.

¹ علي بن الغضب، مرجع سابق، ص 141.

والمعادلة التالية توضح ذلك كما يلي:

$$P_0 = (DPA + P_1) \cdot \frac{1}{1+K} \quad (2-3)$$

حيث:

K : معدل الاستحداث أو معدل المر دودية المطلوب.

بافتراض أن المؤسسة تعقد بالكامل في تمويلها على الأموال الخاصة وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وان المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N^* سهم . فإن المعادلة ستصبح كما يلي:

$$P_0 \cdot N = (N \cdot DPA + (N + N^*)P_1 - N^* \cdot P_1) \frac{1}{1+K} \quad (2-4)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمين في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة، مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة، حيث أن قيمة الأسهم الجديدة هي القيمة التي تتساوى فيها الموارد المالية للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة، فإذا اقتضت الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة ، والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فإن القيمة السوقية للأسهم الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$R_{met} + N^* \cdot P_1 = I + N \cdot DPA \quad (2-5)$$

حيث:

R_{met} : تمثل النتيجة الصافية. الأرباح المحققة؛

I : الاستثمارات المقرر تنفيذها.

$$N^* \cdot P_1 = DPA \cdot N + I - R_{met} \quad (2-6)$$

وعليه فإن :

وبالتعويض في المعادلة السابقة نجد:

$$P_0 \cdot N = \frac{1}{1+K} (N_0 DPA + (N^* + N) P_1 + R_{met} - I - N \cdot DPA)$$

$$= \frac{1}{1+K} (N^* + N) P_1 + R_{met} - I \quad = (2-7)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة ومطروحا منها الاستثمارات التي نفذت خلال الفترة. كما نجد أن قيمة التوزيعات لم تظهر في المعادلة الأخيرة التي تحدد قيمة المؤسسة، بمعنى ذلك سياسة التوزيع لا أثر لها على قيمة المؤسسة.

ثالثا: مقارنة جوردن:

تكمن فكرة جوردن في أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة المؤسسة عكس ما جاء به كل من ميلر ومد كلياني وفان هورن.

يعتمد نموذج جوردن على عدة فراضيات أهمها:

✓ اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي فقط (أي الموال الخاصة + الأرباح المحتجزة)؛

✓ معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب ثابتين؛¹

✓ أن المؤسسة مستمرة في نشاطها؛²

✓ أن نسبة الاحتجاز الأرباح ثابتة؛

✓ المستثمر يتصرف بالرشادة العقلانية؛

✓ معدل النمو ثابت والذي يساوي معدل العائد المتوقع على الاستثمار مضروبا في معدل احتجاز الأرباح.

ولقد اعتمد جوردن في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب، ولقد صاغ جوردن نموذجه وفق المعادلة التالية:

$$V_n = \frac{EPS (1 - T)}{K - R \cdot T} \leftarrow (2 - 8)$$

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 212.

² حمزة محمود الزهدي، مرجع سابق، ص 639.

حيث:

V_n : القيمة السوقية للسهم؛

EPS: ربحية السهم الواحد؛

T: نسبة الأرباح المحتجزة؛

R: معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

K: معدل العائد المطلوب؛

$(1-T)$: نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم؛

$(R.T)$: معدل النمو (g).

مما سبق نجد أن القيمة السوقية سوف تتأثر بالتغيرات الحاصلة في توزيعات الأرباح، إذ كلما زادت التوزيعات كلما انعكس ذلك إيجاباً على القيمة السوقية للسهم الواحد ومنه القيمة السوقية للمؤسسة.

المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد:

بعدما تم التطرق على المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام لتفسير أثر التوزيعات على قيمة المؤسسة، سيتم في هذا المطلب عرض المقاربات النظرية في بيئة عدم التأكد وذلك مع بقاء الكفاءة التامة للسوق المالي.

أولاً: مقارنة ميلر ومدكلياني

يؤكد كل من ميلر ومدكلياني على وجهة نظرهما السابقة بخصوص سياسات التوزيع، بالرغم من انتقالهما من حالة التأكد التام إلى حالة عدم التأكد. أي أن سياسة التوزيعات ليس لها أي تأثير على قيمة المؤسسة، فالمستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه "سياسة التوزيعات الشخصية **Dividend Home made**"، ومن ثم فلن يلقي بالا بسياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة.¹ وذلك من خلال عملية بيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها لتمويل احتياجاته.

النموذج الرياضي لمقاربة MM:

- يفترض النموذج أن النتيجة المحققة هي R_{net} لهذه السنة ومبلغ الاستثمار خلال السنة الحالية هو I ؛
- مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة هي إما الأرباح المحتجزة أو إصدار الأسهم العادية، أو طرح سندات جديدة، أو الحصول على التمويل من مصادر خارجية D إذا لا يكف ما تبقى من الأرباح المتولدة في العام السابق R_{net} لتمويل الاستثمارات I والتوزيعات المعتمدة Div ؛

¹ متير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2003م من 708.

ويمكن وضع هذه العلاقة وفق المعادلة التالية:

$$R_{net} + D_0 = I + Div$$

$$DIV = R_{net} - I + D$$

حيث:

R_{net} : الأرباح المحققة أو النتيجة الصافية؛

D : التمويل بمصادر خارجية؛

$(D+R_{net})$: الموارد المالية (داخلية أو خارجية)؛

I : الاستثمار المنفذ من طرف المؤسسة؛

Div : التوزيعات المعتمدة؛

$I + Div$: الاستخدامات المالية.

إن حصول المؤسسة على أموال من مصادر خارجية سوف يترتب عليها مصاريف مالية تتمثل في تكلفة هذه الأموال. هذه الأخيرة هي أعباء غير مؤكدة.

لتصبح المعادلة بالشكل:

$$Div = R_{net_1} - FF_1 \leftarrow (2 - 10)$$

نقوم بافتراض أن المؤسسة سوف يتم تصفيتها بنهاية العام الحالي، أين سيتم توزيع حصيلة لتصفية آنذاك R_{net_1} بين المساهمون على ما قيمته Div_1 وبين مصادر التمويل الجديدة التي ستحصل على قيمة D_1 وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + \frac{D_1}{1 + K} \leftarrow (2 - 11)$$

$$\mathcal{A}P_1 = (Div_1 - PR \cdot Cov(Div_1, R_m)) / (1 + R_{SR})$$

حيث:

PR : بدل المخاطرة: وهو الفرق بين مرد ودية السوق و مرد ودية الأصل بدون مخطر إلى تباين السوق؛

$Cov(Div_1, R_m)$: التباين المشترك بين عائد التوزيعات Div_1 ومرد دودية السوق R_m ؛

R_{SR} : معدل المر دودية بدون مخطر.

بتعويض المعادلة (2-9) في (2-11) نجد:

$$P_1 = ((Rnet_1 - FF_1) - PR.Cov((Rnet_1 - FF_1), R_m)) / (1 + R_{SR}) \leftarrow (2 - 12)$$

بما أن:

$$Cov((Rnet_1 - FF_1), R_m) = Cov(Rnet_1, R_m) - Cov(FF_1, R_m) \leftarrow (2 - 13)$$

بالتعويض نجد:

$$P_1 = \frac{(Rnet_1 - PR.Cov(Rnet_1, R_m))}{(1 + R_{SR}) - (FF_1 - PR.Cov(FF_1, R_m)) / (1 + R_{SR})} \leftarrow (2 - 14)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم الحالية للمصاريف المالية، والتي لا تخرج عن كونها قيمة الديون وبتعويضها نجد:

$$P_1 = (R_1 - PR.Cov(Rnet_1, R_m)) / (1 + R_{SR}) - D \leftarrow (2 - 15)$$

إذا رجعنا إلى قيمة السهم كما في المعادلة:

$$\begin{aligned} P_0 &= D_0 + P_1 \\ &= D_0 + \frac{D_1}{1+K} \\ &= D_0 + (Rnet_1 - PR.Cov(Rnet_1, R_m)) / (1 + R_{SR}) \leftarrow (2 - 16) \end{aligned}$$

بالتعويض نجد:

$$\Rightarrow P_0 = (Rnet_1 - PR.Cov(Rnet_1, R_m)) / (1 + R_{SR}) + R_0 - I \leftarrow (2 - 17)$$

من خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ انه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع، وهذا يعني عدم تأثير سياسة التوزيع على قيمة السهم / المؤسسة، والمتغيرات المتحركة في القيمة هنا هي قرار الاستثمار I ، وما يترتب عليه من نتيجة، وكذلك علاوة المخاطر المقابلة للمرد ودية.

- في الأخير نجد أن كل من MM يؤكدان على عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فالمؤسسة الحق في اتخاذ السياسة التي تلائمها، ولا تشغل بالها بردود أفعال المساهمين. لكن بالرغم من هذه البراهين إلا أن جوردن ولنتر لا يوافقان رأي MM، حيث قدما نموذجا يثبت العكس تمام

ثانيا: مقارنة أو نموذج عصفور في اليد Bird in the hand Model - جوردن و لنتر :
(1963/1962)

يرى كل من جوردن و لنتر أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة المؤسسة في توزيع الأرباح وقيمتها السوقية، الأساس لهذه المقاربة هو كمثل عصفور في اليد، والتي تقترح أن المستثمرون يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو فائض القيمة.¹ فتوزيعات الأرباح الحالية تخفض درجة التأكد عند عدد من المستثمرين مما يجعلهم يخصصون أرباح المؤسسة بمعدل خصم أقل، وبالتالي زيادة سعر سهم المؤسسة في السوق وبالعكس، إذا انخفضت توزيعات الأرباح أو لم تدفع فإن درجة عدم التأكد ستزيد، مما يرفع من العائد المطلوب وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق المؤسسة في السوق، وذلك موضح في المعادلة التالية:²

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} (Div_t / (1 + K_t)^t) = Div_1 / (1 + K_1) + Div_2 / (1 + K_2)^2 + \dots + Div_{\infty} / (1 + K_{\infty})^{\infty} \dots \leftarrow (2 - 18)$$

$$K_1 < K_2 < \dots < K_{\infty} \leftarrow (2 - 19)$$

استند كل من Lintner و GORDON من خلال هذا النموذج القائم على العلاقة الطردية بين الزمن وحالة عدم التأكد أن سياسة التوزيعات سوق تؤثر على القيمة السوقية للسهم ليس هذا فحسب بل أن المستثمرين سوف يفضلون الحصول على فوائض القيم الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضا.

شمل البحث الثاني من هذا الفصل المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة. حيث تم تقسيم هذه المقاربات إلى مقارنة في حالة التأكد التام أو المطلق، ومقاربات في حالة عدم التأكد، فلقد اختلفت الآراء فرأينا أن كل من MM يعتقد أنه سواء في علم التأكد المطلق أو عدم التأكد ليس لسياسة التوزيع تأثير على القيمة السوقية لكن جوردن ولنتر كانت لهما وجهة نظر مخالفة مؤكداً على أن احتجاز الأرباح من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، هذا في حالة التأكد المطلق، أما في حالة عدم التأكد أشار إلى أن إجراء التوزيعات له أثر إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ فار سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010م، ص309.

² محمد صالح الحياوي، المال فرباه مصفوفى، مرجع سابق، ص332.

هذا الجدل يقوم على فرضية أساسية، وهي الكفاءة التامة للأسواق المالية. لكن هذه الفرضية هي غير واقعية فلا وجود للأسواق المالية ذات الكفاءة التامة بل توجد أسواق ذات كفاءة اقتصادية، أي وجود ضرائب، تكاليف معاملات، تكاليف صفقات، معلومات،... الخ هذه الأخيرة غير متوفرة لدى كل المساهمين.

المطلب الثالث: تقييم نظريات التوزيعات:

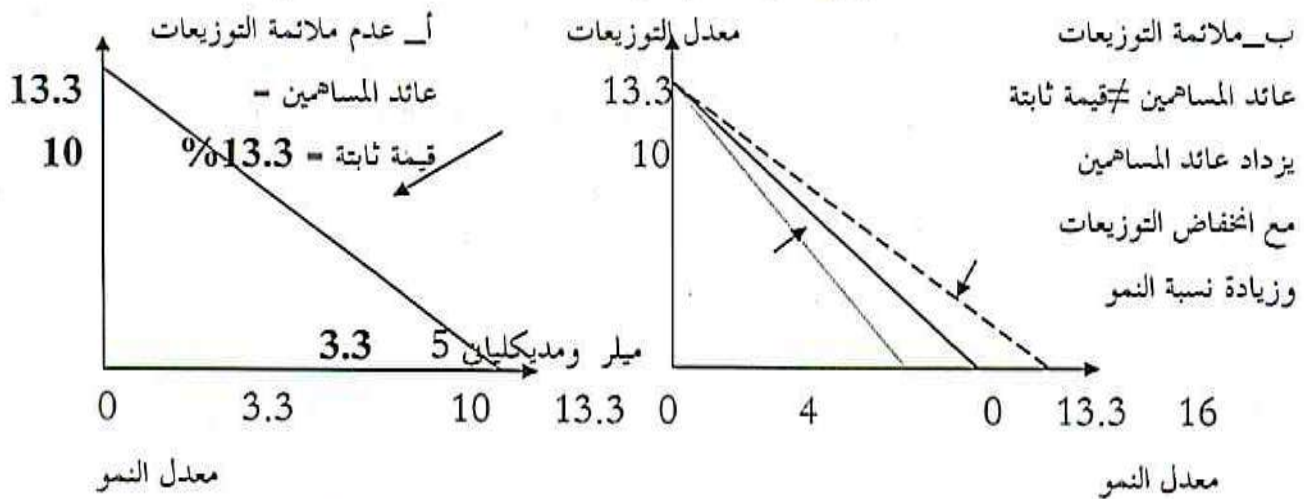
تعددت المقاربات النظرية المفسرة الأثر سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة في كل من حالة التأكد وعدم التأكد ولاختبار مصداقية هذه المقاربات في ظل كفاءة السوق نجد كل من طريقة الأسلوب البياني، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

أولاً: الأسلوب البياني:

استخدم هذا الأسلوب في دراسة بريجهام وجوردن، **Brigham et Gordon**، وهي دراسة أجريت على عينة من مؤسسات تتبع سياسات توزيع تختلف فيما بينها من حيث غلة التوزيعات، ومعدل النمو.¹ مما سبق يرى كل من **MM** أن لا أثر للتوزيعات على قيمة المؤسسة أما جوردن ولتتر فوجهة نظرهما لأثر التوزيعات على قيمة المؤسسة مخالفة تماماً. تشير الدراسة إلى أنه لو تم الوقوف على معدل التوزيعات، ومعدل النمو لعينة من المؤسسات تتبع سياسات توزيع مختلفة فإن العلاقة تكون على النحو الموضح في الشكل الموالي.

¹ منور إبراهيم هنادي، مرجع سابق، ص 374.

الشكل (2-1): تقييم نظريات التوزيعات للأسلوب البياني



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 376.

نلاحظ من الشكل (2-1) ما يلي:¹

أنه إذا كان موقع النقط على الخط الموضح في الشكل الأيسر أي الشكل "أ" "عدم ملائمة التوزيعات" الذي فيه معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين في إجراء التوزيعات لكافة الأرباح المساوية في الشكل لـ 13.3% وهي القيمة على المحور العمودي، تساوي معدل العائد الذي يطلبونه في حالة احتجاز كافة الأرباح التي تساوي في الشكل 13.3% وهي القيمة على المحور الأفقي، بما يعكس ميل لخط الانحدار قدره (-1).

وهذا يعد بمثابة تأكيد لفكر ميلر ومديكلياني أي عدم وجود أثر للتوزيعات على قيمة المؤسسة، مهما كان التوزيع أي توزيع الأرباح كلها أو جزء منهما أو عدم توزيعها على الإطلاق، لأن العائد يبلغ 13.3% في جميع الحالات.

ومن ناحية أخرى لو أن موقع النقط كان على الخط المتقطع في الشكل "ب" "ملائمة التوزيعات" الذي يعكس أعلى عائد يطلبه المستثمرين وهو 16%، وهذا في حالة احتجاز الأرباح (المحور الأفقي)، واقل عائد بقيمة 13.3% وهذا في حالة توزيع الأرباح (المحور العمودي)، بما يعكس ميل أكبر من (-1).

وهذا يعد بمثابة تأكيد لفكر جوردن ولنتر، أي تأكيد لنظرية عصفور في اليد "Bird in the hand theory".

أما إذا كان موقع النقط على الخط المتقطع الذي فيه ميل الخط أقل من (-1)، يعني ذلك أن العائد الذي يطلبه المستثمرين يكون أقل من 11%، وهذا في حالة احتجاز الأرباح، و أكبر من 13.3%، في حالة توزيعها. وهذا يعد بمثابة تأكيد لنظرية التمييز الضريبي.²

¹ نفس المرجع السابق ص ص 375، 376.
² سوف نتطرق لهذه النظرية بالتفصيل في البحث الموالي.

نجد أن نتائج الدراسات التي أجريت باستخدام هذا الأسلوب معظمها تميل إلى تأييد وجهة نظر كل من ميلر ومدكلياني إلا أن هناك العديد من الانتقادات التي وجهت لهذا الأسلوب من بينها على سبيل المثال لا على الحصر:¹

- ❖ عدم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على معدل العائد المطلوب على الاستثمار؛
- ❖ القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم هي مسألة أو عملية جد صعبة.

ثانيا: أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: MEDAF

عندما يقوم المستثمرون في المؤسسة بدراسة الفرص المتاحة للاستثمارات الجديدة، عليهم أولا بتقدير تكلفة رأس المال لهذا الاستثمار.

التي يتضمن علاوة المخاطر، وذلك من اجل تعويض مخاطر الاستثمار الضمنية وهي الأفضل من طرف مساهمين المؤسسة.

فكيف تقدر علاوة المخاطر لكي يتم تقييم تكلفة رأس مال للاستثمار؟²

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF هو من النماذج الأولى التي أسست لمعرفة العلاقة الكمية بين المرودية المنتظرة من طرف المساهم والمخاطر للأصول.

هذا النموذج ما هو إلا عبارة عن ثمرة أعمال عدة باحثين، ثم استقل هذا النموذج واقتصر بعد عدة سنوات على مجموعة من المفكرين منهم William Sharpe 1964, Jack Trenor 1962, 1966 Jan Mossin et, John lintner 1965 MEDAF من بين النماذج الأكثر استعمالا في المؤسسات وذلك لتقييمه لتكلفة الأموال الخاصة للاستثمارات أي التأثير على عوائد الأسهم لكافة المؤسسات كما أنه أيضا محصلة لمعدل التوزيعات كما هو موضع في العلاقة التالية:

$$R_t = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda(TD_t - TD_M) \quad (19 - 2)$$

حيث:

R_t : معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين؛

R_{SR} : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر؛

β : معامل بيتا؛

R_M : معدل عائد محفظة السوق؛

¹ نفس المرجع السابق، ص 377.

² Jonathan Berk, Peter Demarzo, Finance d'entreprise édition 1, Preason Education France, 2008,P385.

λ: معامل يقيس تأثير التوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين؛

TD_t : معدل توزيع السهم t ؛

TD_M : متوسط التوزيعات الأسهم المكونة للمحفظة السوق.

وقد اختبرت هذه المعادلة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات $TD_M, TD_t, R_{RS}, R_M, R_t$ وذلك على أساس أنه لو اتضح أن قيمة معامل التوزيعات λ مساوية للصفر، فيعد ذلك بمثابة تأكيد لفكر ميلر ومدكلياني، أي تأكيد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين.

أما إذا اتضح أن قيمة المعامل سالبا، فيعد هذا بمثابة تأكيد لفكر جوردن ولنتر، أي تأكيد لنظرية عصفور في اليد التي تقضي بأن المستثمرين يطلبون عائدا أقل كلما زادت نسب الأرباح الموزعة أي كلما زادت غلة التوزيعات. نلاحظ من هذا الأسلوب أن هناك نتائج مختلفة ومتضاربة، فالبعض يؤيد نظرية عصفور في اليد والبعض الآخر، يؤيد عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات، ومن الانتقادات الموجهة لهذا الأسلوب أنه يعتمد على بيانات تاريخية في حين أن البيانات قد لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل؛ وكذلك كفاءة السوق المالي الذي يعتبر حالة غير واقعية.

المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل اختلال فرضيات السوق الكفاء:

سيتم في هذا المبحث دراسة المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل اختلال فرضيات السوق الكفاء، أي سنقوم بإسقاط الإشكال إلى عالم الواقع حيث سنسقط تلك الفروض (فروض الكفاءة التامة)، ماعدا فرضية الرشادة التي تبقى كشرط ضروري للتحليل، فنجد من أهم النظريات النظرية التمييز أو التفضيل الضريبي، ونظرية أثر العميل، ونظرية المنظمات وكذا نظرية المحتوى المعلوماتي. حيث يحتوي هذا المبحث على ثلاثة مطالب الأول، بعنوان التوزيعات ونظرية التفضيل الضريبي، والثاني، سياسة التوزيعات وفق نظرية المنظمة، الوكالة، والمطلب الثالث، سياسات أخرى مفسرة للتوزيعات.

المطلب الأول: التوزيعات ونظرية التفضيل الضريبي:

سحاول في هذا المطلب عرض نظرية التفضيل الضريبي التي اسقطت فرض عدم وجود الضرائب وتجانسها، وتقصد بالضرائب الضريبية ما بعد (IBS) المتمثلة في الضرائب على التوزيعات وليس تلك الضرائب المطروحة على النتيجة المحققة (IBS) وكذلك الضرائب على الأرباح غير العادية (فوائض القيم)، حيث هناك ثلاثة أسباب لاعتقاد بأن المستثمرون يفضلون التوزيعات النقدية القليلة على التوزيعات النقدية العالية وهي:¹

1. إن ضريبة فوائض القيم تكون أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، وبالتالي فإن المستثمرين الأثرياء الذين يملكون معظم الأسهم ويستلمون معظم التوزيعات قد يفضلون قيام المؤسسة بحجز الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسة نفسها حيث يؤدي احتجاز الأرباح إلى زيادة سعر السهم، حيث يتم استبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الأعلى بالفوائض القيم ذات الضريبة الأقل؛

2. إن الضرائب المستحقة على فوائض القيم لا تدفع إلا في حالة بيع السهم، وبسبب القيمة الزمنية للنقود، فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلاً أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حالياً؛

3. إذا ما تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته، فإن وريثة هذا المساهم في تاريخ وفاة المستثمر هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.

من خلال ما سبق سنناقش في هذا المطلب حالتين وهما حالة تساوي بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم، وحالة الاختلاف بينهما.

أولاً: وجود الاختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم:

اعتقد كل من MM انه لا تأثير لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، لكن أكد كل من جوردن ولنتر عكس ذلك أي أن لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة، إلا أن نظرية التفضيل الضريبي تختلف عنهم فهي ترى أن احتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يساهم في تعظيم قيمة المؤسسة، وبافتراض أن لدينا مؤسستين متماثلتين عدا في سياسة التوزيعات فلإيجاد الفرق بين هاتين المؤسستين لغرض المقاربات التالية:²

¹ محمد فاسم حسونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011 م، ص 212-213.

² منير إبراهيم المندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 355.

1. مقارنة Farrar et selwyn 1967:

يترتب على تباين المعدلين، تباين في ثروة المساهمين لمؤسستين بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، وبالتالي للمساواة بين التقييمين على المؤسسة المدافعة للتوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة المحتجزة للأرباح، بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، هي ظاهرة تسمى بظاهرة ظللة التوزيعات Dividend Tilt.¹

2. مقارنة Brennan 1970:

هي امتداد لدراسة Farrar et selwyn فيحاول برنان إيجاد الكيفية التي تؤثر بها سياسات على القيمة السوقية للسهم، حيث قامت المقاربة على أساس فرضيتين أساسيتين:²

1. أن القيمة السوقية للسهم تتغير بطريقة يكون من شأنها أن يتساوى معدل العائد بعد الضريبة الذي يولده السهم بصرف النظر عن سياسات التوزيعات المتبعة؛

2. إذا كانت المؤسستين متماثلتين وتعرضان لنفس القدر من المخاطر، فإن معدل العائد بعد الضريبة الذي يطلبه المستثمر ينبغي أن يكون واحد بصرف النظر عن سياسة التوزيعات المتبعة. أي كلما زادت نسبة التوزيعات الكبيرة زادت نسبة الضرائب والعكس، فالمستثمر يلجأ إلى الاستثمار وإلى امتلاك أسهم الخزينة المماثلة لكن فيها توزيعات أقل أي انخفاض قيمة السهم.

حيث يريد برنان الوصول من خلال هذه الفرضيات أن يظل خضوع دخل المستثمر للضريبة، وفي ظل القانون الضريبي الذي يقضي بمعدل منخفض للضريبة على فائض القيمة، فإن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، ويمكن تحديد هذا التأثير بالقيمة الحالية للفرق بين الضريبة المستحقة على التوزيعات والضريبة المستحقة على فائض القيمة.

$$V_{End} = V_{Ed} + (imp \text{ DIV}_{imp} \cdot N \text{ DIV}) / K$$

حيث:

V_{End} : قيمة المؤسسة غير الموزعة للأرباح؛

V_{Ed} : قيمة المؤسسة الموزعة للأرباح؛

DIV : التوزيعات؛

¹ علي بن العقب، مرجع سابق، ص 155.

² ماهر إبراهيم هنادي، مرجع سابق، ص 357.

Imp^{*}: معدل الضريبة على فائض القيمة؛

Imp : معدل الضريبة على التوزيعات؛

N.DIV: الأرباح الغير الموزعة؛

K: تكلفة راس المال.

3. مقارنة MILLER et Sholes 1978:

يرى كل من ميلر وشولز بأنه يمكن أن يكون لاحتجاز الأرباح جاذبيته، في ظل النظام الضريبي الذي يميز فائض القيمة والتوزيعات، غير أنهما يؤكدان على وجود ميل ضريبية يمكن للمستثمر - إذا ما استخدمها - أن يحقق ميزة ضريبية على العائد المتمثل في التوزيعات.¹ فإن من أهم المزايا المعروفة التي يمكن أن تتحقق من خلال الأرباح المحتجزة هو تأجيل سداد الضريبة عن نصيب المستثمر في الأرباح. فاحتجاز الأرباح ينتج عنه زيادة في القيمة السوقية للسهم، وإذا لم يتم بيع هذا الأخير فسوف لا يتم دفع ضريبة على تلك الزيادة، طالما أنها لم تتحول إلى فائض قيمة. وفي هذه الحالة يمكن للمستثمر الراغب في التوزيعات اللجوء للرافعة المالية الشخصية، وذلك باقتراض مبلغ يسد احتياجاته، والفوائد عليه متجانسة تماما مع التوزيعات من حيث القيمة، وتاريخ الحدوث، واستثمار المبلغ المقترض في شراء كمية من أسهم المؤسسة الدافعة للتوزيعات. من خلال ما سبق نجد أن المقاربات النظرية تعترف بوجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وذلك في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات، ومعدل الضريبة على فائض القيمة، لكن السؤال المطروح هل هناك تأثير لسياسة التوزيع في حالة إذا كان المعدلان متساويين؟

ثانيا: حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم:

يظل هدف المؤسسة على ما هو عليه حتى في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على فوائض القيم، كما يظل لاحتجاز الأرباح أثره المرغوب على القيمة السوقية للسهم، فاحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها يعطي مرونة للمستثمر، إذ يمكن تأجيل دفع الضريبة على فائض القيمة، في حالة احتفاظ المستثمر بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع، فكلما زادت فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة وانخفضت القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود، وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم زيادة جاذبية بالنسبة للمستثمر، إلا أن مزايا احتجاز الأرباح أصبحت أقل مما كانت عليه.

¹ نفس مرجع سابق، ص 364 ص 365.

لكن قد يكون الأمر عكس ذلك في بعض الحالات الخاصة، أو تبعا لبعض التشريعات الجبائية، وتصبح التوزيعات أحسن من الأرباح الغير العادية، فوفقا للنظام الضريبي الأمريكي، يعنى من الضريبة 80% من التوزيعات التي تحصل عليها مؤسسة ما من استثماراتها في رأس مال مؤسسة أخرى، ففي هذه الحالة من صالح المؤسسة تحصيل التوزيعات عوضا عن الأرباح الغير العادية.

المطلب الثاني: تفسير سياسة التوزيعات وفق نظريات المؤسسة (الوكالة، الصفقات):

بعدما تم إسقاط عدم وجود ضرائب، وتجانسها في المطلب الأول حيث اعترف كل من MM على وجود أثر لهذا العامل.

إذن فما هو رأيهما في حالة وجود تكاليف الصفقات؟

أولا: تكلفة الصفقات وسياسة توزيع الأرباح:

يرى كل من MM إلى أنه إذا لم تكف التوزيعات التي تجريها المؤسسة لتلبية احتياجات المستثمر فإنه يمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها، أما إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة وهو ما أطلقنا عليه بسياسة التوزيعات الشخصية **HOME MADE DIVIDEND**.

- غير أن هناك أسباب تدعو إلى الاعتقاد بأن فرصة المستثمر لسياسة التوزيعات الشخصية تعتبر ضئيلة وهي:¹
1. وجود تكلفة الصفقات **Transaction costs** التي سيدفعها المستثمر للسماحة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع أوراق مالية، وفي هذه الحالة من الأفضل للمستثمر أن تتبع المؤسسة سياسة توزيع تناسبها، وذلك بدلا من قيامه بنفسه بتشكيل هذه السياسة، بسبب تكلفة الصفقة؛
 2. وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية، هذا يعني أن المستثمر قد يجد نفسه مضطرا لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجاته، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات قد يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء؛
 3. قد يحجم المستثمر عن فكرة الاعتماد على سياسة التوزيعات الشخصية، كبديل عن سياسة التوزيع التي تتبعها المؤسسة وذلك لعوامل نفسية.

¹ نفس مرجع سابق، ص 371.

فقد تؤدي تلك السياسة إلى بيع جزء من الاستثمارات الأصلية، بغرض تغطية احتياجاته المالية، وهو أمر قد يرفضه.

ثانيا: نظرية تكلفة الوكالة وسياسة توزيع الأرباح:

في بداية إنشاء وتكوين مؤسسة تتفق أطراف عديدة مثل المساهمون و المقرضون وإدارة المؤسسة على إنشاء مؤسسة، وذلك لأجل المصالح المشتركة والمتوقعة في إنشاء مؤسسة¹، ولكن في المراحل اللاحقة نجد أن كل طرف يرغب في أن تحقق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى، وأبرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضون، فالمقرضون يرغبون دائما أن تحتفظ المؤسسة بأكثر قدر من السيولة من أجل تسديد التزاماتهم أما حملة الأسهم يرغبون بأن تقوم المؤسسة بتوظيف معظم أموالها في مشروعات تحقق لها معدلات عائد عالية يكون لهم النصيب الأكبر فيها.

ومن هنا يأتي دور إدارة المؤسسة والذين من الطبيعي أن تكون توجهاتهم هي لخدمة المالكين أكثر من خدمة المقرضين.

لذلك وجدت عدة دراسات بالنسبة للمؤسسات وهذا في حالة مواجه هذه الأخيرة لصعوبات مالية، حيث لا تقوم المؤسسة بتخفيض الأرباح بل تحافظ على مصالح المساهمين وتستمر في دفع التوزيعات.

حيث نجد من بين هذه الدراسات مثلا دراسة Kalay 1982 في دراسة حول سياسة توزيع الأرباح، ونظرية الوكالة وتوصل إلى أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين على المساهمين، في حين توصل Lewellen 1981 إلى أن معدل التوزيعات يرتبط إيجابيا مع علاوة المسيرين، وأجورهم السنوية، والتي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة.²

تعتبر تكاليف الصفقات، والوكالة ناتج لقيود خارجية مفروضة من السوق، أو من طبيعة الملكية، وتركيزها لكن هناك قيود داخلية مرتبطة بالمستثمر في حد ذاته، والجانب النفسي له، وهو ما تناوله نظرية أثر الزبون.

المطلب الثالث: نظريات أخرى مفسرة لسياسة التوزيع:

بالإضافة إلى كل من نظريات التمييز الضريبي ونظرية المؤسسة (الوكالة، الصفقات) هناك نظريات أخرى

مفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

وسنعرض في هذا المطلب كل من نظرية المحتوى المعلوماتي أو الإشارة ونظرية أثر الزبون.

¹ اسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 384 ص 385.

² علي بن الفس، مرجع سابق، ص 158

أولاً: نظرية المحتوى المعلوماتي أو الإشارات

تؤثر المعلومات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة التوزيعات المتوقعة للمؤسسة¹. فإذا توقع المستثمر زيادة في معدل التوزيعات بنسبة 05% وحصلت هذه الزيادة بالفعل فإن سعر السهم لن يزداد بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأن المعلومة متوقعة وقد تم استخدامها في تقييم السهم. لكن إذا توقع المستثمر زيادة 05% ولكنها زادت بنسبة 25% فإن هذه الزيادة سيرافقها زيادة في قيمة السهم.

والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع.²

ويعود السبب في ذلك أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في فائض القيمة.

لكن نجد كل من MM ناقشا هذا الأمر بشكل مغاير، فقد لاحظ بأن المؤسسات دائماً غير راغبة بزيادة التوزيعات إذا ما تبين للإدارة أن هذا من شأنه زيادة الأرباح أو استقرارها في المستقبل.

لذلك عندما يحدث وتكون التوقعات متاحة لدى المستثمرين عن سياسة التوزيعات لإحدى المؤسسات أعلى عما يحدث بالفعل، وبالتالي فإن وجهة نظر MM هي أن الزيادة في التوزيعات التي تفوق توقع المستثمرين تؤخذ من قبلهم على أنها إشارة signal بأن توقعات الإدارة المؤسسة لعوائد المؤسسة هي زيادة أي توقع تحسناً في الأرباح المستقبلية.

بينما انخفاض التوزيعات هي إشارة بأن العوائد القادمة ضعيفة أي توقع تراجع في الأرباح.

وبالتالي فإن كل من MM ادعيا أن تقييم المستثمرين للتغيرات في توزيعات الأرباح لا تظهر أن المستثمرين يفضلون توزيعات الأرباح على الأرباح المحتجزة بل أن سعر السهم يتغير ليعكس المعلومات المهمة المحتواة في إعلان توزيع الأرباح.

وهذا ما يسمى بنظرية محتوى المعلومات أو نظرية الإشارة.

1. الدور المعلوماتي للتوزيعات:

أثبتت دراسة LINTNER 1956، أن الارتفاع في التوزيعات يصاحبه ارتفاع منتظم في النتائج مع

وجود بعض التأخير وكنتيجة لهذه الدراسة ظهرت فكرة الدور المعلوماتي للتوزيعات.

في سنة 1961 أظهر كل من MM أن التوزيعات تدل على معلومات وتنقلها على السوق في ظل انعدام

الكفاءة التامة الأسواق المالية.¹

¹ محمد صالح الحماوي، حلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 389.

² عدنان ناه العيسى، سعدون مهدي السائق، أسامة نزمي سلام شفيق نوري موسى، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن

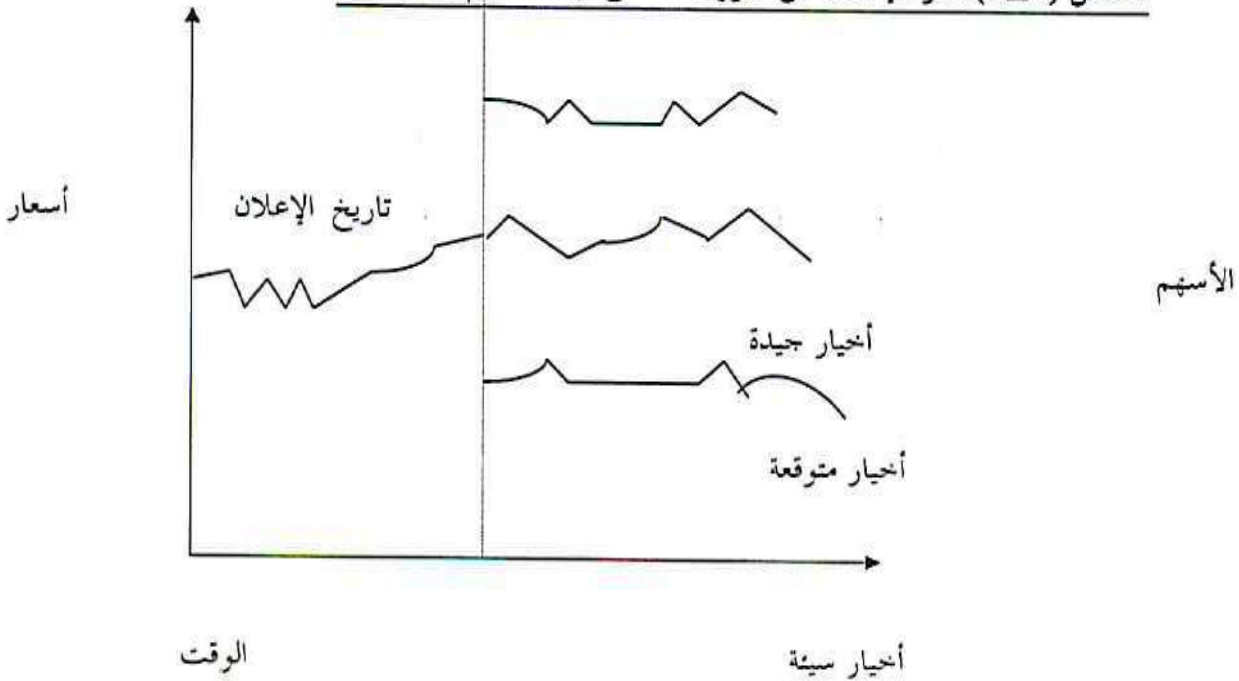
كما حصل الارتفاع للتوزيعات عند كل من **Rock et Miller 1985** من خلال الموارد والاستخدامات لرؤوس الأموال، فيمكن لقرار التوزيعات أن يكشف للأسواق المالية نتائج المؤسسات.

استمر هذا التحليل من طرف **John et Rock et Miller 1985, Bhatta Chary 1979**، **Williams 1985**..... الخ في صورة نماذج للمعلومات.

تحتوي هذه النماذج على أن التغيرات في التوزيعات تعكس الإشارات المباشرة المرسله من قبل مدراء السوق حيث تتعلق بنتائج المؤسسة بالمستقبل.²

بعد الارتفاع في التوزيعات تحسن في الأرباح ونموها في المستقبل حيث تقوم المؤسسة بإعلام السوق عن أي ارتفاع في متوسط النتائج المتوقعة مقارنة بالنسبة السابقة، إذا كانت هذه المعلومة غير متوقعة من طرف السوق، فإن القنوات تعلن عن ارتفاع سعر السهم، هذه النتيجة تدل على أن التغيير في الأسعار لا ينتج أبداً مبالغ في التوزيعات، لكن المعلومات ترتبط بمنظور النمو في نتائج المؤسسة والشكل الموالي يبين أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم من منظور نظرية الإشارة.

الشكل (2_2): أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم / للمؤسسة



Sours: Bellalah Mondher, Reflexion sur la politique optimale de divideuds en préseuce de cout d'information,P08.

¹ علي بن الفشب، مرجع سابق، ص 150.

² Bellalah Mondher, Reflexion sur la politique optimale de divideuds en préseuce de cout d'information, cahiers de Recherche n° 2009, Université Paris 29, ix Dauphine P8.

يعتبر اتخاذ قرار التوزيعات تحت افتراض الكفاءة التامة متوقع من قبل المساهمين، والأسعار لا تتأثر بتاريخ الإعلان عن التوزيعات المتوقعة، بالمقابل الانخفاض في التوزيعات هو عبارة عن أختيار سيئة لأن قيمة المؤسسة دالة تابعة للنتائج الاقتصادية المستقبلية، عندما تنظر للتوزيعات تجد أنها ضعيفة / قوية.

القيمة السوقية للأسهم تنخفض / ترتفع إذا قررت المؤسسة تأجيل التوزيعات بالأسعار المعطاة من قبل الخبير المحاسبي، هذه المعلومات تعمل على انخفاض قيمة الأسهم.

إذا الإعلان عن التغيير في سياسة التوزيع يؤثر على قيمة المؤسسة فكيف تؤثر هذه التعديلات على قيمة المؤسسة؟ أو بعبارة أخرى، ما هي طبيعة المعلومة المتواجدة في السوق من شأنها تغيير من سياسة التوزيع؟ وقد أجاب عن هذا الطرح عدة مفكرين من بينهم:¹

1. **Miller et Rock, 1985, John et Williams 1985, Bhatta, Chary 1979**

قام هؤلاء بتفسير الدول المعلومات عن طريق التدفق النقدي، حيث بينت هذه النماذج بأن التوزيع يقدم معلومات للسوق عن التدفقات النقدية الحالية أو المستقبلية.

2. **Jensen 1986**: تركز هذا الفرضية على التدفق النقدي الحر، ترى هذه الفرضية أن المسيرين الذين يملكون الخزينة مهمة يتراجعون عن الاستثمار في مشاريع ذات مردودية أقل من تكلفة رأس المال، يفضل هؤلاء المسيرين الاحتفاظ بها في المؤسسة أو في الخزينة عوضاً عن توزيعها على المساهمين.

3. **Lang et Lizenberger 1989**

ترتكز هذه الفرضية أيضاً على التدفق النقدي الحر كإشارة لتصحيح الأسعار البورصية إلى التغيير التوزيعات.

إعلان التوزيعات يؤثر بالإشارة على أسعار البورصة لأن التوزيعات تؤثر على مستوى التدفقات النقدية المتاحة للاستثمارات التي ليس لها مردودية، وتقر هذه النتيجة إلى أن الرفع في التوزيعات يؤدي إلى تخفيض المسيرين على الاستثمار أكثر، وتخفيض التوزيعات يقلل من زيادة الاستثمار.

¹ Bellalah Mondher, OPCIT.P9.

2. النماذج المفسرة لأثر نظرية المعلومة أو الإشارة على قيمة المؤسسة:

تأسست عدة نماذج تفسر أثر نظرية المعلومة أو الإشارة على قيمة المؤسسة بناء على نتائج نموذج lintner 1956 من خلال معطيات مؤسسة ونموذج كل من March et Merton 1987 من أجل التوزيعات الجمعية المؤسسات، امتد هذا النموذج من اجل إعطاء حساب لتكلفة المعلومة على ضوء أعمال Merton 1987.

1.2 نموذج lintner 1956:

أججز lintner 1956 في دراسة له لـ 28 فريق إدارة بمؤسسات أمريكية التي تسمح بتحرير النتائج المستمرة المرتبطة بسياسة التوزيعات كما يلي:¹

- ✦ المسكرون يرتكزون كثيرا على معدل التوزيعات، والتغير فيه وليس على مبلغ التوزيعات؛
- ✦ عادة ما يضع المسكرون معدلات مستهدفة لتوزيع الأرباح؛
- ✦ معظم المسكرون يتجنبون تغيير هذا المعدل نتيجة النتائج الغير الدائمة، حيث لا يرغب المسكرون في التغير ثم يتخلون عنه؛
- ✦ يرتبط التغيرات في التوزيعات بالأرباح طويلة الأجل.

حيث اقترح lintner النموذج كما يلي:

$$\Delta D_{it} = a_i + C_i(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \varepsilon_t \quad (20-2)$$

حيث:

ΔD_{it} : التغير في التوزيعات i في الفترة t ؛

a_i : معامل ثابت؛

C_i : النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات والتي نتوقف على وجهة نظر المسكرين؛

$D_{i,t}^*$: معدل التوزيعات المستهدفة أو طويلة الأجل؛

$D_{i,t-1}$: معدل التوزيعات للسنة السابقة؛

ε_t : الخطأ العشوائي، عبارة تشويش أبيض طبيعي.

اختبر lintner هذا النموذج على الفترة الممتدة من 1918 إلى 1941 حيث أظهر هذا النموذج القدرة التفسيرية حوالي 85% للتغير في التوزيعات، في حين بلغت C_i 30% وبلغ معدل التوزيعات المستهدفة حوالي 50%.

¹ Bellalah Mondher, opct, p19.

حيث اخترت نتائج هذا النموذج ميدانيا وكانت النتائج متماثلة تقريبا ومن بين هؤلاء الباحثين نذكر *Watts* 1973، *Petit* 1972، *Fama et Babiak* 1968.

يعتبر نموذج *Lintner* 1956م من بين أحسن النماذج التي استخدمت لدراسة سياسة توزيع الأرباح، حيث هو المفسر لنظرية الإشارة، فمما التوزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، لكن كباقي النماذج لا يخلوا من النقص، منها تجاهله للارتباط والارتباط المتبادل بين سياسة التوزيعات المعتمدة وسياسة التوزيعات المؤسسات الأخرى.

كما استخدم على مستوى الاقتصاد الجزئي وليس على مستوى الاقتصاد الكلي.¹

2.2 نموذج *March et Merton* 1987:

جاء نموذج كل من *March et Merton* بناء على الانتقاد اللاذع للنموذج السابق (*Lintner*) وذلك لتقديم نموذج آخر يقوم على تغطية النقص فيه.

2-2-1 نموذج *Merton*:

قام هذا النموذج على إسقاط افتراضات السوق الكفاء والمتمثلة في عدم وجود تكلفة للمعلومة، يتم ذلك تبعا لهذا النموذج تحديد معدل المردودية المطلوب انطلاقا من نموذج توازن الأصول المالية *MEDAF* المعد من طرف *Sharp* 1964 مع إدخال تكاليف المعلومة حسب الصيغة الرياضية التالية:

$$R_T = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda_T - B \cdot \lambda_M \quad (2-21)$$

حيث:

R_T : معدل المردودية المطلوب؛

R_{SR} : معدل المردودية بدون المخاطرة؛

R_M : معدل المردودية السوق؛

B : معامل الحسابية؛

λ_T : تكلفة المعلومة للورقة المالية T .

λ_M : تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأوراق المالية بالسوق.

2-2-2 نموذج *March et Merton* 1987م:

يتم في هذا النموذج تحديد معدل المردودية المطلوب مع وجود تكلفة للمعلومة، حيث قام كل منهما ببناء نموذج لدراسة تطور التوزيعات في المؤسسة، ولجميع المؤسسات.

¹ على بن النسيب، مرجع سابق، ص 163.

باعتبار قيمة المؤسسة تتحدد وفقا للصيغة التالية:¹

$$V_t = \sum_{t=0}^{\infty} \left\{ \int_t^{\infty} (ETE_S - I_S) \cdot e^{-K \cdot (S-t) dt} \right\} / N_t \quad (2-23)$$

حيث:

V_t : قيمة السهم في الفترة t ؛

\int_t^{∞} : الأمل الرياضي الشرطي على المعلومة المتاحة في الفترة t ؛

ETE_S : فائض خيرية الاستغلال في الفترة S ؛

I_S : تكلفة الاستثمارات المالية والمادية في الفترة S ؛

\bar{e} : أساس اللوغاريتم النيري 2.71؛

K : تكلفة رأس المال؛

N_t : عدد الأسهم في الفترة t .

من ناحية أخرى، يمكن تحديد قيمة المؤسسة عن طريق خصم الأرباح الدائمة من الفترة الحالية إلى ما لا نهاية

وذلك حسب العلاقة التالية:

$$V_t = E_t / K$$

$$\Rightarrow E_t = K \cdot V_t \Leftrightarrow E_t^m = K \cdot V_t^m \quad (2-24)$$

حيث:

V_t : قيمة المؤسسة / السهم؛

E_t : الأرباح الدائمة؛

E_t^m : الأرباح الدائمة على مستوى السوق؛

V_t^m : قيمة مخفضة السوق؛

K : تكلفة رأس المال.

اقترح كل من العالمين دراسة للتوزيعات على مستوى السوق المالي كالآتي:

$$(1 - \theta_1 L) \log(D_t) = \alpha_t + (f - \theta_1 L) \log(E_{t-1}^m) + \eta_t \quad (2-25)$$

¹ Bellalah Mondher, opct, p23.

^{***} ويتم حساب تكلفة رأس المال حسب العلاقة المرفوعة في الفصل الأول.

حيث:

L : معامل التأخير؛

$\log(D_t)$: لوغاريتم التوزيعات؛

a_t : الأمل الشرطي للمعلومة المتاحة في الفترة t ؛

$\log(E_{t-1}^m)$: لوغاريتم الأرباح الدائمة للفترة السابقة؛

n_t : البواقي وهي عبارة عن تشويش أبيض.

التوزيعات هي عبارة عن مجموع لوغاريتمات الأرباح الدائمة الموزعة مع وجود بعض التأخير وهي عبارة عن محاكاة لنموذج *Lintner* الذي خص المدى القصير وتجاهل معدل التوزيعات في الأجل الطويل. يؤول معدل التوزيعات في المدى الطويل إلى معدل ثابت يحدد بالعلاقة التالية:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \log \left(\frac{D_t}{E_{t-1}^m} \right) = \beta$$

بتعويض هذه المعادلة في النموذج نجد:

$$\begin{aligned} \log(D_{t+1} - \log D_t) \\ = g_t + I[\log(E_t^m) - \log(E_{t-1}^m) - m_{t-1}] + \delta[B - (\log(D_t) - \log(E_{t-1}^m))] \\ + n_{t+1} \leftarrow (2 - 26) \end{aligned}$$

حيث :

m_{t-1} : التغيير في اللوغاريتم الأرباح الدائمة؛

g_t : التغيير في اللوغاريتم توزيعات المتوقعة؛

δ : عبارة عن معامل لتصحيح الخطأ ويعني انحراف معدل التوزيعات في المدى القصير عن معدل التوزيعات في المدى الطويل.

ثانياً: نظرية أثر الزبون:

اقترح ميلر ومد كلياني بأن الأثر الزبائني موجود، وإذا صح ذلك فإنه سيساعد في فهم سبب تغيير سعر سهم بعد الإعلان عن التغيير في سياسة التوزيع.¹

حيث يرى ميلر ومد كلياني أن المؤسسة تحدد سياسة توزيعات خاصة بها وبحيث تجذب العملاء أو المستثمرون الذين يفضلون تلك السياسة، فعلى سبيل المثال، يوجد مستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات عوضاً عن

¹ عدنان تابه النعيمي، سعدون مهدي السائي وآخرون، مرجع سابق، ص 459.

الحصول على أرباح في المستقبل، بينما يوجد مستثمرون على النقيض يفضلون إعادة استثمار الأموال للحصول على أرباح في المستقبل عن إجراء توزيعات عليهم.¹

فإذا تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقوم على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، فإن هذه السياسة لن تناسب هؤلاء الذين يرغبون في الحصول على التوزيعات وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو بعض ما لديهم من أسهم وذلك لتدبير احتياجاتهم الحالية للأموال، وذلك سيؤدي بالمستثمرين إلى تحمل تكاليف السمسرة والتي عادة ما تكون مرتفعة على الصفقات الصغيرة.

ومن جهة أخرى، إذا تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقضي بتوزيع أغلب الأرباح على المساهمين، فإن هذه السياسة تبدو غير ملائمة للمستثمرين الذين يرغبون في إعادة استثمار أموالهم والحصول على فائض القيمة في المستقبل، وهو ما يعرضهم لبعض المتاعب منها حصول هؤلاء على أرباح متمثلة في صورة توزيعات، ومن ثم دفع الضرائب المقررة عليها، بالإضافة إلى صعوبات أخرى تتعلق بإعادة استثمار هذه الأموال فيما بعد.

حيث استنتج كل من *MM* إلى أن المستثمرون الذي لا يرغبون في الحصول على أرباح حالية "توزيعات" يميلون إلى شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسة توزيع تقضي بتوزيع نسبة مرتفعة من أرباح المؤسسة بينما يميل البعض الآخر الذين لا يرغبون في الحصول على أرباح نقدية في شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسة توزيعات تقضي باحتجاز الأرباح لإعادة استثمارها.

لذا يجب على المؤسسات ألا تقوم بتغيير سياسة توزيعات الخاصة بها باستمرار إلا إذا كان هناك ما يدعو لتغيير هذه السياسة.

وفي حالة تغيير المؤسسة لسياسة توزيعات الخاصة بها عليها أن تتأكد من توافر عدد كافي من المستثمرون الذين يفضلون سياسة التوزيعات الجديدة.

أي من المتوقع أن يزيد الطلب على أسهم المؤسسة كما هو معروض منها بالسوق وهو ما يترتب عليه ارتفاع سعر السهم أي قيمة المؤسسة.

من خلال عرضنا لأهم المقاربات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة وجدنا أن هناك فرضيات تؤيد تأثير سياسة التوزيعات والأخرى معارضة لهذا التأثير ولكل مقارنة إثباتاتها الخاصة فالإشكال المطروح هو ما مدى صحة هذه المقاربات على أرض الواقع؟

1 محمد، صالح الخناوي، حلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 390.

خلاصة:

تتضمن سياسة التوزيعات اتخاذ قرار بتوزيع أو احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتعرف سياسة التوزيعات على أنها ذلك الجزء من الأرباح السنوية المتحققة المخصص دفعة للمساهمين، سواء على شكل نقدي أو عيني، ناتج عن نشاط الدورة الحالية أو دورات سابقة ذلك لتلبية احتياجات المساهمين والإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة للمؤسسة.

حيث أن لهذه التوزيعات عدة أشكال وبدائل (أسهم مجانية، توزيعات نقدية... الخ) تخضع هذه التوزيعات إلى عدة عوامل تؤثر عليها بالسلب أو بالإيجاب ليصبح لقرار التوزيع آثاره المرغوبة والغير المرغوبة على سعر سهم. يختلف أثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة حسب اختلاف المقاربات المفسرة لها، فهناك مقاربات مفسرة لهذا الأثر في ظل كفاءة السوق سواء في عالم التأكد أو عدم التأكد فنجد مثلاً نظرية كل من ميلر وميديكليني سياسة عدم ملائمة التوزيعات والتي تنطوي على أن سياسة التوزيعات ليس لها أثر على سعر السهم أو تكلفة رأس المال لكن كل من جوردن ولتر يعارضان وجهة نظرهما ويؤيدان تأثير هذه السياسة على قيمة المؤسسة.

كما أن هناك مقاربات مفسرة لأثر التوزيعات في ظل عدم كفاءة السوق فمنها مثلاً نظرية التفضيل الضريبي التي ترى أن الضريبة المفروضة على فائض القيمة أقل من الضريبة المفروضة على التوزيعات، ومن ثم سيكون المستثمرين أكثر ميلاً إلى تفضيل احتجاز الأرباح عن توزيعها.

وكذلك سياسة المحتوى المعلوماتي أو الإشارة وأثر الزبون، حيث يشير محتوى المعلومات إلى أن المستثمرين ينظرون إلى التغيير في التوزيعات كمؤشر لرؤية الإدارة عن مستقبل المؤسسة وربحيتها.

أما تأثير الزبون فيشير إلى أن المؤسسة تستطيع اجتذاب العملاء الذين يفضلون سياسة التوزيعات التي تتبعها. حيث تم عرض أهم النماذج المفسرة لهذه النظريات وذلك لاختبار مصداقية هذه الأخيرة مثل نموذج 1956 Merton et March 1987, LINTNER... الخ.

الفصل الثالث:

"الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة"

تمهيد

يعتبر الاستثمار بالأسهم العادية أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية، ومن أهمها نظرا للعوائد والأرباح التي تدرها للمساهمين في الأسواق المالية.

لكن الأسواق المالية تعاني من الكثير من المشاكل خاصة في الآونة الأخيرة، وقد كان الانخفاض الكبير والذي لا يمكن تجاهله هو قيمة المؤسسة بداخل تلك الأسواق يعد ارتفاع غير مبرر من الناحية الاقتصادية، وقد كانت الأسواق المالية لدول الخليج العربي خير شاهد على ذلك.

ومن بين الأسواق المالية لدول الخليج العربي نجد سوق دبي المالي، حيث يعود التعامل بالأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة إلى أول الستينيات من القرن الماضي حيث بدأ تأسيس عدة شركات مساهمة عامة في الدولة، وتبعاً لذلك ظهرت سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية من خلال مكاتب الوساطة الغير متخصصة أو مرخصة، في ظل انعدام الرقابة، وعدم توافر الشفافية، إلى غيره من الأسباب، ظهرت الحاجة الماسة لتنظيم سوق الأوراق المالية، بما يكتفل سلامة التعامل بالأوراق المالية، ومن أجل إيجاد القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسات المسعرة في البورصة بناء على قوى العرض والطلب، وبعد ذلك تم إصدار القانون الاتحادي رقم 04 عام 2000م لإنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع حيث تم بعد ذلك تأسيس سوق دبي المالي للأوراق المالية خلال سنة 2000م.

المبحث الأول: التعريف بسوق دبي المالي:

يعتبر سوق دبي المالي من أبرز الأسواق المالية العربية لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى التعريف بهذا السوق من حيث الإطار التنظيمي، مؤشر السوق..... الخ.

المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق دبي المالي:

سنحاول في هذا المطلب التعرف على سوق دبي المالي.

أولاً: لمحة عن سوق دبي:

1. نشأة سوق دبي:

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاولته نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره ثمانية مليارات درهم، وتم طرح نسبة 20% من رأس المال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. وبعد ذلك تم إدراج سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز التداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.¹

2. الاستحواذ على سوق دبي المالي:

قامت شركة سوق دبي المالي بالاستحواذ على كامل موجودات ومطلوبات ونشاط سوق دبي المالي (مؤسسة حكومية مملوكة بالكامل من قبل حكومة دبي) كما بتاريخ 1 جانفي 2007م (تاريخ الاستحواذ) قامت الشركة بدفع مقابل 8 مليار سهم من أسهمها البالغة 8 مليار درهم (القيمة الاسمية درهم واحد) على أساس تقييم من قبل مقيم مستقل.

3. رأس مال شركة سوق دبي المالي:²

أ) يتكون رأس مال الشركة 8 مليار درهم مقسم إلى 8 مليار سهم بقيمة اسمية درهم للسهم الواحد، اكتسب المساهمون المؤسسون عينيا في كامل الأسهم وذلك بواسطة نقل ملكية نشاط وموجودات ومطلوبات لسوق

1 12:05 تاريخ النسخ، 16/04/2011، سوق دبي المالي http://www.Fxmeuvstoday.ae/arab_markets/

2 صندوق النقد العربي، تقرير رئيس مجلس الإدارة عن أهم الإنجازات لعام 2007 من 20.

دبي المالي للشركة: تم تقسيم سوق دبي المالي من قبل جهة تقييم مستقلة ومحايدة وذلك بقيمة تتراوح ما بين 7,215 مليار درهم إماراتي إلى 8,151 مليار درهم إماراتي . كما في تاريخ 31 ديسمبر 2005م.

وقد تم هذا التقييم من خلال الافتراضات التالية:

1. أن حجم التداول سوق يقل في عام 2006 بنسبة 26% مقارنة بعام 2005، ومن ثم سوق يرتفع حجم التداول من سنة إلى أخرى بنسبة 20% في كل من الأعوام 2007 و 2008 وبنسبة 10% في كل من الأعوام 2009 و 2010؛

2. إن رسوم عمولات التداول المفروضة على قيمة الأسهم المتداولة سوف تبقى بنسبة 0.1% من قيمة التداول لكل من جهتي البائع والمشتري في المستقبل.

هذا وقد تم بيع ما نسبته 20% من أسهم الشركة عن طريق طرح 1.600.000.000 سهم من الأسهم المسجلة باسم الحكومة دبي للاكتتاب العام.

ب) قامت الشركة بالاكتتاب بـ 54.236.831 سهم من أسهم الشركة وذلك لغرض أسهم برنامج أداء الموظفين مستقبلا وتكلفة بلغت 1.03 درهم لكل سهم بما في ذلك مصاريف التأسيس. سيتم إعادة إصدار تلك الأسهم وتوزيعها على الموظفين وهنا بموافقة مجلس الإدارة.

4. أهداف السوق:

يهدف سوق دبي المالي إلى تحقيق ما يلي:¹

✓ خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني؛

✓ تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات الغير العادية والمخظورة؛

✓ تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح الفوري لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر و العادل

فيما بين المستثمرين؛

✓ تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الإلكترونية

الحديثة التي تتولى العملية بسرعة؛

✓ ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق، بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة

وتوفير التدريب الملائم لهم؛

✓ تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، وإعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.

ثانيا: بنية الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي:¹

قامت شركة سوق دبي المالي خلال سنة 2008م باعتماد هيكل تنظيمي جديد ومتطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية ويواكب الخطط التنموية للشركة لمواجهة التحديات المستقبلية، وجاء اعتماد الهيكل التنظيمي الجديد لسوق دبي المالي في 12 نوفمبر 2008م من اجل الارتقاء بالأداء ومواجهة التحديات.

يتميز الهيكل التنظيمي بمرونة عالية في الأداء بشكل يساهم في زيادة الفعالية التشغيلية، كما انه يمثل عنصر تحفيز للإطارات البشرية في السوق.

فاليهيكل التنظيمي الجديد ما هو إلا عبارة عن ثمرة لسلسلة من المناقشات الداخلية والاستشارات التي تمت بالتعاون مع شركة عالمية متخصصة. تم إدراج العديد من الإضافات المهمة في الهيكل التنظيمي خاصة فيما يتعلق بأعلى الهرم المؤسساتي بداية بالجمعية العمومية التي تمثل السلطة العليا بعد تحول السوق إلى شركة مساهمة عامة، والتي أوكلت لها مسؤولية إدارة الشركة، بما يحقق العائد الأعلى للمساهمين والمنفعة للمجتمع، إلى جانب الدور الرقابي للهيئة الشرعية ومدقق الحسابات الخارجي واللجان المتبقية، المجلس، وأمين مجلس الإدارة، إضافة إلى إدارة التدقيق الداخلي والتميز المؤسساتي، ومركز الشكاوي، لدى الإدارة وعلاقتها مع لجنة التدقيق، والرقابة الداخلية، لجنة رقابة السوق، إن كل هذه الإضافات على الهيكل التنظيمي للسوق ستلعب دورا محوريا في تطوير وتحسين العمل، بما يواكب تطلعات المساهمين ومختلف شرائح المتعاملين مع السوق.

يشمل الهيكل التنظيمي الجديد ستة دوائر يندرج تحتها عدد من الإدارات والأقسام، والوحدات التنظيمية، هذه الدوائر الست هي كما يلي:

1. دائرة الخدمات المؤسسية: والتي تعنى بالشؤون المالية والإدارية، وشؤون الموظفين والشؤون القانونية التشغيلية وعلاقات مساهمي الشركات.
2. دائرة هيئة السوق: والتي تعنى بوضع السياسات والأنظمة التي تحكم عمل السوق وتؤكد من التزام الجهات المختلفة بقرارات السوق وأنظمتها. كما تحكم هذه الدائرة بين الأطراف المتنازعة، وتعنى بالتدقيق على الوسطاء وإدارة المخاطر المالية والإستراتيجية والتشغيلية.
3. دائرة التقاص والتسوية والإيداع: والتي تهتم بمتابعة تنفيذ عمليات التداول في سوق دبي المالي وإتمام عمليات التسوية المالية المترتبة على تلك العمليات، وقد تم بموجب الهيكل التنظيمي الجديد إعادة توزيع عملياتها بما يحقق انسيابية ومرونة في العمل.
4. دائرة عمليات السوق: وهي التي تهتم بالدور الحيوي في مجال الرقابة على التداول لضمان تنفيذ الصفقات بكفاءة عالية وبصورة عادلة، وتنولى هذه الدائرة تطبيق أفضل المعايير والممارسات فيما يخص بالبنية التحتية التقنية ونظم التداول والمقاصة، ودراسة المشاريع التقنية، وأمن المعلومات، والعمليات المساندة والدعم الفني

¹ صندوق النقد العربي، التقرير المالي لبورصة سوق دبي المالي 2008، ص 12.

والتدقيق من فعالية خطط الطوارئ المتعلقة بأداء النظم المستخدمة في السوق بما يضمن استمرارية الخدمة بكفاءة عالية.

5. دائرة تطوير المنتجات: وهي تهتم بالبحوث، إعداد التقارير الإحصائية الدورية، بالإضافة إلى اقتراح السياسات والإجراءات الخاصة بتطوير المنتجات مثل المشتقات والخدمات.

6. دائرة تطوير السوق: والتي تتولى الترويج لعلامة السوق التجارية، والعلاقات الإعلامية، والتواصل مع المتعاملين، وجذب الشركات لإدراج مختلف الأدوات المالية، وإضافة إلى عضوية شركات الوساطة ومتابعة أفصاحتها.

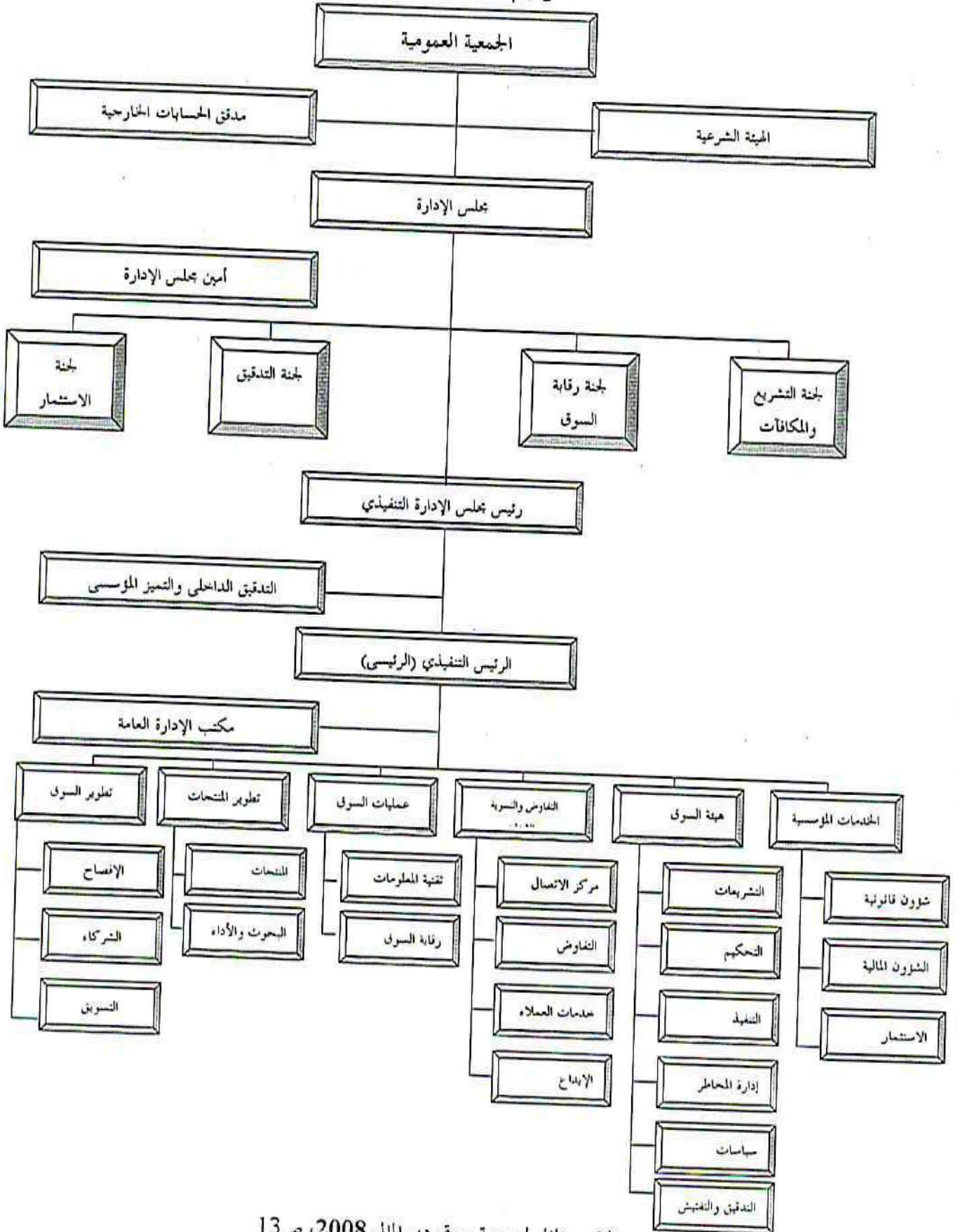
بالإضافة إلى الدوائر الست يحتوي الهيكل الجديد لسوق دبي المالي على العديد من اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة وتشمل الترشيح لجنة الترشيح والمكافآت، والتحقق من كفاءة المرشحين لمناصب الإدارة التنفيذية العليا، والترشيح لعضوية اللجان ومجلس الإدارة.

كما تقترح لجنة رقابة السوق الأنظمة واللوائح والسياسات الخاصة بعمل السوق، في حين تتولى لجنة التدقيق مراجعة البيانات والقوائم المالية قبل الإفصاح عنها للتأكد من صحتها والتحقق من فعالية أنظمة الرقابة الداخلية واستقلالية مدقق الحسابات الخارجي.

وأخيراً تتولى لجنة الاستثمار وضع سياسة الاستثمار ومراجعة استثمارات السوق لضمان توافقها مع السياسة المعتمدة في هذا الشأن.

والشكل التالي سيوضح الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي:

الشكل رقم (3_1): الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير المالي لبورصة سوق دبي المالي 2008، ص 13

المطلب الثاني: الاستثمار في سوق دبي:

أولاً: الترابط بين الأنظمة في السوق

تم عملية التداول و التفاض و تسوية الأموال في سوق دبي المالي من خلال نظامين هما نظام المقاصة و التسوية و نظام التداول.

1. نظام المقاصة و التسوية: هو نظام عالمي إلكتروني يضمن الفاعلية القصوى في إنجاز أمور التفاض و التسوية اليومية.

2. نظام التداول: نظام إلكتروني يستخدمه الوسطاء في تنفيذ أوامر العملاء بالتداول على الأوراق المالية و من خلاله يمكن للوسيط أو المستثمر مراقبة طلبات و عروض البيع و الشراء الفورية. يرتبط نظام المقاصة و التسوية و نظام التداول ببعضهما البعض إلكترونياً، هذا يعني أن أية صفقة تنجز في نظام التداول، يقابلها تغيير فوري في سجل الأوراق المالية الموجود في نظام المقاصة و التسوية. وهكذا يتم انتقال الملكية من البائع إلى المشتري فور إتمام الصفقة.

لذلك فإن المستثمر يحصل على خدمة متكاملة و آمنة لعمليات شراء أو بيع الأوراق المالية. و بما أن جميع الأوراق المالية للجهات المدرجة لدى السوق محفوظة في نظام المقاصة و التسوية، فإنه لا توجد حاجة للتداول بشهادات الأوراق المالية، الأمر الذي يعتبر أكثر أماناً و فاعلية للمستثمر.

ثانياً: شروط الإدراج في سوق

حتى يتمكن المستثمر من التداول في سوق دبي المالي، يجب عليه إتباع الخطوات التالية:

1. الحصول على رقم مستثمر لدى سوق دبي المالي، وذلك بتعبئة "نموذج إدخال بيانات مستثمر" ويتم ذلك

من خلال مكتب خدمات المستثمرين في سوق دبي المالي أو أحد الوسطاء المعتمدين من قبل السوق؛

2. فتح حساب لدى أحد الوسطاء المعتمدين من قبل السوق وذلك بتعبئة "نموذج فتح حساب للتداول".

أما بالنسبة للشركات المساهمة المؤسسة في الدولة فيتوجب عليها التقدم بطلب من أجل إدراج أسهمها في الأسواق المالية المرخصة في الدولة، وذلك من خلال الحصول على ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية أولاً،

و من ثم اختيار أحد الأسواق المالية المرخصة في الدولة و التقدم بطلب الإدراج لديها.

1. شروط إدراج أسهم شركة محلية لدى الهيئة:

تكون شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة المؤسسة في السوق وفق التصنيف التالي، على أن يترن اسم الشركة المدرجة بفتة تصنيفها في كافة الأحوال:¹

1.1 الفئة الأولى: ويشترط لتصنيف الشركة في هذه الفتة ما يلي:

- ◆ أن تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة؛
- ◆ أن تكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنتين، وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق الحسابات، مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركة المساهمة؛
- ◆ ألا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 25 مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتسب فيه؛
- ◆ أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فتة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية؛
- ◆ ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقلص طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع؛
- ◆ أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة؛
- ◆ أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية، وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق؛

◆ أية شروط أخرى يقرها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.

2.1 الفئة الثانية: ويشترط لتصنيف الشركة في هذه الفتة ما يلي:

- ◆ تصنيف الشركة ضمن هذه الفتة عندما لا يتوفر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفتة الأولى، أو من الشروط الأخرى التي يقرها مجلس الإدارة من حين لآخر؛
- ◆ يتم نقل الشركات من الفتة الثانية إلى الفتة الأولى عندما تتوفر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفتة المنقولة إليها كما يتم نقل الشركات من الفتة الأولى إلى الفتة الثانية عند الإخلال بشروط الإدراج الفتة الأولى وتوفر شروط إدراج الفتة المنقولة إليها؛
- ◆ يحق للمجلس نقل أية شركة من الفتة الأولى إلى الفتة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقييد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها، أو إخلال الشركة بتلك الأحكام.

2. شروط إدراج أسهم أجنبية لدى الهيئة:

هناك عدة شروط لإدراج أسهم أجنبية لدى الهيئة نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر ما يلي:

¹ عائشة بملاد، مرجع سبق ذكره، ص 108.

- ◆ تقدم طلب من الشركة طالبة الإدراج موقع مع شخص أو جهة مخولة رسمياً بالتوقيع نيابة عن الشركة؛
- ◆ أن تكون الشركة المصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في قانون بلد تأسيسها؛
- ◆ أن يكون نوع الشركة من الناحية القانونية عبارة عن شركة مساهمة عامة؛
- ◆ أن تكون الشركة مدرجة في سوق البلد الأم، وأن تخضع تلك السوق لإشراف جمعية أو هيئة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة؛
- ◆ أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنتين؛ وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات معتمد؛
- ◆ ألا يقل رأس مال الشركة عن 40 مليون درهم إماراتي، وأن لا يقل عدد المساهمين المسجلين فيها عن 100 مساهم؛
- ◆ أن لا يقل صافي موجودات الشركة عن 20% من رأسمالها المدفوع، وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قابلة للتوزيع على المساهمين، لا يقل متوسطها عن 5% من رأس مال المدفوع وذلك من خلال السنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج؛
- ◆ أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة؛
- ◆ أن لا توجد للشركة أو لدى الدولة التي تتبعها بمنسبتها أية قيود مطلقة بشأن خطر انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين من غير مواطنيها، وبيان القيود المحدودة إن وجدت؛
- ◆ أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية الصادرة في الدولة قبل السماح بتداول أسهمها في السوق، بفترة لا تقل عن 10 أيام قبل موعد الإدراج؛
- ◆ أن تعين الشركة ممثلاً لها في دولة الإمارات العربية المتحدة، يقوم بمهمة تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح، وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة؛
- ◆ أية شروط أخرى يقررها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.

ثالثاً: إجراءات التداول في سوق دبي المالي:

- يمكن للمستثمرين إعطاء أوامر البيع والشراء لوسيطه من خلال التواجد شخصياً وتعبئة نموذج أمر بيع شراء أو من خلال أجهزة الهواتف المخصصة للوسطاء من قبل السوق في مكاتبهم لدى السوق، أو باستخدام جهاز الفاكس الخاص بالوسيط في السوق وذلك بعد تعبئة نموذج تفويض باستلام الأوامر عن طريق الفاكس، أو من خلال البريد الإلكتروني، جمع المكالمات التي تتم من خلال الهواتف المخصصة للوسطاء من قبل السوق مسجلة، مما يمكن الرجوع إليها في حالة النزاع بين الوسيط والمستثمر؛
- ◆ توجد عدة خيارات في طريقة عرض أوامر البيع والشراء من حيث تخصيص السعر ومدة صلاحية الأمر وغيرها- يتولى الوسيط تنفيذ أوامر البيع بناء على طلبه من خلال نظام التداول الخاص بسوق دبي المالي،

وبمجرد تنفيذ الأمر، يقوم نظام المقاصة تلقائياً بتحويل الأوراق المالية من /أو إلى حساب ذلك العميل لدى الوسيط؛

• تتم عملية الدفع والاستحقاق (الخاصة بأوامر البيع والشراء) بين المستثمر والوسيط طبقاً للشروط المتفق عليها بينها، والمعتمدة من قبل سوق دبي المالي، على أن يتم تحويل مبالغ الصفقات خلال 24 ساعة من استلام الوسيط طلب المستثمر بالدفع، أو بحسب الاتفاق بينها.

من أجل الحصول المتعاملين في سوق دبي المالي على المزيد من المعلومات يمكن الاتصال بمكتب خدمات المستثمرين من مركز دبي التجاري أو بأحد الوسطاء المعتمدين لدى السوق.

1.1.3 نظام العمل في سوق دبي المالي:

1.1 قاعة التداول: يعمل سوق دبي المالي اعتماداً على نظام تداول إلكتروني يظهر البيانات أوتوماتيكياً على شاشات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخراً إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة وذلك بالنظر إلى مزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول.

2.1 ساعة التداول: جلسات التداول في سوق دبي المالي تبدأ من يوم السبت وحتى يوم الخميس (عدا

العطلات الرسمية لدولة الإمارات العربية المتحدة) حسب الجدول التالي:

1.2 جلسة ما قبل الافتتاح: من الساعة 09:30 صباحاً إلى الساعة 10:00 صباحاً؛

2.2 جلسة التداول: من الساعة 10:00 صباحاً، إلى الساعة 14:00 ظهراً؛

3.2 الإغلاق: يكون الإغلاق في سوق دبي المالي على الساعة الثانية 14:00 ظهراً.

3.1 مواعيت العمل الرسمية في سوق دبي المالي:

1.3.1 أيام العمل: من السبت إلى غاية الخميس فيما عدا العطلات الرسمية؛

2.3.1 ساعات العمل: 07:30 صباحاً إلى 14:30 ظهراً؛

3.3.1 ساعات عمل الخط الساخن: ويتمثل في الخط الهاتفي المجاني رقم (8004447)، أما مواعيت عمل الخط

الساخن، هي نفسها مواعيت العمل الرسمية في السوق.

4.1 مكاتب الوسطاء: يوفر سوق دبي المالي مكاتب خاصة للوسطاء المعتمدين في قاعة التداول، مزودة بأجهزة

التداول وتسهيلات عديدة مثل أجهزة الهاتف والفاكس والبريد الإلكتروني والتي تمكنهم من الاتصال

بعملائهم وإنجاز تعاملاتهم بسهولة وسرعة.

5.1 تسجيل المكالمات هواتف السوق:

يتم تسجيل جميع المكالمات التي تتم عن طريق أجهزة الهاتف المخصصة بسوق دبي المالي، وذلك لضمان

الرجوع إليها في حالة المنازعات التي قد تنشأ بين الوسطاء وعملائهم، أو أي أطراف أخرى في السوق.

6.1 خدمات قاعة التداول:

6.1 قاعة التداول: خدمات

تكون قاعة التداول مفتوحة للمستثمرين خلال أوقات العمل، وتتوفر بما خدمة شاشات العرض الكبيرة التي تعرض أحدث وأدق معلومات التداول، بالإضافة إلى صالة واسعة تتوسط قاعة التداول التي تحتوي على أجهزة حاسب آلي، يمكن للمستثمر من خلالها التعرف على المعلومات وتفصيل أسعار العرض والطلب قيد التنفيذ. وتتوفر في قاعة التداول الكتيبات والنشرات التعريفية بالسوق. كما يمكن للمستثمرين الاتصال بمكتب خدمات المستثمرين الذي من مهامه الإرشاد والتوعية وتوفير جمع المعلومات المتعلقة بالسوق.

المطلب الثالث: المؤشر العام لسوق دبي المالي وملخص عن أدائه المالي:

أولاً: المؤشر العام لسوق دبي المالي "DFMGI" DFM General INDEX

يطلق على المؤشر العام لسوق دبي المالي DFMGI، ستناول في هذا المطلب كيفية احتساب مؤشر سوق دبي المالي العام DFMGI، تم عرض أهم الشركات المدرجة وغير المدرجة في مؤشرات سوق دبي المالي DFMGI بعد ذلك نتعرف على أوزان الشركات الكبرى في مؤشر DFM لسنة 2007 .

أ- كيفية حساب مؤشر سوق دبي المالي العام DFMGI:

لأغراض احتساب مؤشر سوق دبي المالي الجديد يتم مراعاة ما يلي:

✓ يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الأملاك التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة؛

✓ يعتمد المؤشر الجديد في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق؛

✓ تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25% وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر؛

✓ يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن

أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي؛

✓ يتم استخدام النسب المعيارية التالية لنسبة أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:

25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة ما بين 5% إلى 25%؛

- ✓ 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50%؛
- ✓ 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%؛
- ✓ 100% القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%؛
- ✓ يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأس مالها؛
- ✓ تم استخدام تاريخ 2003/12/31 كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءة المؤشر الجديد في ذلك اليوم؛
- ✓ فيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فتم النظر في إدراجها في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها.
- وللتعرف على أهم أسماء الشركات المدرجة والغير مدرجة في سوق دبي المالي، يمكن النظر إلى الملحق رقم (1) وكذلك النظر إلى الملحق رقم (2) لمعرفة أوزان أهم الشركات المدرجة في مؤشر سوق دبي المالي.

ثانياً: ملخص الأداء المالي السوق دبي المالي لسنة 2008/2007:

بالرغم من حدة تأثير الأزمة المالية العالمية على حركة التداول وعلى حركة أسعار الأسهم في السوق دبي المالي خلال الثلث الأخير من سنة 2008، إلا أن حركة التداول النشطة خلال الثمانية الأولى من العام وأداء الاستثمار قد ساعد على تحقيق أداء جيد وذلك عند النظر إلى العام بأكمله. يتم في هذا عرض أيضا سوق دبي المالي خلال 2008 مقارنة بـ 2007 كما يتم عرض أيضا أداء سوق دبي المالي في ظل الأزمة المالية.

1_ الإيرادات والنفقات السوق دبي المالي:¹

أ- الإيرادات:

بلغ إجمالي إيرادات الشركة خلال العام 2008 حوالي 1013 مليون درهم بتراجع نسبته 11% مقارنة مع العام 2007. وهذا راجع إلى أن الإيرادات انحصرت في إيرادات التداول، بينما تمت كافة مصادر الإيرادات الأخرى. تتمثل إيرادات التداول ما نسبته 63% من إجمالي إيرادات الشركة خلال سنة 2008، مقابل 32% لإيرادات الاستثمار، أما باقي الإيرادات الإدارية المختلفة الناتجة عن خدمات إدارة التقاص والإيداع والتسوية وخدمات الوسطاء ورسوم التقارير وغيرها فقد شكلت ما نسبته 5% من الإيرادات الإجمالية.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير المالي لورصة دبي 2008، ص 07.

ب- النفقات:

استطاعت إدارة الشركة من تخفيض إجمالي المصاريف بنسبة 4% خلال سنة 2008 لتبلغ 158 مليون درهم، وذلك من ضمن سياسة الشركة لضبط الإنفاق، حيث بلغت النفقات الجارية الفعلية للسوق 82,2 مليون درهم في سنة 2008م فيما بلغت مصاريف الإطفاء للأصول غير ملموسة 75,8 مليون درهم أي ما نسبته 48% من المصاريف الإجمالية، بينما تمثل مصاريف الموظفين ما نسبته 30%، والمصاريف العمومية والإدارية 11%، ومصاريف استهلاك الموجودات الثابتة 8% ومصاريف الإيجار 3%.
بلغت نسبة صافي الربح للإيرادات لسنة 2008 حوالي 60% إذا تم أخذ مخصصات الاستثمار بعين الاعتبار، و84% بدون هذه المخصصات.

2- صافي وتوزيعات الأرباح لسوق دبي المالي:

أ- صافي الأرباح:

بلغ صافي الأرباح السنوية لشركة سوق دبي المالي عن السنة المالية المنتهية بتاريخ 2008/12/31 حوالي 605 مليون درهم مقارنة مع 972 مليون درهم عن سنة 2007. (صافي الأرباح بدون عوائد الاكتتاب) أي بتراجع نسبته 38%، حيث حقق السوق خلال الربع الرابع أرباحاً تشغيلية بلغت 74,3 مليون درهم، غير أنه نتيجة لأخذ مخصصات احترازية مقابل إعادة تقييم الاستثمارات بواقع 250 مليون درهم في الربع الأخير من العام فقد أظهرت النتائج وجود خسائر بقيمة 175 مليون درهم في الربع الرابع من سنة 2008 علماً أن هذه المخصصات سيتم ردها إلى حقوق المساهمين في حالة استرداد قيمتها وبيعها بشكل مربح.

ب- سياسة توزيعات الأرباح: يتم دفع الأرباح للمساهمين وفقاً لقرار مجلس إدارة الشركة، وموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.

01 سياسة توزيعات الأرباح لسنة 2008: على ضوء سياسة الشركة في مجال توزيع الأرباح، يقترح مجلس الإدارة توزيع أرباح نقدية بنسبة 08% عن سنة 2008، بما يوازي 635 مليون درهم أو ما نسبته 10,5% من صافي الأرباح، وهي نسبة عالية بالمقارنة مع الشركات والمؤسسات المالية الأخرى. حيث اتبعت إدارة الشركة سوق دبي المالي سياسة منخفضة من خلال تحويل جزء من احتياطات إعادة تقييم الاستثمارات وقدره 250 مليون درهم إلى حساب الأرباح والخسائر على الرغم من الأداء الجيد للشركات المستثمر فيها... الأمر الذي أدى إلى تسجيل خسائر فصلية قدرها 176 مليون درهم في الربع الأخير من سنة 2008.

02 سياسة توزيعات الأرباح لسنة 2007: قامت شركة سوق دبي المالي بتوزيع أرباح نقدية لسنة 2007 ما نسبته 10% وبواقع 794 مليون درهم عن سنة 2007. حيث قاموا مساهمو الشركة خلال الجمعية العمومية المنعقدة في 25 مارس 2008م باعتماد توزيعات أرباح نقدية بقيمة 0,10 مليون درهم لكل سهم. وقد تم دفع

الأرباح خلال السنة ما عدى مبلغ 20 مليون درهم والذي سجل ضمن ذمم دائنة ومصاريف مستحقة في الميزانية العمومية.

03 أداء سوق دبي المالي في ظل الأزمة المالية:¹

ظهر الأثر الكبير للأزمة المالية العالمية على أداء سوق دبي المالي خلال الأشهر الأربعة الأخيرة من سنة 2008، بالرغم من نشاط حركة التداول خلال الشهور الثمانية الأولى من العام، إلا أن تراجع أسعار السهم في أعقاب الأزمة المالية العالمية أدى إلى انخفاض المؤشر العام للسوق في نهاية سنة 2008، ما نسبته 72,4% عن مستواه في نهاية سنة 2007، ليبلغ 1636,29 نقطة مقابل 5931,95 نقطة، حيث كان أداء سوق دبي المالي خلال سنة 2008م مثل أداء مختلف الأسواق العربية والعالمية حيث تراجعت أغلبيتها بمستويات متفاوتة وجاء تراجع أسعار الأسهم وبالتالي المؤشر العام للسوق على الرغم من الأداء الجيد الذي حققته الشركات المدرجة، والمتمثل في أرباحها وذلك لسببين رئيسيين:

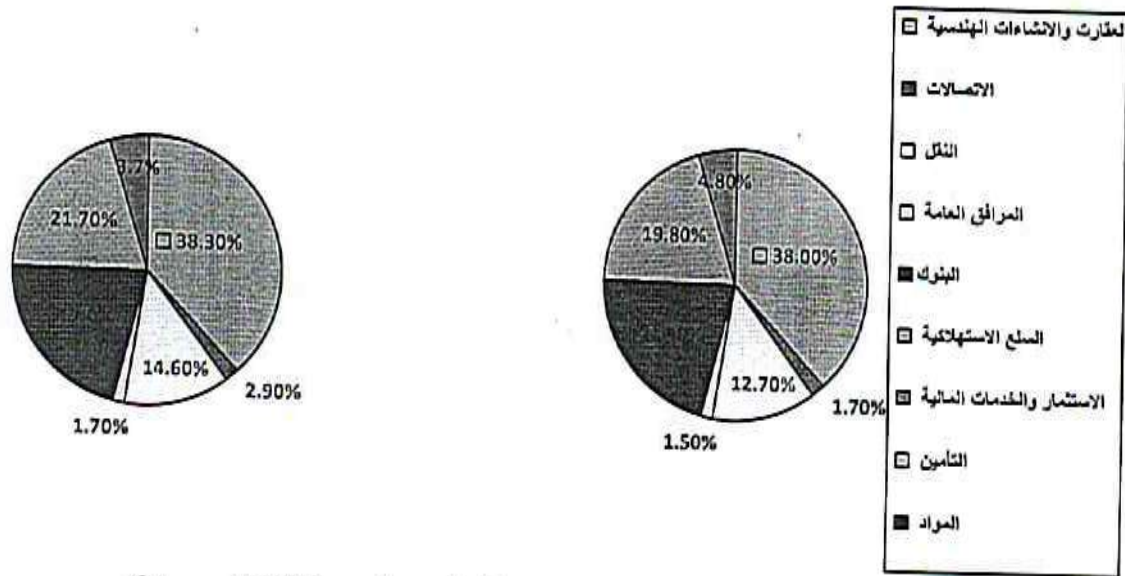
السبب الأول: هو أزمة السيولة التي نجمت عن خروج الاستثمارات الأجنبية من السوق نتيجة لحاجة المستثمرين الأجانب لإعادة هيكلة محافظهم المالية وتسوية التزامهم في بلدانهم الأم، وعن تقييد البنوك المحلية لتسهيلاتها الائتمانية في أعقاب فقدانها لمنافذ التمويل الخارجية.

السبب الثاني: فيرجع إلى اضطرار بعض المستثمرين لتصفية محافظهم المالية من الأسهم جزئياً أو كلياً بعد أن فقدوا فرصة الحصول على التمويل اللازم من البنوك فكانت مخنفة الأسهم هي المصدر الوحيد المتاح للسيولة. ونتيجة لانخفاض الأسعار، فقد تراجعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي. بشكل ملموس، حيث انخفضت من 499,7 مليار درهم في نهاية سنة 2007 إلى 231,7 مليار درهم في نهاية سنة 2008، بانخفاض نسبته 53,6% وبالنظر إلى التوزيع القطاعي للشركات، يلاحظ تركيز التراجع في القيمة السوقية لقطاع العقارات والإنشاءات الهندسية، والتي انخفضت أهميتها النسبية من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق لتشكل ما نسبته 13% في نهاية سنة 2008 مقابل 28% في سنة 2007، في حين ارتفعت الأهمية النسبية لقطاع البنوك إلى 36% ولقطاع المواد إلى 13% أما فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في السوق، فقد ارتفع إلى 65 شركة خلال سنة 2008م. وذلك بعد إدراج تسعة شركات جديدة. ومن جانب آخر، انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 19,5% لتبلغ نحو 308,2 مليار درهم مقارنة مع 379 مليار درهم سجلت خلال سنة 2007 وتبعاً لذلك، انخفض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة إلى 1,2 مليار درهم مقارنة مع 1,5 مليار درهم خلال سنة 2007 أي بنسبة 17,5%، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 27,3% ليبلغ 76,5 مليار سهم خلال سنة 2008 مقابل 105,3 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق. وانخفض بذلك المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة بنسبة 25,5% من

¹ صندوق النقد العربي، التقرير المالي لورصة دبي 2008، ص 09.08.

417,7 مليون سهم خلال سنة 2007م إلى نحو 311 مليون سهم خلال سنة 2008 أما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة فقد انخفضت بنسبة 5,4% لتصل إلى 2,1 مليون صفقة مقابل 2,3 مليون صفقة نفذت خلال سنة 2007، ونظرا لتراجع القيمة السوقية للأسهم بمعدل يفوق معدل تراجع قيمة التداول فقد ارتفع معدل الدوران خلال هذا العام إلى ما نسبته 131,7%، مقارنة مع 75,8% خلال عام 2007 وعلى صعيد المساهمة القطاعية في قيم التداول، فقد احتل قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية الترتيب الأول، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة لهذا القطاع 115,8 مليار درهم بنسبة 38% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، وهي نفس النسبة المسجلة خلال العام الماضي، وجاء قطاع البنوك في المرتبة الثانية إذ بلغت قيمة أسهمه المتداولة 65,3 مليار درهم لترتفع أهميته النسبية من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة من 17% في العام 2007 إلى 21,4% في عام 2008، بينما كانت المرتبة الثالثة من نصيب قطاع الاستثمار والخدمات المالية بواقع 60,5 مليار درهم وبنسبة 19,8% مقارنة مع 22% خلال العام الماضي. ويوضح الرسم البياني أدناه نسبة مساهمة القطاعات المختلفة في إجمالي قيمة السهم المتداولة لعامي 2007 و2008.

الشكل (2_3): نسبة مساهمة القطاعات المختلفة في إجمالي قيمة السهم المتداولة لعامي 2007 و2008.



المصدر: صندوق النقد العربي. التقرير المالي لبورصة دبي 2008، ص 62.

الاستثمار الأجنبي¹:

وفيما يتعلق بالتداولات في سوق دبي المالي مصنفة حسب جنسيات المتداولين، فقد بلغت قيمة المشتريات الأجنبي من الأسهم خلال العام 2008 نحو 109,7 مليار درهم بنسبة 35,9% من إجمالي قيمة المشتريات، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة 115,7 مليار درهم بنسبة 37,9% من إجمالي قيمة المبيعات. وبذلك، فقد تراجع صافي الاستثمار الأجنبي خلال هذا العام بنحو 6 مليارات درهم.

¹ صندوق النقد العربي، البشيرة السنوية 2007 ص 05.

الاستثمار المؤسسي:

ومن جانب آخر، بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المؤسساتيين خلال العام 2008 حوالي 85 مليار درهم بنسبة 27,9% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة حوالي 93,6 مليار درهم بنسبة 30,7% من إجمالي قيمة التداول. ونتيجة لذلك، تراجع صافي الاستثمار المؤسسي خلال العام 2008 بنحو 8,6 مليار درهم.

الجدول: (3_1): الاستثمار المؤسسي والفردي في سوق دبي المالي خلال العام 2008

صافي الاستثمار (درهم)	إجمالي قيمة البيع (درهم)	إجمالي قيمة الشراء (درهم)	
-	93,569,491	85,010,953	إجمالي الاستثمار المؤسسي
8,558,53 7,486	,185	,699	
-	9,585,972,	9,147,521,	البنوك
438,451, 053	938	885	
-	81,852,079	74,380,583	الشركات
7,471,49 6,289	,500	,212	
-	2,131,438,	1,482,848,	المؤسسات
648,590, 144	747	603	
8,558,53 7,486	211,606,72 4,492	220,165,26 1,978	الأفراد
	305,176,21 5,678	305,176,21 5,678	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة السنوية 2007، ص 05

ثالثاً: الأداء لسوق دبي المالي في لسنة 2007 و 2008:

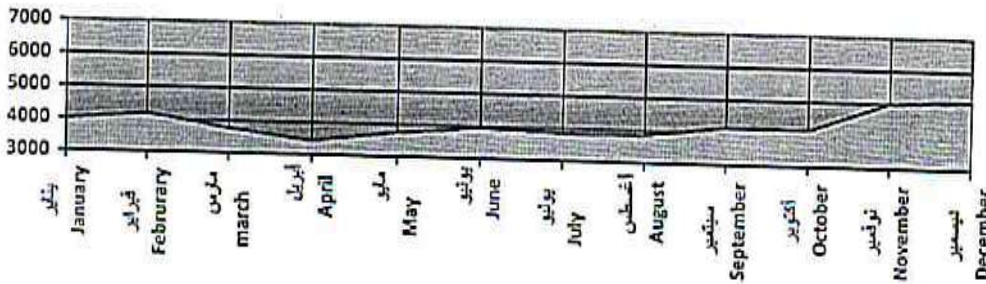
1- المؤشر العام والمؤشرات القطاعية:

أ- أداء المؤشر العام لسنة 2007:

شهد سوق دبي المالي خلال عام 2007 حركة تداولات نشطة بالمقارنة مع العام الذي سبقه تمثلت في ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بنسبة كبيرة بلغت 165,5% ليبلغ نحو 105,3 مليار سهم، وارتفاع قيمة التداولات بنسبة 9,1% لتبلغ حوالي 379 مليار درهم، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع معدلات التداول اليومية في السوق إلى مستويات قياسية بلغت خلال هذا العام حوالي 1,5 مليار درهم مقارنة مع 1,2 مليار درهم خلال عام 2006. وفيما يتعلق بحجم السوق، والمتمثل بالقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة، فقد ارتفعت القيمة السوقية 60,5% لتبلغ في نهاية 2007 نحو 500 مليار درهم. كما شهد السوق خلال العام انضمام 11 شركة جديدة على لائحة الشركات المدرجة فيه، ليصل بذلك إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 55 شركة، ويسعى السوق من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة فيه إلى توفير خيارات متنوعة للمستثمرين من خلال إدراج شركات مختلفة في قطاعات السوق تلبية حاجات المستثمرين بشكل خاص وتوفر لهم أفضل الخيارات من خلال إدراج شركات ذات نشاط واسع ومتنامي.

الشكل رقم (3_3): حركة المؤشر العام 2007

DFM General Index 2007



المصدر: صندوق النقد العربي ، النشرة السنوية 2007، ص 13

ب- أداء المؤشر العام لسنة 2008:

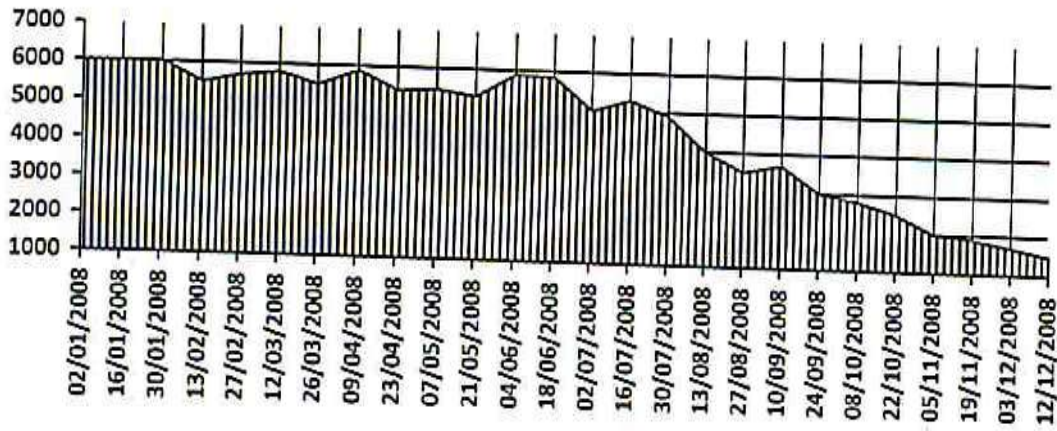
سجل أداء سوق دبي المالي في نهاية 2008 انخفاضا بلغت نسبته 72,4% مقارنة مع عام 2007، ليبلغ المؤشر العام للسوق 1636,29 نقطة مقابل 5931,95 نقطة في نهاية عام 2007. وتجدر الإشارة إلى أن أعلى مستوى بلغه المؤشر خلال هذا العام خلال جلسة تداول يوم 16 يناير وذلك بواقع 6320,44

نقطة، في حين بلغ أدنى مستوى له خلال هذا العام خلال جلسة تداول يوم 25 ديسمبر وذلك بواقع 1536,56 نقطة .

وقد سجل مؤشر قطاع المرافق العامة الترتيب الأول من حيث الإنخفاض وذلك بنسبة 83,7%، تلاه في المرتبة الثانية قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية بنسبة 82,6%، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الاتصالات بانخفاض مقداره 70,7%، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بنسبة انخفاض 69,9% ثم قطاع البنوك والنقل والسلع الاستهلاكية والمواد والتأمين بنسبة 40,4%، 29%، 27,9%، 67,9%، 59,5%، على التوالي.

الشكل رقم (3_4): حركة المؤشر العام 2008

DFM General Index 2008



المصدر: صندوق النقد العربي ، النشرة السنوية 2008، ص 09

2- أحجام التداول في سوق دبي المالي 2008/2007¹:

بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال العام 2008 نحو 305 مليار درهم مقارنة مع 379 مليار درهم سجلت خلال عام 2007 أي بانخفاض نسبته 19.5% كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 27.3% ليبلغ 76.5 مليار سهم خلال عام 2008 مقابل 105.3 مليار سهم تم تداوله خلال عام 2007، وانخفض عدد الصفقات المنفذة خلال نفس الفترة 2008 بنسبة 5.4% ليبلغ نحو 2,1 مليون صفقة مقابل 2,3 مليون صفقة نفذت خلال عام 2007.

وقد بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة لعام 2008 حوالي 1,2 مليار درهم مقارنة مع 1,5 مليار درهم خلال عام 2007 أي بانخفاض نسبته 17.5% كما انخفض المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 417,7 مليون سهم خلال عام 2007 إلى نحو 311 مليون سهم خلال عام 2008 أي بنسبة 25.5%، وانخفض

¹ صندوق النقد العربي ، النشرة السنوية 2008، ص 05.

المعدل اليومي لعدد الصفقات المنفذة من 8,9 ألف صفقة خلال نفس الفترة، وفيما يتعلق بمعدل الدوران والذي يمثل مؤشرا لسيولة السوق فقد بلغ خلال عام 2008 ما نسبته 131.7% وعلى صعيد المساهمة القطاعية في أحجام التداول لسنة 2008، فقد احتل قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية الترتيب الأول من حيث قيمة الأسهم المتداولة في السوق، تلاه في المرتبة الثانية قطاع البنوك بحجم تداول مقداره 65,3 مليار درهم ونسبة 21.4%، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الاستثمار والخدمات المالية بواقع 60,5 مليار درهم ونسبة 19.8% ثم قطاع النقل بحجم تداول مقداره 38,9 مليار درهم ونسبة 12.7%، واستحوذ قطاع التأمين على ما نسبته 4.8% من إجمالي التداولات وذلك بواقع 14,7 مليار درهم تلاه قطاع الاتصالات.

3- القيمة السوقية لسوق دبي المالي 2008/2007:

بلغت القيمة السوقية لسوق دبي المالي في نهاية عام 2008 حوالي 231,8 مليار درهم مقارنة مع 499,7 مليار درهم في نهاية العام 2007 أي بنسبة انخفاض بلغت 53.6%. وقد شكلت القيمة السوقية لقطاع البنوك ما نسبته 35.6% من إجمالي القيمة السوقية للسوق، كما شكلت هذا القيمة لقطاع الاستثمار والخدمات المالية ما نسبته 18.7%، في حين شكلت ما نسبته 13.4% لقطاع العقارات والإنشاءات الهندسية، ولقطاع المواد ما نسبته 13% ولقطاع النقل 10.7% قطاع التأمين ما نسبته 4,0% ولقطاع الاتصالات ما نسبته 3.7% وتوزعت باقي النسب على القطاعات الأخرى المتبقية وهذا لسنة 2008. أما في سنة 2007 فقد بلغت القيمة السوقية لسوق دبي المالي حوالي 499,719 مليار درهم كما ذكره سابقا وقد شكلت القيمة السوقية قطاع البنوك ما نسبته 32.52% من إجمالي القيمة السوقية للسوق، كما شكلت هذا القيمة لقطاع الاستثمار والخدمات المالية ما نسبته 19.01%، في حين شكلت ما نسبته 27.68% لقطاع العقارات والإنشاءات الهندسية، ولقطاع النقل 6.78% ولقطاع الاتصالات ما نسبته 5.93% ولقطاع المواد ما نسبته 4.78% و لقطاع التأمين ما نسبته 2.28% وتوزعت نسبة 0.77 ونسبة 0.24 على قطاع المرافق العامة والسلع الاستهلاكية على التوالي.

المبحث الثاني: تحليل واختبار الفرضيات:

بعدما تم عرض ومناقشة مختلف المقاربات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في الفصل السابق، نتعرض في هذا الفصل كيفية معالجة الإشكال والذي هو كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، وتمت هذه الدراسة من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2008/2007.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة:

أولاً: عينة الدراسة:

تمثل عينة الدراسة في كل القطاعات والشركات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية وهي مفصلة في الملحق رقم (1) خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2008 وذلك بناء على حملة من الاعتبارات منها¹:

- ✓ ألا تكون مؤسسة مالية (بنك، شركة تأمين.....)؛
- ✓ أن لا تكون قامت بعملية إندماج أو اتحاد خلال فترة الدراسة؛
- ✓ أن تكون مؤسسة وطنية؛
- ✓ أن تكون ملفات البيانات المنشورة عنها من نوع PDF؛
- ✓ لم يتم توقيف تداول أسهمها خلال الفترة.

ويمكن عرض توزيع العينة على القطاعات من خلال الجدول التالي:

الجدول (2_3): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات

القطاع	عدد الشركات في العينة
قطاع السلع الاستهلاكية	5 شركات
قطاع الاستثمارات والخدمات المالية	12 شركة
قطاع المواد	3 شركات
قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية	10 شركات
قطاع النقل	4 شركات
قطاع الاتصالات	شركة
قطاع المرافق العامة	شركة

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

¹ على بن العقب، مرجع سابق، ص 201.

ثانياً: حدود الدراسة:

تمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين سنة 2007 وسنة 2008، والتي تعتبر فترة نوعاً ما كافية لمعرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي وتميز هذه الفترة بـ:

- ✓ عدم وجود أزمة مالية خلال الفترة بالأحرى عدم زيادة حدة الأزمة التي قد تخل بنتائج الدراسة؛
- ✓ تراجع سعر الصرف الدولار الأمريكي؛
- ✓ الحروب وعدم الاستقرار في البلدان العربية مثل حرب العراق، حرب لبنان، الأزمة النووية الإيرانية؛
- ✓ أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق دبي للأوراق المالية لإمارة دبي، والذي يعتبر من بين أهم الأسواق المالية العربية.

ثالثاً: تصميم الدراسة:

تمثل البيانات والمعلومات المستخدمة في دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة في: أسعار الأسهم اليومية، ومؤشرات مالية، ومحاسبيه تم جمعها من المواقع الإلكترونية للسوق المالي، وللشركات محل الدراسة وكذا النشرات الفصلية والسنوية المنشورة على موقع سوق دبي المالي التي تتمتع بمصداقية مقبولة. الملحق رقم (3)_(4)

01_ متغيرات الدراسة:

1-1- المتغيرات الرئيسية: تتمثل في:

1-1-1 المتغير التابع (الخارجي): يتمثل في

قيمة المؤسسة: وتتمثل:

سعر الإغلاق: حيث يكون سعر الإغلاق سنوي ومستمر وهو يعكس قيمة المؤسسة

1_1-2 المتغيرات المستقلة:

✓ سياسة توزيع الأرباح: وتضم أربعة متغيرات:

✓ الأرباح النقدية الموزعة: **DIV**: تتمثل في نسبة التوزيعات النقدية إلى القيمة الاسمية للسهم؛

✓ ربحية السهم الواحد **BPA**: يمثل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل سهم أصدرته المؤسسة،

ويحسب بقسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم التي تصدرها المؤسسة، ويختصر بالإنجليزية

بـ **EPS**، ويقاس هذا المعدل ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح (لكن هذا لا يعني ما سيقبضه

حامل السهم) لأن مجلس الإدارة عادة ما يقوم باستثمار جزء من الأرباح وتحويل جزء آخر ضمن الاحتياطات للمؤسسة (حسب سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالمؤسسة)¹؛
 ✓ توزيعات السهم الواحد **DPA**: وهي عبارة نسبة ما يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية العام، وليس من الضروري أن تكون قيمة التوزيعات مساوية للأرباح المحققة من طرف المؤسسة خلال العام.

توزيعات السهم = الأرباح الموزعة على حملة الأسهم
 الأسهم المكتتب بها

✓ مضاعف ربحية السهم **PER**: ونعني به المبلغ الذي سيدفعه المستثمر للحصول على وحدة نقدية واحدة من الأرباح، ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة سعر الإغلاق على ربحية السهم، وتقييم النتيجة بعدد المرات، كما يمكن حسابه عن طريق قسمة القيمة السوقية على صافي الأرباح، وتشير هذه النسبة إلى المدة الزمنية اللازمة لتغطية المبلغ الذي دفعه المستثمر لشراء السهم على افتراض تحقيق المؤسسة للعائد نفسه في السنوات المقبلة.

PER = سعر الإغلاق
 ربحية السهم

رابعاً: الأسلوب الإحصائي المعتمد

تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار صحة الفرضيات في هذا البحث والانحدار وهو دراسة للتوزيع المشترك لعدد من المتغيرات تقاس دون خطأ، وتسمى المتغيرات المستقلة ومتغير يسمى المتغير التابع.

والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً للتغير في قيم المتغيرات المستقلة.

وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **EVI EWS 04**، كما تم استخدام معاملات الارتباط ونماذج أخرى.

خامساً: فرضيات دراسة الحالة:

يتم اختبار الفرضيات الإحصائية على أساس أن تقبل الفرضية في حالة أن البيانات العينية تساند النظرية وترفض عندما تكون بيانات العينية على النقيض منها، وفي حالة قبول هذه الفرضية الإحصائية فإن هذا ناتج عن عدم وجود أدلة كافية لفرضها من بيانات العينية ولذلك فإن قبول هذه الفرضية لا يعني بالضرورة أنها صحيحة، أما إذا تم رفض هذه الفرضية بناء على المعلومات الموجودة في بيانات العينية فهذا أن الفرضية خاطئة.

¹ عائشة بخالد، مرجع سابق، ص 123.

حيث بنيت هذه الدراسة على أساس الفرضيات التالية:

- 1 تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بمستوى ربحية السهم الواحد للمؤسسة المدرجة في سوق دبي المالي؛
- 2 تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة بمستوى توزيعات السهم الواحد للمؤسسة المدرجة في سوق دبي المالي؛
- 3 يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح النقدية الموزعة وقيمة المؤسسة المدرجة في سوق دبي المالي.

المطلب الثاني: النماذج ومعالمها المقدر:

قبل الشروع في دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة واختبار فرضيات الدراسة، نقوم بعرض نموذج الدراسة.

أولاً: تقدير النموذج للانحدار المتعدد:

$$\text{Prix} = C_0 + C_1 \text{DPA} + C_2 \text{BPA} + C_3 \text{DIV} + C_4 \text{PER} + \varepsilon_i$$

حيث:

C_0, C_1, C_2, C_3, C_4 : معاملات المتغيرات المستقلة؛

BPA : ربحية السهم الواحد؛

DPA : توزيعات السهم الواحد؛

DIV : الأرباح النقدية الموزعة؛

PER : مضاعف الربحية؛

ε_i : الخطأ العشوائي.

حيث يتم تقدير نتائج النموذج في الجدول التالي:

الجدول (3-3) : نتائج تقدير النموذج

السنة	2007	2008
المتغيرات	المعاملات المقدرة	المعاملات المقدرة
BPA	1.465 (2.774)	1.701 (3.442)
DIV	0.56 (11.16)	-0.779 (-7.96)
DPA	-0.344 (-1.977)	-0.405 (-3.126)
PER	-0.231 (-0.393)	-0.273 (-0.281)
الثابتة	23.729 (1.079)	32.315 (1.569)
معامل التحديد R^2	0.460	0.386
معامل التحديد المصحح \bar{R}^2	0.388	0.307
إحصائية F	6.395	4.881
إحصائية درين واتسون	1.935	2.027
إحصائية Breusch-Godfrey ($p = 2$)	0.177	0.451

القيم التي بين قوسين هي إحصائيات ستودنت

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات برنامج EVIEWS04

نلاحظ من خلال نتائج التقدير أن هناك دلالة إحصائية لبعض معاملات النموذجين حيث أن لبعض المعالم معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 باعتبار أن إحصائيات ستودنت بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 أي نرفض الفرضية H_0 . إلا أن معامل PER و الثابتة يعتبران غير مقبولين إحصائيا في كلا النموذجين، أي نقبل الفرضية H_0 ولكن هذا لا يعني أن النموذج غير مقبول.

يمكن تحقيق التحليل والتفسير الكلي لأثر هذه العوامل على السعر من خلال عدة اختبارات منها اختبار القدرة التفسيرية (معامل التحديد) واختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر). انطلاقا من النتائج المتوصل إليها في الجدول (3-3)، نلاحظ أن للنموذجين قدرة تفسيرية ولكن ليست عالية، ففي سنة 2007، تفسر BPA، DIV، DPA و PER السعر prix بنسبة 46% بينما في سنة 2008، تفسر هذه المتغيرات السعر prix بنسبة 38.6%.

يمكن التأكد من ذلك باستعمال اختبار فيشر. نلاحظ أن إحصائية فيشر لكل من النموذجين أكبر تماما من القيمة الجدولة لفischer 2.69 بدرجتي حرية 4 و 31 أي نرفض الفرضية H_0 وهذا يعني أنه يمكن القول أن النموذجين عند مستوى معنوية 0.05.

إن النتائج المتوصل إليها عند تطبيق هذه التقنيات لا يمكن قبولها كما هي حيث أنها قد تولد مشاكل قياسية أخرى يتعلق الأمر بمشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء ومشكل عدم تجانس تباين الأخطاء.
أ. اختبار استقلالية الأخطاء :

من خلال الجدول (3-3)، نلاحظ أن إحصائية درين-واتسون تقع بين القيمتين DW_2 و $DW_2 - 4$ حيث $DW_1 = 1.24$ و $DW_2 = 1.73$ أي أن الإحصائية 1.935 تقع بين القيمتين 1.73 و 2.27 بالنسبة للنموذج الأول و 2.027 تقع أيضا بين 1.73 و 2.27 بالنسبة للنموذج الثاني وهذا يعني أننا في كلا النموذجين نقبل الفرضية H_0 وهي فرضية استقلالية الأخطاء.

يمكن التأكد من ذلك باستعمال اختبار Breusch-Godfrey وتمثيل دالة الارتباط الذاتي لبواقي التقدير. من الملاحظ من خلال الجدول (3-3) أن إحصائية مضاعف لاغرانج 0.177 (بالنسبة للنموذج الأول) و 0.451 (بالنسبة للنموذج الثاني) أقل تماما من 5.99 وهي القيمة الجدولة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 2 عند مستوى معنوية 0.05 وهذا يعني أننا نقبل الفرضية H_0 ، إذن ليس هناك دليل على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

الشكل (3-5) : دالة الارتباط الذاتي والجزئي لبواقي تقدير نموذج 2007 و 2008

Sample: 136 Included observations: 36					Sample: 135 Included observations: 35								
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob		
		1	-0.015	-0.015	0.0033	0.927			1	0.031	0.031	0.0357	0.850
		2	-0.107	-0.107	0.4702	0.791			2	-0.052	-0.053	0.1890	0.910
		3	-0.070	-0.074	0.6728	0.890			3	0.038	0.042	0.2454	0.970
		4	-0.118	-0.134	1.2556	0.867			4	-0.041	-0.048	0.3159	0.939
		5	-0.013	-0.037	1.2730	0.938			5	-0.077	-0.069	0.5708	0.939
		6	0.350	0.357	8.1925	0.224			6	-0.003	-0.005	0.5711	0.937
		7	-0.059	-0.120	8.6570	0.278			7	-0.076	-0.083	0.8360	0.937
		8	-0.082	-0.033	8.9877	0.343			8	-0.080	-0.073	1.1453	0.937
		9	-0.034	-0.010	9.0475	0.433			9	0.024	0.013	1.1758	0.939
		10	0.002	0.072	9.0476	0.528			10	-0.036	-0.049	1.2427	1.000
		11	-0.118	-0.165	9.8097	0.548			11	-0.065	-0.086	1.6412	0.939
		12	-0.018	-0.212	9.8275	0.631			12	-0.012	-0.024	1.6491	1.000
		13	-0.105	-0.057	10.483	0.654			13	-0.045	-0.067	1.7684	1.000
		14	-0.069	-0.075	10.777	0.703			14	-0.047	-0.054	1.9031	1.000
		15	-0.015	-0.068	10.792	0.767			15	-0.027	-0.061	1.9437	1.000
		16	0.003	-0.113	10.793	0.822			16	-0.032	-0.080	2.0184	1.000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات برنامج EVIEWS04

من خلال الشكل (3-5) نلاحظ أن سلسلة بواقى التقدير في كلا النموذجين مستقرة حيث أن معاملات الارتباط الذاتي للبقاوي تساوي معنويا الصفر عند مستوى دلالة 0.05 أي تقع كلها داخل مجال الثقة

$$\left[\frac{-1.96}{\sqrt{n}}, \frac{+1.96}{\sqrt{n}} \right]$$

وبالتالي تعتبر بواقى التقدير مستقلة ذاتيا.

ب. اختبار تجانس تباين الأخطاء :

نلاحظ من خلال الجدول (3-4) أن فرضية تجانس تباين الأخطاء محققة باعتبار أن إحصائية White بالنسبة للنموذج الأول والتي تساوي 3.619 أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 8 و الإحصائية بالنسبة للنموذج الثاني والتي تساوي 2.061 أيضا أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 8 وذلك عند مستوى معنوية 0.05، ففي هذه الحالة نقبل الفرضية H_0 وهي فرضية تجانس تباين الأخطاء.

الجدول (3-4) : اختبار تجانس التباين

النموذج	إحصائية White	ARCH(1)
سنة 2007	3.619	0.037
سنة 2008	2.061	0.065

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات برنامج EVIEWS04

كما أن التباين الشرطي للأخطاء متجانس باعتبار أن إحصائية مضاعف لاغرانج أقل تماما من القيمة الجدولة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 1 عند مستوى معنوية 0.05 وذلك في كلا النموذجين، أي نقبل الفرضية H_0 وهي فرضية تجانس التباين الشرطي.

المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة:

أسفرت نتائج النموذج الكلي أن سياسة توزيع الأرباح تفسر قيمة المؤسسة بقدرة تفسير غير عالية حوالي 46% هذا في سنة 2007 أما في سنة 2008 فإن القدرة التفسيرية كانت 38.6%، بالرغم من وجود بعض المتغيرات في سياسة توزيع غير مقبولة إحصائيا مثل مضاعف الربحية PER، وهو ما يؤكد اختلال فرضيات النموذج التي يعود السبب فيها أساسا إلى وجود امتداد خطي.

وبعد التحليل والتفسير الكلي لأثر متغيرات سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم/ قيمة المؤسسة من خلال عدة اختيارات، أثبت هذا التحليل أن المتغيرات سياسة توزيع الأرباح من ربحية السهم الواحد وتوزيعات السهم الواحد، والأرباح النقدية الموزعة وكذلك مضاعف الربحية، لها تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05.

ف نجد مثلا الأرباح النقدية الموزعة لها تأثير إيجابي عند مستوى معنوية 0.05، ويعود هذا التأثير الإيجابي إلى أن معظم المستثمرين في سوق دبي المالي يسعون إلى زيادة الأرباح والعوائد الخفيفة من استثماراتهم في هذا السوق بالقدر الذي يحقق لهم الرضا، لهذا السبب، فإن زيادة التوزيعات النقدية يزيد من قيمة المؤسسة. وهذه النتيجة الميدانية مطابقة لنتيجة دراسة كل من حمدي زعرب وصباح شراب 2006 وكذلك دراسة أجمد البراجنة 2006 والتي توصلت إلى أن التوزيعات النقدية لها تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 على أسعار الأسهم.

— أي أن العلاقة بين سياسة التوزيعات وقيمة المؤسسة تتأثر بحجم الأرباح النقدية الموزعة.

— كما أن لربحية السهم الواحد تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، وهذا راجع إلى أن زيادة نصيب السهم الواحد بالنسبة للمستثمر أو المساهم يعني بالضرورة زيادة نصيب الأرباح والعوائد المتوقعة لهذا المستثمر أو على الأقل استقرارها.

كما أن عدم استقرار أو زيادة نصيب السهم الواحد يدل على وجود مخاطر تقلل من الأرباح المتوقعة للمساهمين. إلا أن التوزيعات النقدية لها تأثير أكبر من تأثير ربحية السهم الواحد وهذا يمكن تفسيره في المحتوى المعلوماتي كما يمكن تفسير هذا التأثير من منظور نظرية الوكالة، أي عدم اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة للتمويل أي أن المسيرين في خدمة المساهمين وهذا يعني في الأخير إلى أن:

العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة تتأثر بمستوى ربحية السهم الواحد.

أما بخصوص توزيعات السهم الواحد فهي كذلك لها أثر على قيمة المؤسسة، لأن زيادة توزيعات السهم الواحد DPA يعني بالضرورة زيادة الأرباح النقدية الموزعة على المساهمين. وهذا يعني أن تقليل الأرباح المحتجزة، ويمكن تفسير زيادة قيمة المؤسسة بأن الأرباح النقدية الموزعة قد يعاد استثمارها في مشاريع أو استثمارات أكثر ربحية.

أي أن علاقة سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة تتأثر بمستوى توزيعات السهم الواحد.

أما فيما يخص متغير مضاعف الربحية فهو له تأثير ذو معنوية إحصائية عند المستوى 0.05 على قيمة المؤسسة بالرغم من عدم قبوله في النموذج إحصائياً، فمضاعف الربحية يعكس حالة التفاؤل أو التشاؤم بشأن أسعار الأسهم أي قيمة المؤسسة.

وفي هذه الدراسة نجد أن مضاعف الربحية يمثل حالة تفاؤل بالنسبة للمستثمر، حيث أنه يشير أنه إذا تحققت توقعات المستثمر المستقبلية بشأن الأرباح، فإن مضاعف الربحية سوف يزداد ويؤثر على رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى لكل دينار أو ربع سهم الواحد أي زيادة ثقة المستثمر للسهم وأدائه وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة.

خـلاصـة

تم التطرق في الفصل الثالث إلى سوق دبي للأوراق المالية، حيث قمنا بعرض الإطار التنظيمي له، حيث تم التعريف بسوق دبي المالي الذي هو عبارة عن شركة مساهمة عامة تأسست في إمارة دبي. الإمارات العربية المتحدة بموجب القرار الوزاري رقم 62 لسنة 2007م الصادر عن وزارة الاقتصاد بتاريخ 06 فيفري 2007، وكذا كيفية الاستثمار فيه بالإضافة إلى مؤشر هذا السوق وكذا ملخص عن أدائه المالي في الفترة 2008/2007. كما تطرقنا أيضا واقع سوق دبي المالي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، بالرغم من أن الأزمة كانت في بدايتها.

لذا يعتبر سوق دبي المالي من بين أهم الأسواق المالية العربية بالأخص الخليجية حيث تحتل نسبة القيمة السوقية لسوق دبي المالي على القيمة السوقية للأوراق المالية العربية في نهاية 2007م بنسبة 43.7%. ونظرا لأهمية هذا السوق، قمنا بتحديد الدراسة النظرية لهذا البحث على سوق دبي المالي وذلك بدراسة عينة من الشركات المسعرة في هذا السوق، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وكذا برنامج **EViews04** من أجل اختيار فرضيات الدراسة إلى أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي وذلك بعد إثبات صحة الفرضيات المطروحة في هذه الدراسة.

الخاتمة العامة

إن مع ظهور النظريات الحديثة في علم الإدارة المالية تغيرت أهداف المسير المالي والمساهم حيث بعد ما كان هدف كل واحد منهما هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح أصبح هدفهم الأساسي هو تعظيم قيمة المؤسسة وذلك من خلال تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) ، بواسطة تعظيم المردودية الاقتصادية ، وتخفيض تكلفة رأس مال (K) ، كما يمكن أيضا تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم (MVA) ، إلا أن هذه الأخيرة لا تحقق لا يوجد أسواق ذات كفاءة عالية .

كما توجد عدة متغيرات سواء داخلية أو خارجية تؤثر على قيمة المؤسسة سواء بالسلب أو بالإيجاب ومن بين أهم هذه المتغيرات نجد سياسة توزيع الأرباح والتي تعد من بين أهم القرارات المالية التي تؤخذ على مستوى الإدارة المالية كما لها من تأثيرات على قيمة المؤسسة إلا أن النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح اختلفت في تفسيرها لتأثير سياسة الأرباح على قيمة المؤسسة لأن هذا راجع إلى مستوى كفاءة السوق المالي وكذلك رشاده المستثمر ، فهناك نظريات تؤيد فكرة أن لسياسة التوزيعات تأثير المؤسسة وهناك نظريات ترى العكس .

لذا حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي لعينة تتكون من 36 شركة من مختلف القطاعات ما عدا القطاع المالي.

وبالتالي يمكن ذكر اختيار الفرضيات ونتائج البحث والتوصيات والاقتراحات وأخيرا آفاق البحث كما يلي:

أولاً: نتائج البحث :

أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج، يمكن تجميعها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وفيما يلي تلخيص النتائج:

أ- النتائج النظرية:

- 1- يتوقف دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على مستوى كفاءة السوق المالي ؛
- 2- في حالة السوق الكفؤ لا جدوى من إحداث تغيرات في سياسة التوزيعات المتبعة من طرق المؤسسة ، لأن أسعار الأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية ؛
- 3- الضريبة المفروضة على فائض القيمة أقل من الضريبة المفروضة على التوزيعات، ومن ثم سيكون المستثمرون أكثر ميلا إلى تفضيل احتجاز الأرباح عن توزيعها؛
- 4- إن التغيير في التوزيعات يعتبر كمؤشر لرؤية الإدارة عن مستقبل الإدارة ورجحيتها ؛
- 5- يتوقف تحقيق أهداف المستثمر على فعالية وصحة القرارات المالية التي يتخذها خاصة قرار التوزيع ، بسبب تغيير أهدافه من جملة وتغيير أسعار أسهم المؤسسة من جهة أخرى.

ب- النتائج التطبيقية:

- 1- إن مستوى كفاءة السوق المالي وبيئته وظروفه، بشكل الأساسي الحقيقي لنجاح دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛

2-من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، بمختلف القطاعات ما عدا القطاع المالي، وبعد ما تم اختبار فرضيات الدراسة على هذه العينة بواسطة نموذج الانحدار الخطي المتعدد واستخدام برنامج EVIEWS04، كانت نتيجة ذلك أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.

ثانيا: اختبار الفرضيات:

1-تم التوصل من خلال الدراسة، و من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي، بمختلف قطاعاتها، إلى أن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة تتأثر، بمستوى ربحية السهم الواحد للمؤسسة المسعرة في سوق دبي المالي، بمعنوية إحصائية قدرها 0.05. أي أن ربحية السهم الواحد التي هي من العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة، وبناء على تقبل الفرضية الأولى أي نثبتها، وبذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الأولى؛

2-كذلك من خلال دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي وبعد استخدام نموذج الانحدار المتعدد والبسيط، تم التوصل أيضا إلى أن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة تتأثر، بمستوى توزيعات السهم الواحد للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، بمعنوية إحصائية 0.05، كما أن القدرة التفسيرية لها كانت تدل على وجود علاقة بين توزيعات السهم الواحد وقيمة المؤسسة، لأن معامل الارتباط كان أقل من 0.5، وبناء على ذلك تقبل الفرضية الثانية، أي نثبتها وبذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثانية؛

3-كما تم التوصل أيضا من خلال الدراسة التطبيقية، أي بعد استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد إلى أن التوزيعات التغذية لها علاقة مع قيمة المؤسسة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05، وبناء على ذلك تقبل الفرضية الثالثة أي نثبتها، وبذلك قد تكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الثالثة.

من خلال إثباتنا للفرضيات الجزئية وإجابتنا على الأسئلة الجزئية، تكون بذلك قد أثبتنا الفرضية الرئيسية، وبالتالي أجبنا على الإشكالية الأساسية لهذا البحث، ونقول: أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة.

ثالثاً: الإقتراحات:

بعد استعراض مختلف المقاربات والأفكار النظرية ، والدراسة التطبيقية ، وبعد استخلاص نتائج البحث في ظل إشكالية وفرضيات البحث ، يمكننا اقتراح جملة من التوصيات ، نعتقد أنه بتجسيدها ستعود بالنفع على كل من السوق المالي ، المستثمر المالي ، الباحث المالي ، ومن بين هذه الإقتراحات على سبيل المثال ما يلي :

أ - إقتراحات متعلقة بالسوق المالي :

- 1- العمل على تطوير صناعة الخدمات المالية في سوق دبي المالي، وإنشاء مؤسسات الخدمات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المساهمة التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق دبي المالي، وتقديم أحدث الإحصائيات عن أداء الشركات؛
- 2- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط الشركات المدرجة بالسوق ، والمتثلة في التقارير المالية من ميزانية وجدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة... الخ؛
- 3- دعم جهود تطبيق حكومة الشركات من أجل بلوغ مستوى جيد من الإفصاح والشفافية في المعاملات، مما يسمح بتقليل احتكار المعلومات، وسهولة الحصول عليها مجاناً، وبالتالي، التقليل من الأرباح الغير العادية، ومنه الحصول إلى الكفاءة الاقتصادية السوق؛
- 4- على سوق دبي المالي القيام بحملات إعلانية وعقد الدورات التدريبية لتشجيع الأفراد على الادخار بهدف تعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي قيمة المؤسسة، وتنمية الوعي الادخاري والاستثماري؛
- 5- على سوق دبي المالي إيجاد إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام، ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

ب- إقتراحات متعلقة بالمستثمر المالي : تتمثل فيما يلي :

- 1- ضرورة تحليل البيانات والنشريات الدورية عن الشركات قبل اتخاذ أي قرار بشأن توزيع الأرباح بمعنى ضرورة إتباع أساليب علمية تعتمد على أساليب إحصائية والتنبؤ والمؤشرات المالية وذلك لتتمكن الشركة من تحديد القرار المناسب بشأن توزيع الأرباح أو عدم توزيعها الذي يعظم قيمة المؤسسة ؛
- 2- قبل اتخاذ أي قرار مالي بالأخص قرار سياسة توزيع الأرباح ينبغي الاستعانة بالمستشارين الماليين لمعرفة إذا كان هذا القرار في صالح المؤسسة أم لا ؟

3- الاتصال الدائم مع المؤسسات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة في سوق دبي المالي؛

4- توعية المستثمرين بأهمية القوائم المالية ودراسة التغيير في الميزانية وليس التركيز فقط على الأرباح الموزعة.

ج- إقتراحات بالنسبة للباحثين :

1- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي والمالي ، مع الحفاظ على نفس المتغيرات ؛

2- إضافة متغيرات للنموذج مثل إعادة شراء الأسهم، الأسهم الجذائية المخاطر النظامية والغير نظامية، أسعار الفائدة، وذلك لعدم توفرها على سوق دبي المالي (احتكار المعلومة)؛

3- دراسة مستوى كفاءة سوق دبي المالي ، ومدى ارتباطه وتكامله مع الأسواق المالية العربية ؛

رابعاً: آفاق البحث:

يعتبر موضوع دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من المواضيع النادرة بجامعتنا، ويرجع ذلك لعدم وجود سوق مالي جزائري، لذا يمكن القول، أن دراسة مثل هذه المواضيع جد مهمة، ومن آفاق هذه الدراسة نركز على:

1- محاولة إثبات أو نفي النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة سواء في ظل كفاءة السوق؛

أو عدم كفاءته وذلك من خلال تجسيدها على أرض الواقع؛

2- القيام بدراسة نفس الموضوع لكن في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة ؛

3- تشجيع البحث في مجال اقتصاديات رؤوس الأموال للخروج من دائرة اقتصاديات الاستئانة .

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع

I/ قائمة الكتب العامة:

- 01- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2010م؛
- 02- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010؛
- 03- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر - عمان، الأردن - 2006؛
- 04- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000؛
- 05- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثالثة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 م؛
- 06- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 م؛
- 07- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010؛
- 08- سمير محمد عبد العزيز، السياسات الاقتصادية للمستقبل مدخل اتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2004؛
- 09- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، 2009؛
- 010 صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية الأهمية والأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، الطبعة الأولى 2003؛
- 011 طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، عين شمس 2000م؛
- 012 طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم، إدارة المخاطر، محاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001؛
- 013 طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008؛

- 014 عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية المعاصرة (مدخل لاتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، وبيروت العربية، 1991م؛
- 015 عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية (مدخل لاتخاذ القرارات)، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002؛
- 016 عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002؛
- 017 عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2004/2003؛
- 018 عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004؛
- 019 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية_أسهم سندات وثائق خيارات، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2005؛
- 020 عدنان تايه، سعد المهدي الساقى، أسامة عزمي سلام الشقيري، نوري موسى، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2007؛
- 021 عدنان تايه، أرشد فؤاد التميمي، التحليل المالي والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2008؛
- 022 فايز سليم حداد، إدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010؛
- 023 قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان 2009؛
- 024 محمد ابو ناصر، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولي، دار وائل للنشر، عمان الأردن ، 2008؛
- 025 محمد احمد النسبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، دار زمزم، ناشرون وموزعون، عمان الأردن، 2009
- 026 محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، 2005؛
- 027 محمد صالح الحناوي، هلال فريد مصطفى، جلال العيد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث. الإسكندرية، ط الأولى، 2007؛

- 028 محمد صالح الخناوي لهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي مشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008م؛
- 029 محمد قاسم الحضارنة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان ، الأردن، 2011 ؛
- 030 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005؛
- 031 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الجزء الثاني، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1998م ؛
- 032 منير إبراهيم هندي ،الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002؛
- 033 منير إبراهيم هندي ،الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث الإسكندرية 2003م ؛
- 034 هوشياز معروف،الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء ، طبعة الأولى ،عمان ، 2009.

II/البحوث الجامعية:

أ) أطروحات الدكتوراه:

- 1- الخواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة الجزائر، 2008/2007.

ب) رسائل الماجستير والماستر:

- 01 بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات البترولية، دراسة حالة قسم النقل لمؤسسة (ENTP) ، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير فرع إدارة أعمال، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة 2003/2002 ؛
- 02 صباح أسامة، علي شراب، أثر الإعلام عن توزيعات على أسعار الاسهم الشركات المدرجة بسوق فلسطين الأوراق المالية، دراسة تطبيقية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين، يونيو (جويلية)، 2006؛
- 03 علي بن الضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة،(دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير غير منشورة، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية جامعة ورقلة، 2009؛

- 04 محمد أجد البراجنة، اختيار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، في المحاسبة والتمويل، غير منشورة ، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2009 م؛
- 05 عائشة بخالد، التنوع كأداة لتدنية المخاطر غير نظامية في حافظة الأوراق المالية، دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2007/2008 ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009/2010.

III المجلات والمنشورات:

- 01 عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية، دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العراقية والأردنية ، مجلة الملك عبد العزيز الاقتصاد والإدارة، المجلد 17 العدد 1، 2003 م؛
- 02 صندوق النقد العربي، تقرير المالي لبورصة دبي 2008؛
- 03 صندوق النقد العربي، النشرة السنوية ، 2008؛
- 04 صندوق النقد العربي، النشرة السنوية ، 2007؛
- 05 صندوق النقد العربي ، تقرير رئيس مجلس الإدارة عن أهم الإنجازات لعام 2007 ؛
- 06 مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010/2009؛
- 07 - محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، دراسة حالة صيدال، مجلة الباحث العدد 8، بجامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010؛
- 08 هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد-05- جامعة قاصدي مرباح، سنة 2007 م؛
- 09 هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث _ العدد السابع _ جامعة ورقلة _ 2010/2009.

IV كتب الفرنسية:

- 01 JOHN-Murphy, l'analyse technique des marches financière, traduit de l'american par p-stockowshi et A-Dubelance, edition 2003, Henday;
- 02 Jonathan Berk, Peter Demarzo, Finance d'entreprise, édition 1, Preason Education France, 2008;

03 Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 6^{ème} édition, DALLOZ 2005;

04 Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Edition 8^{ème}, Dalloz, Paris, 2010;

05 Richarda Brealey, Stewart C. Myers, Franklin, principe de gestion financière, Pearson Education France. Edition, France. 2006;

V المقالات المنشورة:

01 Bellalah Mondher, Reflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coût d'information, cahiers de Recherche n° 20009, Université Paris, ix Dauphine .

VI المواقع الالكترونية:

1. أجمد رمضان الراوي ، محاسب قانوني و مدير المصرف العراقي الإسلامي ، تاريخ التصفح 2011/01/17

<http://www.iraqiislamicb.com/bohoth.htm> ، 11:56

2. <http://www.fxmeuvstoday.ae/arabmarkets/> تاريخ التصفح: 2011/04/16، 12:05 _ سوق دبي المالي

3. http://ar.wikipedia.org/wiki/سوق_دبي_المالي تاريخ التصفح 2011/04/16، 12:10

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): أسماء الشركات المدرجة والغير مدرجة في سوق دبي المالي DFM:

الرقم	اسم الشركة	رمز الشركة
الشركات المدرجة في مؤشر سوق دبي المالي DFMG		
قطاع		
البنوك		
01	بنك الإمارات العربية للاستثمار	AEIBANK
02	مصرف عجمان	AJMANBANK
03	السلام سودان	ALSALAMSUDAN
04	شركة أملاك للتمويل	AMLAK
05	بنك دبي التجاري	CBD
06	بنك دبي الإسلامي	DIB
07	مصرف الإمارات الإسلامي	EIB
08	الإمارات دبي الوطني	EMIRATESNBD
09	بيت التمويل الخليجي	GFH.DFM
010	بنك المشرق	MASQ
011	مصرف السلام	SALAM.DFM
012	شركة التمويل	TAMWEEL
قطاع		
الاستثمار والخدمات المالية		
013	شركة الفردوس القابضة	ALFIRDOUS
014	شركة المدينة للتمويل والاستثمار	ALMADINA.DFM
015	شركة بيان للاستثمار	BAYAN
016	سوق دبي المالي	DFMC
017	شركة دبي للاستثمار	DIC
018	شركة اكتتاب القابضة	EKTTITAB.DFM
019	شركة الخليجية للاستثمارات العامة	GGICO
020	بيت الاستثمار العالمي	GLOBAL.UAE
021	الشركة الخليجية للاستثمار البرولي	GPI.DFM
022	شركة الاستشارات المالية الدولية	IFA.UAE
023	المجموعة الدولية للاستثمار	IIG.DFM
024	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار	KFIC.DFM
025	المجموعة الدولية	NNIH.DFM
026	شعاع كابيتال	SHUAA
قطاع		
التأمينات		

ALLIANCE	شركة اللابنس للتأمين	027
AMAN	شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين (أمان)	028
AOIC	شركة المشرق العربي للتأمين	029
ARIG.UAE	المجموعة العربية للتأمين (أريج)	030
ASCANA	شركة العربية الإسكندنافية للتأمين	031
ASNIC	شركة الصقر الوطنية للتأمين	032
DARTAKAFUL	دار التكافل	033
DIN	شركة دبي للتأمين	034
DNIR	شركة دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين	035
SALAMA.DFM	الشركة الإسلامية العربية للتأمين	036
NGI	الشركة الوطنية للتأمينات العامة	037
OIC	شركة عمان للتأمين	038
TAKAFULEM	شركة تكافل الإمارات	039

قطر

AHI	العربية للصناعات الثقيلة	040
ARTC	أرابتك القابضة	041
DDC	شركة دبي للتطوير	042
DEYAAR	شركة ديار للتطوير	043
DSI	دريك آند سكل انترناشيونال	044
EMAAR	شركة إعمار العقارية	045
GRAND.DFM	شركة المشروعات الكبرى العقارية (جراند)	046
MAZAYA.DFM	شركة المزايا القابضة	047
NRE.DFM	الشركة الوطنية العقارية	048
SHOP.DFM	شركة مجتمعات الأسواق التجارية الكويتية	049
UPP	شركة الإتحاد العقارية	050

البحرين

AGLTY.DFM	شركة المخازن العمومية	051
MIRARABIA	شركة العربية للطيران	052
ARMX	شركة أرامكس	053
GULFNAV	شركة الخليج للملاحة القابضة	054

الكويت

NIND.DFM	مجموعة الصناعات الوطنية	055
----------	-------------------------	-----

ACICO. DFM	شركة صناعات الخرسانة الخلوية	056
ATMI. DFM	شركة الجزيرة لصناعة الأنايب	057
NCC	شركة الإسمنت الوطنية	058
قطاع السلع الاستهلاكية		
DRC	شركة دبي للمحربات	059
GULFA	شركة غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية	060
JEEMA	شركة جيما للمياه المعدنية	061
UFC	شركة الأغذية المتحدة	062
UNIKAI	شركة كايبارا المتحدة للألبان	063
قطاع اتصالات		
DU	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	064
قطاع المرافق العامة		
TABREED	الشركة الوطنية للتبريد المركزي	065

الشركات غير مدرجة في مؤشر سوق دبي المالي DFMI

RASMALA	شركة رسملة للاستثمار	066
EBI	بنك الإمارات الدولي	067
ESB	بنك الإمارات والسودان	068
NBD	بنك دبي الوطني	069
SIIS.DFM	شركة السلام العالمية للاستثمار المحدودة	070
ABRAAJCAPITAL	أبراج كابيتال	071
ROTANAHOTELS	مجموعة فنادق روتانا	072
ASPIRE	شركة أسباير العقارية	073
EMPOST	بريد الإمارات	074
MAWARID	شركة موارد للتمويل	075
DAMAN	ضمان للاستثمار	076
DAMAS	داماس للمجوهرات	077
ALPHATOURS	شركة ألفا تورز	078
DUBAIBANK	مصرف دبي	079
DAMAC	داماك للخدمات والتجارة	080
TNI	شركة المستثمر الوطني	081
NLOOTAH	ناصر بن راشد لوتاه وأبنائه	082
DUBAIBANK	مصرف دبي	083
EFGHERMES	المجموعة المالية - هيرميس	084

المصدر : تاريخ التصفح 12:10، 2011/04/16 http://ar.wikipedia.org/wiki/سوق_دبي_المالي

الملحق رقم (02): أوزان أهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي العام لسنة 2009:

اسم الشركة	رمز الشركة	وزن الشركة %	القيمة السوقية للشركة
Air Arabia العربية للطيران	AIRARABIA	4,97%	3,500,025,000
Ajman Bank بنك عجمان	AJMANBANK	1,30%	750,000,000
Dubai Islamic Insurance & Reinsurance C° شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين (آمان)	AMAN	0,24%	150,000,000
AMLAK أملاك للتمويل	AMLAK	1,85%	1,125,000,000
Aramex الشركة العربية الأمريكية للنقل الدولي السريع	ARMX	1,98%	1,331,000,000
Arabtec Holding Company شركة أرابتك القابضة	ARTC	2,72%	897,000,000
Arabian Scandinavian Insurance Company الشركة العربية الاسكندنافية للتأمين	ASCANA	0,17%	35,000,000
Commercial Bank of Dubai بنك دبي التجاري	CBDB	4,43%	882,403,453
DAR ELTAKAFUL دار التكافل	DARTAKAFUL	0,16%	75,000,000
DEYAAR ديار	DEYAAR	4,13%	4,333,500,000
Dubai Financial Market PJSC شركة سوق دبي المالي	DFM	4,07%	2,000,000,000
Dubai Islamic Bank بنك دبي الإسلامي	DIB	9,63%	2,713,252,000
Dubai Investment دبي للاستثمار	DIC	6,29%	3,331,614,000
Dubai Insurance شركة دبي للتأمين	DIN	0,23%	4,998,750
Dubai National Insurance & Reinsurance C° شركة دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين	DNIR	0,17%	50,000,000
دريك آند سنكل انترناشيونال	DSI	1,90%	1,633,333,334
شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	DU	3,87%	1,000,000,000

EMAAR Properties إعمار العقارية	EMAAR	16,75%	4,572,246,000
Emirates National Bank of Dubai بنك الإمارات دبي الوطني	ENBD	12,11%	2,778,887,362
Gulf General investment co الشركة الخليجية للاستثمارات العامة	GGICO	2,21%	729,000,000
Gulf Navigation Holding Pjse الخليج للملاحة القابضة	GULFANAV	0,80%	827,500,000
Islamic Arabic Insurance Company الشركة الإسلامية العربية للتأمين (إبأك)	IAIC	0,66%	550,000,000
Jeema Mineral Water جيما للمياه المعدنية	JEEMA	0,11%	15,000,000
Mashreq bank بنك المشرق	MASQ	8,85%	40,256,423
National Cement Company .p.s.c شركة الإسمنت الوطنية	NCC	1,13%	179,400,000
National General Insurance الشركة الوطنية للتأمينات العامة	NGI	0,47%	33,471,900
Oman Insurance Company شركة عمان للتأمين المساهمة العامة	OIC	3,23%	190,856,250
SHUAA Capital شعاع كابيتال (ش م ع)	SHUAA	0,89%	550,000,000
National General Cooling Company (Tabreed) الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد)	TABREED	1,23%	1,213,380,000
شركة تكافل الإمارات	TAKAFUL_EM	0,23%	112,500,000
TAMWEEL	TAMWEEL	1,20%	750,000,000
Union Properties الاتحاد العقارية	UPP	2,04%	1,683,428,241

المصدر: html-سوق دبي المالي - ويكيديا الموسوعة الحرة : file:///k

الملحق رقم (03) البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي حسب القطاع

2007

مضاعف PER	ربحية السهم EPS	الأرباح النقدية الموزعة	صافي الأرباح	عدد الأسهم المدرجة	القيمة النقدية	القيمة الاسمية	سعر الإغلاق	اسم الشركة	الرقم
قطاع البنوك									
37.59	32.32	6.740.265	14.524.911	449.376	592.55	100.00	1.215.15	بنك الإمارات العربية للاستثمار	01
41.04	0.13	0	87.616.000	1.500.000.000	1.31	1.00	513	املاك للتمويل	02
13.38	0.27	473.441.850	609.903.000	1.052.092.966	4.11	1.00	10.30	بنك دبي التجاري	03
13.53	0.31	930.000.000	2.436.424.000	2.996.000.000	3.14	1.00	11.00	بنك دبي الإسلامي	04
4.45	0.25	0	84.879.000	747.500.000	1.65	1.00	1.10	مصرف الإمارات الإسلامي	05
16.50	0.88	1.216.280.287	3.625.715.000	4.126.904.536	5.64	1.00	14.50	الإمارات دبي الوطني	06
8.44	1.36	493.734.000	983.710.750	721.803.457	4.07	1.216	11.50	بيت التمويل الخليجي	07
19.17	16.06	0	1.808.921.000	112.605.375	78.18	10.00	306.00	بنك المشرق	08
23.00	0.30	200.000.000	297.820.000	1.000.000.000	1.85	1.00	6.85	شركة تمويل	09
15.70	0.84	3.372.155.402	10.349.413.661	12.257.355.710	-	-	-	مجموع قطاع البنوك	
قطاع السلع الاستهلاكية									
36.90	0.43	0	21.339.000	50.000.000	5.37	1.00	15.75	دبي للمطبات	10
29.32	0.07	0	1.705.085	25.000.000	0.95	1.00	2.00	شركة عسا للمياه المعدنية	11
44.02	0.15	3.000.000	4.825.449	30.000.000	2.97	1.00	6.64	جهما للمياه المعدنية	12
8.23	0.40	2.500.000	10.020.322	25.000.000	3.66	1.00	3.30	شركة الأغذية المتحدة	13
6.54	61.16	3.750.000	15.269.000	250.000	422.28	100.00	400.00	كابيارا المتحدة للألبان	14
23.06	0.41	9.250.000	82.878.856	130.250.000	-	-	-	مجموع قطاع السلع الاستهلاكية	
قطاع الاستثمار والخدمات المالية									
130.61	0.02	0	12.292.197	600.000.000	02	1.25	2.68	الفرديوس القابضة ا.ش.م.ع	15
7.05	1.46	0	256.624.368	175.725.000	92	1.25	10.30	المدينة للتمويل والاستثمار	16
-13.16	0.29	0	603.106.150	365.967.167	3.38	1.25	3.60	شركة بيان الاستثمار	17
46.58	0.13	0	1.064.731.226	6.000.000.000	1.11	1.00	6.20	شركة سوق دبي المالي	18
8.99	0.61	296.010.000	1.316.969.000	2.170.740.000	2.05	1.00	5.45	دبي للاستثمار	19
11.29	0.78	40.000.000	420.253.000	540.000.000	3.95	1.00	8.79	الفرقة الخليجية للاستثمارات العامة	20
12.96	1.14	440.908.243	978.525.000	359.557.443	4.21	1.75	14.75	شركة بيت الاستثمار العالمي(جولدي)	21
7.70	0.84	18.300.000	123.532.625	146.400.000	2.14	1.25	6.50	الخليجية للاستثمار البرولي	22
39.95	0.29	0	88.241.067	332.148.000	3.22	1.25	11.75	شركة الاستثمارات المالية الدولية	23
13.34	1.57	83.546.714	264.622.618	332.148.000	3.22	1.25	470	دولية للاستثمار المجموعة ال	24

13.34	1.57	83.546.714	129.765.173	82.801.500	15.43	10.09	20.90	25	السلام العالمية للاستثمار
12.53	0.52	110.000.000	285.222.000	550.000.000	2.93	1.00	6.50	26	شعاع كابيتال
19.63	0.34	1.071.801.056	4.832.222.138	114.339.130					مجموع قطاع الاستثمار والخدمات المالية
قطاع التأمين									
8.29	77.09	10.000.000	46.251.000	600.000	363.55	100.00	639.20	27	الملايين التأمين
89.61	0.31	0	6.249.241	20.000.000	11.31	10.00	28.00	28	شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين
2.83	58.45	30.000.000	116.904.000	2.000.000	221.59	100.00	165.70	29	المشرق العربي للتأمين
7.28	0.46	81.070.000	02.118.720	220.000.000	4.76	3.68	3.38	30	المجموعة الوطنية للتأمين (لريج)
6.99	0.35	0	49.057.274	140.000.000	2.03	1.00	2.45	31	الشركة العربية الاسكندنافية للتأمين
10.56	0.50	0	50.454.432	100.000.000	4.01	1.00	5.33	32	شركة صقر الوطنية للتأمين
8.00	3.56	7.500.000	26.704.004	7.500.000	44.26	10.00	28.50	33	شركة دبي للتأمين
11.28	0.37	30.000.000	37.042.000	10.000.000	3.22	1.00	4.18	34	دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين
31.57	0.12	0	132.070.000	1.100.000.000	1.25	1.00	3.79	35	الشركة الإسلامية العربية للتأمين (لياك)
10.85	0.62	0	75.240.994	121.716.000	2.19	1.00	6.71	36	الشركة الوطنية للتأمينات العامة
7.92	1.29	85.312.500	365.855.000	282.750.000	5.94	1.00	10.25	37	شركة عمان لتأمين المساهمة العامة
11.32	0.48	243.882.500	1.007.956.665	2.094.566.000					مجموع قطاع التأمين
قطاع المواد									
6.60	0.96	91.777.332	187.450.200	194.932.131	4.07	1.25	6.35	38	شركة صناعات الخرسانة الخفيفة
16.10	0.68	92.000.000	188.531.000	276.000.000	7.83	1.00	11.00	39	شركة الإسمنت الوطنية
6.54	2.55	956.539.000	2.997.675.000	1.272.361.971	9.50	1.25	16.65	40	مجموعة الصناعة الدولية القابضة
7.08	2.05	1.120.316.623	3.873.656.200	1.648.294.102					مجموع قطاع المواد
قطاعات العقارات والإحصاءات الهندسية									
3.04	63.60	14.789.698	42.753.368	672.259	233.67	100.00	193.35	41	العربية للصناعات الثقيلة
13.91	0.67	78.000.000	401.148.483	598.000.000	1.77	1.00	9.33	42	شركة أرتك القابضة
46.49	0.05	0	481.853	10.000.000	1.66	1.00	2.24	43	شركة دبي للتطوير
63.64	0.05	0	265.112.000	5.778.000.000	03	1.00	2.92	44	ديار للتطوير
13.85	1.07	1.215.111.000	6.552.147.000	6.096.325.000	3.29	1.00	14.90	45	إعمار العقارية
5.75	0.82	37.900.000	298.440.268	363.841.295	3.27	1.25	4.72	46	شركة المشروعات الكبرى العقارية
9.86	1.04	178.758.000	328.370.788	315.891.500	3.96	1.25	10.25	47	شركة المزاي القابضة
12.22	0.50	281.589.200	367.095.225	740.127.329	3.81	1.25	6.06	48	الشركة الوطنية للعقارات
7.95	0.63	31.570.000	148.015.916	233.936.063	3.13	1.25	5.03	49	شركة مجمعات الأسواق التجارية لكويبة
18.40	0.28	0	725.965.000	2.782.526.019	1.74	1.00	5.13	50	الإتحاد العقارية

15.07	0.54	1.837.217.898	9.179.529.592	16.918.369.455	-	-	مجموع قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية
-	0.25	0	0.018.901.000	4.000.000.000	0.56	1.00	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة
-	0.25	0	0.018.901.000	4.000.000.000	0.56	1.00	مجموع قطاع الاتصالات
قطاع النقل							
35.86	0.05	0	256.334.283	4.666.700.000	1.06	1.00	العربية للطيران
27.54	0.11	0	121.436.000	1.10.000.000	1.13	1.00	أرامكس
30.06	0.05	0	90.834.667	1.655.000.000	1.06	1.00	الخليج للملاحة القابضة
9.41	2.06	892.193.000	1.978.025.000	951.669.735	9.66	1.25	المخازن العمومية (اجبائي)
18.84	0.29	892.193.000	2.416.629.950	8.373.369.735	-	-	مجموع قطاع النقل
قطاع المرافق العامة							
36.29	0.09	0	106.554.000	1.134.000.000	1.08	1.00	الشركة الوطنية للتبريد المركزي
36.29	0.09	0	106.554.000	1.134.000.000	-	-	مجموع قطاع المرافق العامة
16.47	0.50	8.547.358.078	30.334.990.062	50.671.544.142			المجموع الكلي

المصدر: صندوق النقد العربي ، النشرة السنوية، 2007، ص: 27.

7.22	0.76	0	815.677.000	1.080.000.000	2.95	1.00	5.45	شركة الخليجية للإستثمارات العامة	24
5.43	1.33	593.096.400	1.820.238.750	1.368.920.000	7.05	1.38	7.22	بيت الإستثمار العالمي	25
11.01	0.47	80.812.800	109.306.931	234.240.000	1.98	1.38	5.14	الشركة الخليجية للإستثمار البرولي	26
7.49	0.79	0	566.787.581	720.000.000	4.25	1.38	5.90	شركة الإستثمارات المالية الدولية	27
10.46	0.41	50.420.066	188.539.519	456.703.500	2.94	1.38	4.32	المجموعة الدولية للإستثمار	28
24.24	0.14	0	86.373.210	637.350.750	1.64	1.38	3.42	الشركة الكويتية للتطوير والإستثمار	29
16.62	0.20	0	43.492.708	212.625.000	4.06	1.38	3.40	المجموعة الدولية	30
9.21	2.01	0	187.141.632	93.151.688	15.88	10.09	18.50	السلام العالمية	31
-	0.18	247.500.000	99.224.000	550.000.000	5.29	1.00	1.00	شعاع كابيتال	32
5.85	0.43	2.254.326.506	7.954.971.739	18.579.930.875				المجموع	
قطاع التأمين									
10.52	48.61	12.000.000	36.455.000	750.000	322.94	100.00	511.35	شركة الاليس للتأمين	33
11.14	0.08	20.000.000	16.876.572	200.000.000	0.93	1.00	0.94	شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين (ماتن)	34
1.99	66.55	40.000.000	166.384.000	2.500.000	225.94	100.00	132.55	شركة المشرق العربي للتأمين	35
55.82	0.04	60.637.500	9.095.100	220.000.000	4.37	3.68	2.30	المجموعة العربية للتأمين (الريج)	36
6.27	0.48	35.000.000	66.841.799	140.000.000	2.22	1.00	2.99	الشركة العربية الإسكندنافية للتأمين	37
3.29	0.72	0	144.070.692	200.000.000	2.82	1.00	2.37	شركة الصقر الوطنية للتأمين	38
-	0.01	0	631.038	100.000.000	1.00	1.38	0.99	دار التكاثل	39
2.90	9.97	0	99.715.065	9.997.500	46.46	10.00	28.90	شركة دبي للتأمين	40
2.90	9.97	35.000.000	41.931.000	100.000.000	3.01	1.00	3.10	شركة دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين	41
6.28	0.12	0	136.529.000	1.100.000.000	1.34	1.00	0.78	الشركة الإسلامية العربية للتأمين	42
11.60	0.86	48.686.400	104.958.375	121.716.000	2.56	1.00	10.00	الشركة الوطنية للتأمينات العامة	43
5.36	1.96	98.963.000	747.328.000	381.712.500	6.25	1.00	10.50	شركة عمان للتأمين	44
33.15	0.03	0	4.616.858	150.000.000	1.01	1.00	1.02	شركة تكافل الإمارات	45
5.87	0.58	350.286.900	1.574.113.423	2.726.676.000				المجموع	
قطاع المواد									
4.35	1.57	147.983.487	322.275.456	204.678.738	4.90	1.38	6.85	شركة صناعات الخرسانة الخلوية	46
4.56	0.71	0	88.145.893	124.897.960	2.90	0.95	3.22	شركة الجزيرة لصناعة الألياف	47

المصدر : صندوق النقد العربي، الفترة السنوية، 2008، ص 23.

8.53	0.70	125.580.000	252.731.000	358.800.000	7.78	1.00	6.01	شركة الإسمنت الوطنية	48
18.42	0.89	-	1.419.206.250	1.589.438.661	7.89	1.38	16.45	مجموعة الصناعات الوطنية	49
14.46	0.91	273.533.487	2.082.358.599	2.277.815.359	-	-	-	المجموع	
قطاع العقارات والإحشاءات الهندسية									
1.45	133.04	36.974.245	89.436.469	672.259	309.12	100.00	193.35	العربية للصناعات الثقيلة	50
2.84	0.80	299.000.000	952.244.694	1.196.000.000	1.42	1.00	2.26	أرابيك القابضة	51
69.53	0.03	0	322.148	10.000.000	1.70	1.00	2.24	شركة دبي للتطوير	52
3.90	0.13	0	740.870.000	5.78.000.000	1.20	1.00	0.50	شركة ديار للتطوير	53
2.10	1.08	1.219.265.000	6.559.314.000	6.096.325.000	6.23	1.00	2.26	دريك أند سكل إنترناشيونال	54
1.88	0.53	50.210.099	241.285.591	454.801.619	3.16	1.38	1.00	شركة إعمار العقارية	55
3.86	1.91	217.965.135	869.446.977	454.069.800	7.24	1.38	7.40	شركة المشروعات الكبرى العقارية (جراند)	56
13.02	0.44	204.28.943	358.276.531	814.195.060	3.62	1.38	5.73	شركة المزاي القابضة	57
4.56	1.20	87.830.077	299.262.576	250.033.864	4.22	1.38	5.46	الشركة الوطنية العقارية	58
2.17	0.33	0	1.013.435.000	3.060.778.621	1.89	1.00	0.72	شركة مجمعات الأبراق التجارية الكويتية	59
2.84	0.61	2.115.533.499	11.123.893.987	18.114.876.223	-	-	-	المجموع	
قطاع الاتصالات									
-	0.06	0	220.676.000	4.000.000.000	0.61	1.00	2.17	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	60
-	0.06	0	220.676.000	4.000.000.000	-	-	-	المجموع	
قطاع النقل									
8.88	0.10	0	467.783.701	4.666.700.000	1.16	1.00	0.89	شركة العربية للطيران	61
7.48	0.12	0	140.676.000	1.210.000.000	1.49	1.00	0.87	شركة أرامكس	62
5.73	0.11	115.850.000	184.826.000	1.655.000.000	1.09	1.00	0.64	شركة الخليج للملاحة القابضة	63
9.40	1.87	1.050.643.680	1.959.375.000	1.046.840.000	9.53	1.38	17.60	شركة المخازن العمومية	64
8.97	0.32	1.166.493.680	2.752.660.701	8.578.540.000	-	-	-	المجموع	
قطاع المرافق العامة									
8.73	0.06	0	72.270.000	1.213.380.000	2.10	1.00	0.52	الشركة الوطنية للتبريد المركزي	65
8.73	0.06	0	72.270.000	1.213.380.000	-	-	-	المجموع	
5.98	0.54	10.371.458.093	39.342.239.479	72.218.850.859	-	-	-	المجموع الكلي	

المصدر : صندوق النقد العربي ، النشرة السنوية ، 2008 ، ص 23 .

الفهرس

IV.....	الإهداء
V.....	شكر وعرفان
VI.....	ملخص
VII.....	قائمة المحتويات
VIII.....	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الأشكال البيانية
X.....	قائمة الملاحق
أ.....	المقدمة
01.....	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للقيمة والتقييم في النظرية المالية
02.....	تمهيد:
03.....	المبحث الأول: مفاهيم حول قيمة المؤسسة في النظرية المالية
03.....	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة
03.....	أولاً: المفاهيم العشرة للقيمة:
04.....	ثانياً: العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والتدفقات المستقبلية لها:
05.....	ثالثاً: محددات القيمة:
05.....	المطلب الثاني: مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم الأداء
05.....	أولاً: مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم الأداء المالي للمؤسسات والأوراق المالية
09.....	ثانياً: مؤشرات إنشاء القيمة وتقييم أداء المحفظة المالية
11.....	المطلب الثالث: مبادئ عملية التقييم
12.....	المبحث الثاني: أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ القرارات المالية
12.....	المطلب الأول: أساسيات حول تقييم المؤسسات والأوراق المالية
12.....	أولاً: دوافع عملية التقييم
13.....	ثانياً: خطوات عمل المقيم
14.....	المطلب الثاني: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية
14.....	أولاً: التحليل الفني
16.....	ثانياً: التحليل الأساسي
17.....	ثالثاً: أهم الفروقات بين التحليل الفني و التحليل الأساسي

المطلب الثالث: طرق تقييم الأوراق المالية (الأسهم).....	21
أولاً: طرق التدفقات النقدية المستقبلية (تدفقات الخزينة المتاحة) (DCF).....	21
ثانياً: نموذج توزيعات الأرباح المخصصة.....	24
ثالثاً: طريقة المضاعفات.....	27
رابعاً: تقييم المؤسسة من منظور نظرية الخيارات.....	28
المبحث الثالث: كفاءة بورصة القيم وتقييم المؤسسة.....	31
المطلب الأول: مفهوم وشروط كفاءة بورصة القيم.....	31
أولاً: مفهوم بورصة القيم المنقولة والكفاءة.....	31
ثانياً: الشروط الأساسية للسوق الكفوءة.....	33
المطلب الثاني: مرتكزات وصيغ الكفاءة الاقتصادية للسوق.....	33
أولاً: مرتكزات الكفاءة الاقتصادية للسوق.....	34
ثانياً: صيغ الكفاءة الاقتصادية للسوق.....	34
ثالثاً: كيفية اختيار كفاءة السوق المالية.....	35
المطلب الثالث: علاقة كفاءة بورصة القيم بتقييم المؤسسة.....	35
أولاً : أهمية تقييم المؤسسة في الرفع من كفاءة بورصة القيم.....	36
ثانياً: دور كفاءة السوق في تقييم المؤسسة.....	37
خلاصة الفصل الأول.....	38
الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة.....	39
تمهيد.....	39
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح	
المطلب الأول: مفهوم ومحددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية.....	40
المطلب الثاني: أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح.....	42
أولاً: أشكال سياسة توزيع الأرباح.....	42
ثانياً: بدائل سياسة توزيع الأرباح.....	44
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.....	45
المبحث الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة:.....	49
المطلب الأول: المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد المطلق.....	49
أولاً: مقارنة ميلر ومدكلياني (1961) (MM).....	49
ثانياً: مقارنة فان هورن (1989) (VAN HORN).....	51

- 52.....ثالثا: مقارنة جوردن.....
- 53.....المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد.....
- 54.....أولا: مقارنة ميلر ومدكلياني.....
- ثانيا: مقارنة أو نموذج عصفور في اليد Bird in the hand Model لـ جوردن و لتر :
(1963/1962).....
- 56.....
- 57.....المطلب الثالث: تقييم نظريات التوزيعات.....
- 57.....أولا: الأسلوب البياني.....
- 59.....ثانيا: أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: MEDAF.....
- المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل اختلال
فرضيات السوق الكفاء.....
- 60.....
- 60.....المطلب الأول: التوزيعات ونظرية التفضيل الضريبي.....
- 61.....أولا: وجود الاختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم.....
- 63.....ثانيا: حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم.....
- 64.....المطلب الثاني: تفسير سياسة التوزيعات وفق نظريات المؤسسة (الوكالة، الصفقات).....
- 64.....أولا: تكلفة الصفقات وسياسة توزيع الأرباح.....
- 64.....ثانيا: نظرية تكلفة الوكالة وسياسة توزيع الأرباح.....
- 65.....المطلب الثالث: نظريات أخرى مفسرة لسياسة التوزيع.....
- 65.....أولا: نظرية المحتوى المعلوماتي أو الإشارات.....
- 72.....ثانيا: نظرية أثر الزبون.....
- 74.....خلاصة الفصل الثاني.....
- 76.....الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.....
- 77.....تمهيد:.....
- 78.....المبحث الأول: التعريف بسوق دبي المالي.....
- 78.....المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق دبي المالي.....
- 76.....أولا: لمحة عن سوق دبي المالي.....
- 81.....ثانيا: بنية الهيكل التنظيمي لسوق دبي.....
- المطلب الثاني:
- 81.....أولا: الترابط بين الأنظمة.....
- 81.....ثانيا: شروط الإدراج في السوق.....
- 83.....ثالثا: إجراءات التداول في سوق دبي المالي.....

85	المطلب الثالث: المؤشر العام لسوق دبي المالي
85	أولاً: المؤشر العام لسوق دبي المالي
86	ثانياً: ملخص الأداء المالي لسوق دبي المالي لسنة 2007-2008
81	ثالثاً: الأداء المالي لسوق دبي المالي لسنة 2007-2008
94	المبحث الثاني: تحليل واختيار الفرضيات
94	المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة
94	أولاً: عينة الدراسة
95	ثانياً: حدود الدراسة
95	ثالثاً: تصميم الدراسة
96	رابعاً: الأسلوب الإحصائي المعتمد
96	خامساً: فرضيات دراسة الحالة
97	المطلب الثاني: النماذج ومعالمها المقدرة
97	أولاً: تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد
100	المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة
102	خلاصة الفصل الثالث:
107	الخاتمة العامة:
112	قائمة المراجع:
118	الملاحق:
130	الفهرس: