جامعة قاصدي مرباح – ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

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

من إعداد الطالب: عصام دادة موسى

بعنوان

# اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم

## " دراسة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة 2012– 2013 "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :2014/06/12

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ محمد البشير غوالي (أستاذ محاضر– أ – جامعة قاصدي مرباح) رئيسا
أ.الدكتور/ عبد الغني دادن (أستاذ التعليم العالي– جامعة قاصدي مرباح) مشرفا
العربي لعروسي (أستاذ مساعد – أ – جامعة قاصدي مرباح) مناقشا

السنة الجامعية 2014/2013

## قال الله تعالى:

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا ۖ
إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾[1]

**صدق الله العظيم**

[1]- الآية 31 من سورة البقرة.

# الإهداء

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

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

كما أهديها كذلك إلى **إخوتي و أخواتي** حمَاهم **الله** وبارك فيهم، أدعو الله أن يُيَسر لهم طريق العلم .

... إلى كل أفراد عائلة " **دادةموسى** " ، " **سيبوكر** " حفظهم الله و رعاهم.

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

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

***عـــصام***

# التشكرات

## قال الله تعالى: ﴿ وَسَيَجْزِي اللَّهُ الشَّاكِرِينَ ﴾[2]

إن الحمد لله نحمده ونستعينه و نستغفره، ونشكره على كل نِعمة أنعمَها علينا ، ونحمدهُ لتوفيقنا لإتمام هذا العمل.

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

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى:

" **الصديق و الزميل/ عبد الحق قنون** " فله خالص الشكر و الامتنان على العون الممدود في سبيل انجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي، من الابتدائي إلى الجامعي، أدعو الله أن يرزُقهم السعادة في الدنيا و الآخرة.

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

***عـــصام***

[2]- سورة آل عمران، الآية 144

**مستخلص الدراسة**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم المتداولة من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار الأسهم، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 56 مؤسسة مدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع البنكي و التأمين في الفترة بين 2012-2013، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية للأسهم، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات.

وتوصلت الدراسة إلى وُجود علاقة ذات دلالة إحْصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة الأسهم عند مستوى معنوية، كذلِك إلى أن ربحية السهم و التوزيعات النقدية هما المحددان الرئيسيان لقيمة الأسهم

**الكلمات المفتاحية:**

**قيمة الأسهم، بورصة الدار البيضاء، ربحية السهم، توزيعات نقدية، أرباح محتجزة.**

## abstract

the objective of this study is testing the relationship between the dividend policy and shares market value, through estimating a model that explain the effect of this policy on the overall changes of the market's price of this shares. To tackle the present study, we needed sample of 56 enterpris listed in casablanca stock Exchange set in several sectors whith the exception of the Banking sector & Insurance sector within the period lasting between 2012-2013. as well as We tried to shed light on the most common forms of dividend policy influence on the shares market value through the use of the multiple and simple linear regression for the making of the tests.

The present study's conclusion shows a statistically significant relationship between dividend policy and the shares market value, and its show also that the earning per share and cash dividend considered as the most common forms having impact on the shares market value.

**Key words :**

Shares value, Casablanca stock exchange, Earning per share, Cash dividend, Retained earnings.

## قائمة المحتويات

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

## الفصل الأول (الجانب النظري): سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة السوقية الأسهم

تمهيد.....02
I.1. سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم.....03
I.2.الدراسات السابقة ..... 15
خلاصة الفصل .....19

## الفصل الثاني (الجانب التطبيقي): اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم

تمهيد..... 20
II.1.تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة مدخل .....21
II.2. تقديم وتفسير نتائج الدراسة.....27
خلاصة الفصل .....40

الخاتمة..... 42
الملاحق..... 45
قائمة المراجع.....58

# قائمة الجداول


| رقم الجدول | عنوان الجدول | الصفحة |
|---|---|---|
| الجدول رقم .1 | عينة الدراسة | 25 |
| الجدول رقم .2 | نتائج مصفوفة الارتباط | 28 |
| الجدول رقم .3 | انحدار قيمة الأسهم كدالة في سياسة توزيع الأرباح | 29 |
| الجدول رقم .4 | انحدار قيمة الاسهم كدالة في سياسة توزيع الأرباح | 32 |
| جدول رقم .5 | تأثير ربحية السهم على قيمة الأسهم | 35 |
| جدول رقم .6 | تأثير التوزيعات النقدية على قيمة الأسهم | 36 |
| جدول رقم .7 | تأثير الأرباح المحتجزة على قيمة الأسهم | 37 |

# قائمة الأشكال البيانية


| رقم الشكل | عنوان الشكل | الصفحة |
|---|---|---|
| الشكل البياني رقم .1 | تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية 2012-2013 | 24 |
| الشكل البياني رقم .2 | مقارنة السلسلة الأصلية و السلسة المقدرة لقيمة الأسهم. | 34 |

# قائمة الملاحق


| رقم الملحق | عنوان الملاحق | الصفحة |
|---|---|---|
| الملحق رقم (01) | الشركات المدرجة في بوصة الدار البيضاء | 45 |
| الملحق رقم (02) | معلومات أساسية حول المؤسسات عينة الدراسة | 48 |
| الملحق رقم (03) | متوسط الأسعار السوقية للسهم الواحد لكل مؤسسات عينة الدراسة | 50 |
| الملحق رقم (04) | توزيعات الأرباح لمؤسسات عينة الدراسة | 52 |
| الملحق رقم (05) | Table de distribution de loi F de FISHER-SNEDECOR | 54 |
| الملحق رقم (06) | Table de (d1) et (d2) de DURBIN & WATSON | 55 |
| الملحق رقم (07) | Table de distribution de la loi T de student | 56 |

# قائمة المصطلحات

| | | |
|---|---|---|
| نصيب السهم من النتيجة الصافية | **Benifis par action** | **BPA** |
| نصيب سهم من التوزيعات | **Dividende Par Action** | **DPA** |
| الربح المحتجز للسهم | **Reserve** | **REV** |
| موديقلياني وميلر | **Modigliani & Miller** | **M&M** |

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

**الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة الأسهم**

**تمهيد**..... 02
**المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم**..... 03
**المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة الأسهم** ..... 03
أولا: مدخل للقيمة والتقييم..... 03
ثانيا: طرق تقييم الأسهم..... 04
ثالثا: تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة..... 08
**المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح** ..... **09**
أولا: مفهوم سياسة توزيع الأرباح ..... 09
ثانيا: أنواع سياسة توزيع الأرباح ..... 10
ثالثا: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح ..... 11
**المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح**..... **13**
أولا: نظرية الفائض ..... 13
ثانيا: نظرية عدم ملاءمة التوزيعات ..... 13
ثالثا: نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد) ..... 13
رابعا: نظرية التمييز الضريبي..... 14
خامسا: نظرية الإشارة..... 14
**المبحث الثاني: الدراسات السابقة**..... **14**
**خلاصة الفصل** ..... **19**

**الفصل الثاني: اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم**

**تمهيد**.....**20**
**المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة**.....**21**
**المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة** .....**21**
أولا: تقديم بورصة المغرب..... 21
ثانيا: الشركات المدرجة.....23
ثالثا: أهم مؤشرات بورصة الدار البيضاء.....23
رابعا: تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية.....24
**المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة**.....**25**
أولا: عينة الدراسة..... 25
ثانيا: حدود الدراسة .....25
ثالثا: مصادر البيانات.....25
رابعا: متغيرات الدراسة.....26
خامسا: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة.....27
**المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة**.....**27**
**المطلب الأول:** تقديم نتائج الدراسة.....27
أولا: تحليل نتائج الارتباط .....28
ثانيا: نتائج الانحدار الخطي المتعدد.....29
ثالثا: الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر.....29
رابعا:إعادة صياغة النموذج.....32
خامسا: نتائج الانحدار البسيط ..... 35
**المطلب الأول:** تحليل وتفسير نتائج الدراسة.....38
**خلاصة الفصل** .....**40**

**الخاتمة**..... **41**
**الملاحق**..... **44**
**قائمة المراجع**.....**57**

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

**الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة الأسهم**

**تمهيد**..... 02
**المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم**..... 03
**المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة الأسهم** ..... 03
أولا: مدخل للقيمة والتقييم..... 03
ثانيا: طرق تقييم الأسهم..... 04
ثالثا: تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة..... 08
**المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح** ..... **09**
أولا: مفهوم سياسة توزيع الأرباح ..... 09
ثانيا: أنواع سياسة توزيع الأرباح ..... 10
ثالثا: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح ..... 11
**المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح**..... **13**
أولا: نظرية الفائض ..... 13
ثانيا: نظرية عدم ملاءمة التوزيعات ..... 13
ثالثا: نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد) ..... 13
رابعا: نظرية التمييز الضريبي..... 14
خامسا: نظرية الإشارة..... 14
**المبحث الثاني: الدراسات السابقة**..... **14**
**خلاصة الفصل** ..... **19**

**الفصل الثاني: اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم**

**تمهيد**.....**20**
**المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة ووصف عينة الدراسة**.....**21**
**المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة** .....**21**
أولا: تقديم بورصة المغرب..... 21
ثانيا: الشركات المدرجة.....23
ثالثا: أهم مؤشرات بورصة الدار البيضاء.....23
رابعا: تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية.....24
**المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة**.....**25**
أولا: عينة الدراسة..... 25
ثانيا: حدود الدراسة .....25
ثالثا: مصادر البيانات.....25
رابعا: متغيرات الدراسة.....26
خامسا: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة.....27
**المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة**.....**27**
**المطلب الأول:** تقديم نتائج الدراسة.....27
أولا: تحليل نتائج الارتباط .....28
ثانيا: نتائج الانحدار الخطي المتعدد.....29
ثالثا: الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر.....29
رابعا:إعادة صياغة النموذج.....32
خامسا: نتائج الانحدار البسيط ..... 35
**المطلب الأول:** تحليل وتفسير نتائج الدراسة.....38
**خلاصة الفصل** .....**40**

**الخاتمة**..... **41**
**الملاحق**..... **44**
**قائمة المراجع**.....**57**

# المقدمة

# الفصل الأول:

## سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة السوقية للأسهم

# الفصل الثاني:

## إختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم

## (دراسة تطبيقية)

# الخاتمة

# قائمة الملاحق

# قائمة المراجع

# الفهرس

## أولا. إشكالية البحث

تعتبر الأسواق المالية النقطة الأساسية لالتقاء المتعاملين الاقتصاديين من ذوي الاحتياجات المالية مع ذوي الفوائض المالية، كما ان هذه الأسواق تؤدي دورًا هامًا في الحياة المالية للمؤسسة، اذ تعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس مالها ومِعيار هام لقياس أداءها و تسعير اسهمها، كما تعتبر الأسواق المالية منبع هام للمعلومات و المؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

و لكون رأس مال المؤسسات يتكون من أسهم و التي يتم تداولها في الأسواق المالية بغرض إعطاء قيمة للمؤسسة فأن أسعار هذه الأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات منها الاقتصادية و المالية و هذا ما دفع الكثير من الباحثين الى تبيان العوامل المؤثرة على أسعار هذه الأسهم كونها المرآة العاكسة لقيمة المؤسسة.

فمند منتصف الخمسينيات من القرن المنصرم سعى الباحثون الماليون الى تبيان العلاقة بين القرارات المالية و قيمة المؤسسة فتباينت الآراء بينهم من مؤيد و معارض لتأثير هذه القرارات على قيمة الأسهم – قيمة المؤسسة- ، و من بين هذه القرارات المالية نجد سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر قرارا بيد المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها حيث تعتبر إشارة الى جمهور المستثمرين عن الوضعية المالية للمؤسسة عند القيام بعملية التوزيع مهما كان شكل هذا التوزيع، و لكون هذا القرار يؤثر على القرارت المالية الأخرى فإنه يحضي بأهمية بالغة لدى ملاك المؤسسات و مسيريها و بشكل أكبر لدى جمهور المستثمرين .

تعتبر سوق الدار البيضاء للأوراق المالية من بين أهم الأسواق العربية و خاصة في شمال إفريقيا كونها أقدمها نشأة و ما تتميز به من رسملة بورصية جعلها تصنف ضمن المراتب الخمس الأولى عربيا، كذلك لقيام المؤسسات المغربية المدرجة في هذه السوق بتوزيع للأرباح بنسب متفاوتة كل حسب الخصوصية.

و لسعينا لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم إرتاينا الى طرح الإشكالية التالية:

**ما مدى ملائمة سياسة توزيعات الأرباح للتأثير على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2013 ؟**

وبغية منا للإجابة على الإشكالية العامة تم تقسيمها الى الأسئلة التالية:

- هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من ربحية السهم و قيمة الأسهم؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من التوزيعات النقدية و قيمة الأسهم؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من احتجاز الأرباح و قيمة الأسهم؟
- أي من أشكال التوزيعات قيد الدراسة الأكثر تأثيرا على قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الدر البيضاء؟
- في ضل وجود تباين في آراء المنظرين حول ملاءمة التوزيعات من عدمه أي من النظريات التي يمكن تدعيمها في حالة بورصة الدار البيضاء؟

**ثانيا. فرضيات البحث**

- العلاقة بين ربحية السهم و القيمة السوقية للأسهم علاقة ذات دلالة إحصائية؟
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة السوقية للأسهم؟
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين احتجاز الأرباح و القيمة السوقية للأسهم؟
- تعتبر التوزيعات النقدية المتغير الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للأسهم؟

**ثالثا. مبررات اختيار الموضوع**

- محاولة اختبار النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية؛
- محاولة تبيان أثر توزيعات الأرباح على قيمة الأسهم في بورصة الدار البيضاء لمعرفة أوجه الشبه و الاختلاف مع الدراسات السابقة في أسواق أخرى؛
- رغبة الباحث في التعرض للمواضيع التي تصب في الجانب المالي و ذلك راجع للتخصص بالدرجة الأولى.

**رابعا. أهمية الموضوع**

تكمن أهمية الموضوع من خلال ارتباطه بالهدف الحديث للمؤسسات الاقتصادية و الذي جاءت به النظرية المالية الحديثة ألا و هو تعظيم قيمة المؤسسة من خلال الرفع في قيمة اسهمها، أيضا اعتبار سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية التي تهم المستثمر في اتخاد قرارته الاستثمارية، كذلك تطور البورصة، و من جانب آخر تكمن أهمية هذا البحث من خلال الدراسات في هذا المجال و اختلاف نتائجها و اراء الباحثين فيها .

**خامسا. أهداف البحث:**

- محاولة تقديم نموذج مفسر لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الدار البيضاء؛
- محاولة اختبار أي شكل من أشكال التوزيعات التي تعكس سياسة التوزيع الأرباح على قيمة الأسهم؛
- محاولة الوقوف على النظريات أكثر تفسيرا لسياسة التويعات في بورصة الدار البيضاء.

**سادسا. حدود الدراسة**

تتمثل حدود الدراسة في اختيار عينة من الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع البنكي و قطاع التأمينات خلال الفترة 2012-2013 ضنا منا أنها كافية للإجابة على الإشكاليات الفرعية و منه الإشكالية العامة.

**سابعا. منهجية الدراسة**

اعتمدنا في دراستنا الحالية على المنهج الوصفي في الفصل النظري ، و إتباع منهج التجريبي في دراسة الحالة لاختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة الأسهم و هذا باستعمال الانحدار المتعدد و البسيط و اللذان سيساعدان في الكشف عن العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **Eviews 7.0**.

**ثامنا. هيكل الدراسة**

بهدف انجاز هذا البحث و التوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية أصيلة، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبوقين بمقدمة عامة و تنتهي بخاتمة للدراسة و توصيات للأبحاث الأخرى ، و تتمثل فصول الدراسة في:

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

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

**تمهيد:**

تسعى المؤسسة حسب الكلاسيك من خلال الاقتصاد الجزئي إلى تعظيم الربح أو ما يسمى بتعظيم الثروة المالكين، غير أنه رغم التصور الضيق لهذه النظرية فهي لم تعد كافية لأن الواقع الاقتصادي يبين أن الهدف الأساسي للمؤسسة أخذ منحى أخر يندرج تحت مظلة إنشاء القيمة.

مند ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على مستوى المالي، فقد كان من الأهداف الأساسية لنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية (الاستثمار/ التمويل/توزيع الأرباح) والتي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على القيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة من طرف مؤسسة.

و تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الهامة في المؤسسة حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية و التي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة الأسهم –قيمة المؤسسة– وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها.

و نظرا للجدل القائم حول هذه السياسة وتأثيرها على قيمة الأسهم سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على الجانب النظري للسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم المدرجة في بورصة، ومن ثم إعطاء بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع و التي تم الاطلاع عليها واعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا.

## المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة الأسهم

#### الفرع الأول: مدخل للقيمة والتقييم

ليس من سهل تحديد مفهوم القيمة فقيمة الشيء مرتبط بعدد هائل من المحددات و زاويا التقييم و فترته، و للقيمة مفاهيم عدة حسب الاستخدامات و غاياتها.

**أولا/ تعريف القيمة:** إن قيمة أي أصل هي عبارة عن قيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بخصم التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل[1].

كما يوجد عدة تعاريف للقيمة حسب نوع القيمة المراد تحديدها إلا أن اهتماماتنا في الدراسة ينصب على القيمة السوقية التي تتحدد بقوى العرض و الطلب إلا أنه يمكننا الاعتماد على تعريف القيمة السوقية العادلة كونها ذلك مبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب الى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة من كافة الحقائق ذات الصلة و لا يخضع أي منهما لأي نوع من الاكراه[2].

**ثانيا/ مفهوم التقييم:** لا يرتكز تقييم الشركات على صيغة رياضية ثابتة، إذ أنه يمكنه أن يتغير بحسب تغيير نوع الشركة المعنية و بحسب دافع التقييم، كما أن التقييم كمفهوم "يعني التحليل و المراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها[3]".

كما يمكن تعريف عملية التقييم على أنها "ذلك الاجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، و ذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساس على وجود علاقة طردية بين المخاطرة و العائد المتوقع"[4].

---

[1]- فايزسليم حداد، **الإدارة المالية**، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة 2010، ص173.

2- طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة 2008، ص12-20.

[3]- مؤيد الفضل، **تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة – منهج كمي مع دراسة الحالة–** ، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009،ص 13

[4]- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص34.

**الفرع الثاني: طرق تقييم الاسهم**

تعد عملية تقييم الأسهم من التحديات التي تواجه المحلِّل المالي كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم و تنقسم الأسهم على العموم الى أسهم عادية و أسهم ممتازة، تجمع بين صفات أداة المديونية و أداة ملكية، و لكل نوع من الأسهم السابقة نماذج تقييم خاصة بها.

**أولا/ تقييم الاسهم العادية:**

إن تقدير قيمة الأسهم العادية أصعب من السندات و الأسهم الممتازة و هذا لأن المستثمر يكون غير متأكد من حجم العوائد و النمط الزمني للعوائد و معدل العائد المطلوب (Ke)[5]، مع هذا يمكننا إيجاد قيمة الأسهم العادية باستخدام مجموعة من النماذج أهمها:

**1- نموذج خصم توزيعات الأرباح:**

حسب هذا النموذج فإن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية -توزيعات الأرباح-التي من المتوقع الحصول عليها[6]، و هذا كما هو موضح في العلاقة التالية:[7]

$$VG = \frac{D1}{(1+K)} + \frac{D2}{(1+K)^2} + \frac{D\infty}{(1+K)^\infty} \ldots\ldots (1-1)$$

حيث: $V_G$ قيمة السهم العادي؛

$D_t$ : توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن؛

K: معدل العائد المطلوب في السهم العادي.

**1-1- نموذج اللانمو في التوزيعات:**

و يعد هذا النموذج من أبسط النماذج لتقييم سعر السهم العادي، حيث يفترض هذا النموذج ثبات توزيعات الأرباح، و بالتالي فإن معادلة النموذج الرئيسي تصبح كما يل $D = \ldots\ldots = {}_2D = {}_1D = D \ldots\ldots (2-1)$

5- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع القاهرة الطبعة 2006، ص50.

6- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص193.

7- أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010، ص194.

وعليه يمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم على النحو التالي:[8]

$$V_0 = \frac{D}{\mathrm{K}} \ldots\ldots (3-1)$$

حيث تبين المعادلة بأن قيمة السهم في نموذج اللانمو في التوزيعات تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح (D)مخصومة بمعدل العائد المطلوب k.

## 1-2- نموذج ذو النمو الثابت في التوزيعات:

يعتبر من أكثر النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، حيث يطلق عليه نموذج جوردن(Model Gordon) و الذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستنمو بمعدل ثابت لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب لأنه إذا كان معدل النمو أكبر من معدل العائد المطلوب لا يمكن تطبيق النموذج رياضيا، و يمكن حساب قيمة السهم العادي وفق هذا النموذج من خلال المعادلة التالي:[9]

$$P_0 = \frac{\mathrm{D}_0(1+g)}{\mathrm{K}-g} = \frac{D_1}{\mathrm{K}-g} \ldots\ldots (4-1)$$

حيث: $D_0$= التوزيعات النقدية؛

K= معدل العائد المطلوب؛

$g$= معدل نمو في توزيعات الأرباح

## 1-3- نموذج النمو المتغير في التوزيعات:

نموذج اللانمو و النمو الثابت لا يسمحان بأي تغير في معدلات نمو توزيعات الأرباح، و لأن معدلات النمو المستقبلية في توزيعات الأرباح قد تتغير صعودا أو نزولا بسبب تغير التوقعات، فإنه من المفيد أخد نموذج النمو المتغير بعين الاعتبار للسماح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير، و يمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية[10]:

8- فيصل محمود الشرورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008، ص96.

9- فايزسليم حداد،مرجع سبق ذكره، ص196.

10- نفس المرجع، ص197.

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_0(1+gs)^1}{(1+K)^1} + \left(\frac{D_m+1}{K-g_n}\right)\left(\frac{1}{(1+k)^m}\right)\ldots\ldots(5-1)$$

حيث: $g_s$=معدل النمو المتغير في التوزيعات؛

$g_n$=معدل النمو الثابت في التوزيعات؛

K= معدل العائد المطلوب؛

m=فترة النمو الغير العادي ؛

$D_m$+1 =التوزيعات للسهم العادي في الفترة m +1.

## 2- نموذج نسب السعر:

إن المحلل المالي قد يستخدم نماذج أخرى لتوسيع تحليلاته بغض النظر عن نموذج خصم التوزيعات و منها نماذج مدخل النسب السعر التي تستند الى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم، بل تعتمد أسعار الأسهم السوقية للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها الى مؤشرات محاسبية مثل ربحية السهم EPS، القيمة الدفترية للسهمBVPS و التدفق النقدي للسهم الواحدCFPS:

### 2-1 نسبة السعر الى ربحية السهم الواحد (PER)

يتم استخدام مدخل نسبة السعر الى الربح أو ما يعرف بالمضاعف، من قبل المحللين الماليين لتقدير سعر سهم الشركة في السوق ويمكن حسابه عن طريق ضربصافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة بنسبة السعر الى الربح (المضاعف).[11]

$$P_0 = PER \times EPS\ (1+g)\ldots.(6-1)$$

حيث أن PER= سعر اغلاق السهم / ربحية السهم الواحد؛

EPS = ربحية السحم الواحد؛

g= معدل النمو.

[11]- فايزسليم حداد، مرجع سبق ذكره ، ص201.

### 2-2 نسبة السعر الى التدفق النقدي

يقصد بالتدفق النقدي صافي الربح مضافا إليه قسط الإهتلاك السنوي، و يفضل بعض المحللين الماليين النظر الى التدفق النقدي للسهم الواحد عند تقييم الأسهم العادية، كونه أكثر دلالة من صافي الربح عند تقييم الأداء المالي للشركات، إن مؤشر نسبة P/ CFPS يمكن أن تكون دالة لنوعية الأرباح و المقصود بالنوعية أن الأرباح المحاسبية تعكس التدفق النقدي الفعلي و ليس ارقام محاسبية فقط، و لذلك هذه النسبة هي دالة لمعدل النمو في الأرباح، و تحصيل حاصل الى معدل النمو في التدفق النقدي و تحسب وفق العلاقة التالية[12]:

$$PCR = \frac{MP}{C_0} = Times....(7-1)$$

$$P_0 = PCR \times C_0\,(1+g).....(8-1)$$

حيث أن:

PCR= معامل دوران التدفق النقدي؛

MP= القيمة السوقية؛

$C_0$= التدفق النقدي؛

g= معدل النمو.

### 3-2 نسبة السعر الى القيمة الدفترية

تعتمد هذه النسبة على المقياس المحاسبي لثروة السهم الواحد، ويطلق عليها في بعض الأحيان نسبة السوق الى القيمة الدفترية و يرمز لها بP /BVو هناك اعتقاد سائد بين المحللين الماليين و عموم المستثمرين أن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمة الدفترية على الأقل في الأجل الطويل و عليه فأن نسبة P /BV مؤشر لقدرة المؤسسة على خلق الثروة لحملة الأسهم، لذلك كلما كانP /BV >1 فأن الشركة قادرة على خلق الثروة و العكس، و من ذلك فإنه مؤشر لضعف قدرة الشركة على خلق الثروة و يمكن حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية[13]:

[12]- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره،ص 206.

[13]- نفس المرجع، 207.

$$P_0 = \frac{\mathrm{MP}}{\mathrm{BV}_0} \times BV_0(1+g).....(9-1)$$

حيث: $BV_0$ : القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية؛

MP= القيمة السوقية؛

g = معدل النمو.

**ثانيا/ تقييم الأسهم الممتازة**

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند و السهم العادي، و ذلك لأن صاحب السهم الممتاز يحصل على عائد ثابت سنويا، و لذلك فهو يمثل التزاما ثابتا كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال و اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة و أصولها، و يتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها و الذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الإسمية و بالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة، و يعود هذا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة و ثباتها و نظرا لأن الأسهم الممتازة دائمة و مستمرة فإن قيمتها هي ببساطة أرباح الأسهم السنوية المعلن عنها مقسومة على معدل العائد المطلوب على الأسهم الممتازة ($K_P$) و هذا من خلال المعادلة التالية:[14]

$$\text{القيمة الحالية للسهم الممتاز} = \frac{\text{توزيعات الممتازة}}{\text{معدل العائد المطلوب}}.....(10-1)$$

**الفرع الثالث:تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة**

يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للفرع في رأس المال، و معيار هام تتحدد من خلاله القيمة السوقية، كما يعتبر مصدر هام للمعلومات و المؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة.

[14]- طارق عبد العال حماد،مرجع سابق ذكره، ص49.

لقد تبين لنا أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل لأنه يتجاهل عدة عناصر هامة و هي توقيت العائد، و التدفقات النقدية، و المخاطرة، لذلك لابد من الاعتماد على هدف آخر يستوعب جميع العوامل السابقة و بشكل عام فإن القرارات المالية لابد أن يتم اتخاذها في ضوء تحقيق هدف تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقه باستمرار و هو تطوير و توزيع الموارد المتاحة بكفاءة على مدى الطويل من أجل تعظيم قيمة الشركة و بالتالي تعظيم ثروة المالكين و لا شك بأن تطبيق هذا الهدف يكون من خلال تعظيم أسعار أسهم الشركة في السوق لأنه و في أي لحظة زمنية فإن هذه الأسعار تعكس قيمة الشركة.[15]

هذا يعني بأن تعظيم القيمة السوقية للشركة هو نتاج أو محطة للقرارات المالية التي يقوم مدير المالي باتخاذها في مجال الاستثمار و التمويل آخذا مفهوم المبادلة بين العوائد و المخاطر بعين الاعتبار و كما هو معروف فإن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية، بمعنى أن المستثمرون يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية لكن في المقابل عوائد متوقعة عالية، و يقبلون على الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة في المقابل عوائد متوقعة منخفضة.[16]

## المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح

### الفرع الاول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، و تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".[17]

كما يمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها: جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية

[15]- فايزسليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص18.

[16]- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، **التسيير المالي "الإدارة المالية"**، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص39.

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

احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة[18].

**الفرع الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح**

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

1. **التوزيعات النقدية**: و تنقسم هذه التوزيعات الى ثلاث أنواع: [19]

- **توزيعات الأرباح الثابتة**: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة، و يمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم، و يكمن إشكال هذه السياسة في أنه إذا انخفضت الأرباح فذلك سيؤدي الى انخفاض التوزيعات أو عدم التوزيع من الشركة و نظرا لكون التوزيعات مؤشرا على أحوال الشركة فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق.
- **توزيع الأرباح منتظمة**: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية، حيث يعتبر المساهمين هذه السياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية.
- **توزيعات الأرباح منخفضة و متزايدة**: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ منخفضة، و تقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، و تستخدم هذه السياسة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

2. **التوزيعات في شكل أسهم**: و ينقسم هذا النوع من التوزيعات الى نوعين:

أ- **التوزيعات على شكل أسهم مجانية**: يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة

---

[18]- علي بن ضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008 –2006**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.

[19]- فايزسليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص

و من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض للقيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.[20]

ب- **تخفيض القيمة الإسمية للسهم**: قد تلجأ الشركة الى تخفيض القيمة الإسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه بتجزئة الأسهم و تتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية على أنها تهدف في النهاية الى تخفيض القيمة السوقية للسهم ، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين.[21]

ت- **إعادة شراء الأسهم العادية**: قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها و مثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية و هي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق فقد يشترى من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، و قد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم بسعر محدد و بصفة عامة تحدث مالية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية[22].

**الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح**

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

- ✓ **القوانين التنظيمية**: تخضع الشركات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون الشركات و قانون هيئة سوق الأوراق المالية أنظمتها و تعليماتها، و فيما يتعلق بتوزيع الأرباح فمعظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني و الذي يقاس بالقيمة الإسمية للأسهم العادية و في بعض الدول يضاف الى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة ماليا أو مفلسة قانونيا[23].

[20]- منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 722.

[21]- نفس المرجع،ص 725.

[22]- عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل و الإدارة المالية**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر،2002 ص204.

[23]- فايزسليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص310.

- ✓ **عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة:** من الواضح أنه إذا كانت الشركة ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا و من ناحية أخرى إذ ما توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.[24]
- ✓ **الشروط و الاعتبارات التعاقدية:** قد تتضمن الاتفاقات و العقود المبرمة بين المنظمة و الدائنين أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف الشركة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل.[25]
- ✓ **الضرائب الشخصية على دخل المساهم:** يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح و المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات و يعني هذا أن النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية.[26]
- ✓ **اعتبارات السوق:** إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، حيث المساهمين غالبا ما ينظرون الى دفع الأرباح كإشارة عن اداء الشركة المستقبلي فسياسة توزيع الأرباح المستقرة و الثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للشركة، و بالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية و بالتالي انخفاض سعر سهم الشركة في السوق.[27]

---

[24]- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص204.

[25]- عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية، مدخل اتخاد القرارات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر،2007، ص241.

[26]- عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل و الإدارة المالية**، مرجع سبق ذكره، **ص205**.

[27]- فايزسليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص313.

## المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

### الفرع الأول: نظرية الفائض

من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة هي نظرية المتبقي أي الفائض [28]، حيث تقوم هذه النظرية على عدم توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون قد قامت بتمويل كافة المشاريع الاستثمارية المربحة، أي أن الشركة تقوم بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت فيها بعد أخد كل المشاريع المجدية اقتصاديا لشركة.[29]

### الفرع الثاني: نظرية عدم ملاءمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية هما موديغلياني وميلر "M&M"سنة1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة و ليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح و أكدا أن كفاءة الاستثمار هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين، و أن أسلوب تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة و للإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الافتراضات الغير واقعية و الغير قابلة للتطبيق العملي[30].

### الفرع الثالث: نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد)

تنسب هذه النظرية الى "ميرون غوردن وجون لتنر"، و جاءت على نقد و اعتراض لفرضية "موديغلياني و ميلر" التي قامت عليها النظرية و هي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و القيمة السوقية، و الذين اقترحوا أن هنالك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في التويعات الأرباح و قيمتها السوقية، و أساس هذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد و التي يرون فيها أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية.[31]

---

[28]- حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص625.

[29]- فايزسليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص309.

[30]- بريش عبد القادر وب دروني عيسى، **محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائري**ة، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، 2013، ص13.

[31]- لمزيد من التفصيل أنظر:

– فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص309.

– عدنان تاية النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية النظرية والتطبيق**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص456.

**الفرع الرابع: نظرية التمييز الضريبي**

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على المستثمر و التي تبناها "ليزن بيرجي و راما سواني" ترفض نظرية عدم ملاءمة التوزيعات في حين تأخد مركزا مضادا مع النظرية السابقة و هي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة حيث تقوم على مبداءان المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها بسب التميز الضريبي و الذي يرجح الأرباح الرأس مالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بمقارنة بالضريبة على التوزيعات، و وفقا لنظرية التميز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية الى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة الأسهم، و من ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة[32].

**الفرع الخامس: نظرية الإشارة**

هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض و أصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية و كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، و في المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية،كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقيم التغيرات في توزيعات الأرباح و سعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.[33]

**المبحث الثاني: الدراسات السابقة**

بعدأن تطرقنا الى الجانب النظري لموضوع الدراسة وجب علينا تقديم أهم الدراسات السابقة و التي تم الاطلاع عليها و المتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج التي تما الوصل إليها و المناهج المستعملة و هذا بهدف مناقشتها و مقارنتها بالنتائج المتوصل إليها في دراستنا، فقد نال الموضوع قيد الدراسة قدر كبير من الاهتمام على المستوى الأكاديمي نظرا لأهميته بالنسبة للمؤسسات و المستثمرين إضافة الى اختلاف خصائص الأسواق المالية و اختلاف أحجام الشركات.

[32]- زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص85.

[33]- بريش عبد القادر و بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص16.

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

**1. دراسة:**

Imad Zeyad Ramadan, **Dividendpolicy and pricevolatility, empircal evidence from jordan,** International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.

هدفت هذه الدراسة الى تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات الصناعية من خلال دراسة عينة مكنة من 77 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان- الأردن- للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2011 حيث اعتمد الباحث على تحليل الارتباط بين المتغيرات و أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إضافة الى تقديم نموذج باستخدام الانحدار المتعدد، توصل الباحث الى أن كل من ربحية السهم و التوزيعات النقدية على علاقة عكسية مع قيمة أسهم الشركات الصناعية و أن مديري الشركات الصناعية الأردنية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح التي تناسب المستثمرين.

من خلال هذا التقديم نقول أن الدراسة اعتمدت على المتغيرات " ربحية الأسهم و التوزيعات النقدية" كمتغيرات مستقلة لتفسير تقلبات الأسهم إلا أن هذه الدراسة أغفلت دور احتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة و الذي سنعتمده في دراستنا اضافة الى المتغيران " ربحية السهم و التوزيعات النقدية".

**2. دراسة:** عبد الحق قنون، **"دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية- دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية-خلال الفترة 2011-2012"**، مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تباين و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -**قيمة المؤسسة**- ، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، و هذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات، و خلُصت هذِه الدراسة إلى وُجود علاقة ذات دلالة إحْصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلِك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

أغفل الباحث في هذه الدراسة تبيان العلاقة بين ربحية السهم بالقيمة السوقية للسهم – قيمة المؤسسة–حيث تعتبر ربحية السهم مؤشرا لمقدار الثروة التي سيحصل عليها المستثمر.

**3. دراسة:**

Zuriawati Zakaria joriah Muhammad abdulhadi Zulikifli, **The Impact of dividend policy on the shar price volatility: malaysian construction and material companies**, Internationa journal of economics and management science, vol.2, No, 2012.

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العملة مجال البناء و المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005–2011 و اعتمد الباحث على الانحدار المتعدد لتقديم نموذج مفسر للظاهرة ، و توصلت الدراسة الى أن لتوزيعات النقدية و حجم المؤسسة هما المحددان الأساسيان لقيمة الأسهم حيث أنهما على علاقة إحصائية موجبة مع قيمة الأسهم و أن الرفع المالي على علاقة عكسية مع قيمة السهم ، كذلك توصل الباحث الى أن ربحية السهم ، معدل النمو، و تقلبات الأرباح ليست لها دلالة إحصائية ولا تفسر تقلبات الأسهم.

في هذه الدراسة اعتمد الباحث على المتغيرات " حجم المؤسسة، الرفع المالي، معدل النمو و تقلبات الأسهم" كمؤشرات محددة لسياسة توزيع الأرباح و مكملة للدراسة، إلا أن دراستنا سترتكز فقط على المتغيرات " ربحية السهم، التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح" و علاقتها بقيمة الأسهم ضنا منا أنها كافية للدراسة.

**4. دراسة:**

Mohammad hashemijoo, Aref Mahdaviardekani, Najat younesi, **The impact of dividendpolicy on sharepricevolatility in the Malaysian stock market**, Journal of business studies quarterly, vol.4, No.1, 2012

قام الباحثون في هذه الدراسة باختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و تقلبات أسهم شركات المنتجات الاستهلاكية و هذا من خلال دراسة عينة مكونة من 84 شركة مدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005–2010 اعتمادا على الانحدار المتعدد و البسيط لتفسير العلاقة بين المتغيرات.

و توصلت الدراسة الى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة" ربحية السهم و التوزيعات النقدية" و قيمة الأسهم و أن التوزيعات النقدية يعتبر الأكثر تأثيرا على تقلبات الأسهم.

اعتمدت هذه الدراسة على نفس المتغيرات " ربحية السهم و التوزيعات النقدية" باستثناء احتجاز الأرباح و الذي يعتبر أحد أشكال سياسة توزيع الأرباح و الذي يساعد في فهم السياسة الاستثمارية و التمويل الداخلي للمؤسسة.

**5. دراسة**: عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، " **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة – حالة المؤشر CAC 40 –خلال الفترة الممتدة ما بين 2007و2009**«، مجلة الباحث العدد 2012/10.

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

نقول أن هذه الدراسة ألمت بأهم أشكال سياسة توزيع الأرباح المستعملة من طرف الشركات إلا أن دراستنا لم تعتمد على المتغير " إعادة شراء الأسهم" كونه غير مستعمل خلال فترة الدراسة.

**6. دراسة**: خديجة خوخي، "**دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة – دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي–لفترة2007/2008**"«مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2012»

هدفت هذه الدراسة الى 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 الى 2008 موزعة على عدة قطاعات مختلفة ماعد القطاع المالي، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، حيث توصلت الدراسة الى أن سوق دبي للأوراق المالية يعد من بين أهم الأسواق العربية، و الى أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم في كلتا السنتين، حيث أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إيجابية عند مستوى 0.05 على قيمة المؤسسة.

و من خلال تقديمنا للدراسات التي تم الاطلاع عليها نلاحظ أنها اختلف في النتائج المتوصل إليها و هذا بسبب اختلاف أشكال سياسة توزيع الأرباح من طرف المؤسسات و خصائص الأسواق التي تنشط فيها و نلاحظ كذلك أن هذه الدراسات اعتمدت على عدة متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح، إلا أن الدراسة التي نحن بصدد القيام بها سنعتمد على المتغيرات" ربحية السهم، التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح" كون أن التوزيعات النقدية و الاحتجاز يعتبران الشكلان المعتمدان في سوق الدار البيضاء بالمغرب.

## خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل و بشكل موجز الى سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة الأسهم، و هذا بالتطرق الى مفاهيم عامة حول قيمة الأسهم و طرق تقييمها و التي تتحدد من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل، مرورا بهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها و التي جاءت به النظرية المالية الحديثة من خلال النقد الموجه للفكر الاقتصادي و الذي يعتبر بأن الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم أرباحها و الذي يعود عليها بارتفاع في قيمتها، كما تم التطرق لسياسة توزيع الأرباح و هي قرار يعود للمؤسسة من حيث المفاضلة بين توزيع الأرباح أو الاحتفاظ بها أي احتجازها بغرض استثمارها حيث يوجد عدة أشكال لهذه التوزيعات منها توزيعات نقدية و أخرى توزيعات في شكل أسهم.

و بمأن هذا الموضوع نال أهمية كبيرة و أثار اهتمامات مفكري الإدارة المالية حول ما إذ كانت سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة الأسهم أم لا، حيث وجدت العديد من التيارات التي ساقتها مجموعة من النظريات و التي كان الإشكال بينها حول هذه التوزيعات، فمنها من يعتبرها عملية لابد منها حيث يبني اعتقدته على أن القيام بها سيؤثر و بشكل مباشر على قيمة الأسهم "قيمة المؤسسة" في حين يرى البعض الاخر انها ليس لها ادنى علاقة بقيمة السوقية للأسهم فتوزيعات الأرباح أو احتجازها ليس له أي تأثير على أسعار الأسهم السوقية، و في الأخير تناولنا أهم الدراسات التي انصبت حول هذا الموضوع و التي اختلفت الآراء فيها من خلال اختلاف نتائجها و خصائص المنطقة و الأسواق قيد الدراسة.

من خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى لنا أن نقوم بدراسة الحالة لتبيان الآراء و النظريات حول سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم هذا من خلال الفصل التالي و الذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع.

**تمهيد:**

بعد التطرق الى الجانب النظري من خلال إلقاء نظرة إلى الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح و قيمة الأسهم و العديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الأسهم باختبار عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الدار البيضاء لأوراق المالية.

و من أجل تحقيق هذا الهدف سنقوم بدراسة اختبارية بين العلاقة للموجودة بين السياسة توزيع الأرباح و قيمة الأسهم من خلال تطبيق انحدار الخطي المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير متغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم، كذلك استعمال انحدار الخطي البسيط لكشف من هو المتغير الأكثر تأثيرا على قيمة الأسهم و المحدد الأساسي لها.

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

## المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة

### المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة

بورصة دار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة و إدارة عامة ، و هي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد و المالية و تزاول نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة[33].

#### الفرع الأول: تقديم بورصة المغرب

تعود مرحلة تأسيس بوصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 و كانت تحمل اندالك اسم " مكتب مقاصة القيم المنقولة "حيث أن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة و وضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم و سير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة و غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتمام متزايد، و قد تم وضع مبادرة سنة 1967 لتدارك هذا العجز و أصبح للسوق المالي المغربي خاصية تخضع لتنظيم قانوني و تقني، إثر هذه المبادرة ، و تحديدا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج لتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، و قد مكن هذا البرنامج من تعريز توازنات الأساسية و التحكم في مشكل الدين و التضخم، سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال و تعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص قانونية مؤسسة.

يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
- الترخيص لشركة البورصة، كوسطاء المتخصصين، و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، و هم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، و هي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسير بورصة القيم، و يملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

33-http://www.aitmelloul24.net/news15.html2014/04/27 :تاريخ الاطلاع

و من أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية و المحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993 و قد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها، و في سنة 2000، تغير إسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية و مجلس رقابة و في سنة 2007 بادرت بورصة دار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحولات الهامة التي تشهدها.

في ديسمبر2008 أنشئت بورصة الدار البيضاء " لجنة متابعة " من أجل تعديل النظام الإداري للشركة و اعتماد مجلس إدارة عامة عوض نمط المعتمدة منذ 2008 في شكل إدارة جماعية و مجلس رقابة.

في أفريل 2009 تم اعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة و إدارة عامة[34].

**أهداف بورصة دار البيضاء**

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها و تطبيقا لمهام التي أسندت إليها، رؤية وضحة و طموحات لأهدافها و هي كالتالي:[35]

1. مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال مساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين و الجهات المصدرة؛
2. تلبية حاجيات الفاعلين في السوق و تطوير سوق البورصة؛
3. إحتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا.

**مهام بورصة دار البيضاء**

تمكن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير تطوير و تشجيع سوق البورصة المغربي، و ذلك من خلال مراقبة و رصد حصة التداول؛

- إصدار و نشر معلومات السوق؛
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة و عند تنفيذ عملياتهم المالية؛
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف؛
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء؛

[34]- موقع بورصة الدار البيضاء، http: //www.casablanca-bourse.com/bourseweb/a r/content.aspx ?ldlink=110&cat=1 تاريخالاطلاع:2014/04/28

[35]- http://www.aitmelloul24.net/news15.html2014/04/27 : تاريخ الاطلاع

- توزيع الأسهم حيث يبلغ الرأسمال المسجل لبورصة الدار البيضاء ما يناهز 19020800 درهم تمتلكه بحصص متساوية شركات البورصة الناشطة في سوق البورصة المغربية.

**الفرع الثاني: الشركات المدرجة**

بلغة عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء في ديسمبر 2012 إلى 74 شركة مقابل عددها عند افتتاح السوق في سنة 1929، و قد تطور إدراج الشركات في السوق المغربية منذ افتتاحها.

**الفرع الثالث: أهم مؤشرات بورصة دار البيضاء**

تضم بورصة دار البيضاء أكثر من مؤشر و هي كالتالي:

**مازي عائم**: هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، أي أنه لا يشمل السندات و المنتجات المالية المشتقة، فعندما يسجل مازي ارتفاعا بنسبة 2% هذا يعني أن معدل تغير قيم أسهم الشركات ارتفع بنسبة 2%، لكن لا يعني أن كل الشركات ارتفعت بنفس القيمة، ولكن هنالك أسهم شركات حققت ارتفاعا و أخرى انخفضا و أخرى ربما لم تتغير، و هذا ما يفسر تقديمهم لجدول يبين أهم الارتفاعات المسجلة و أهم الانخفاضات المسجلة.

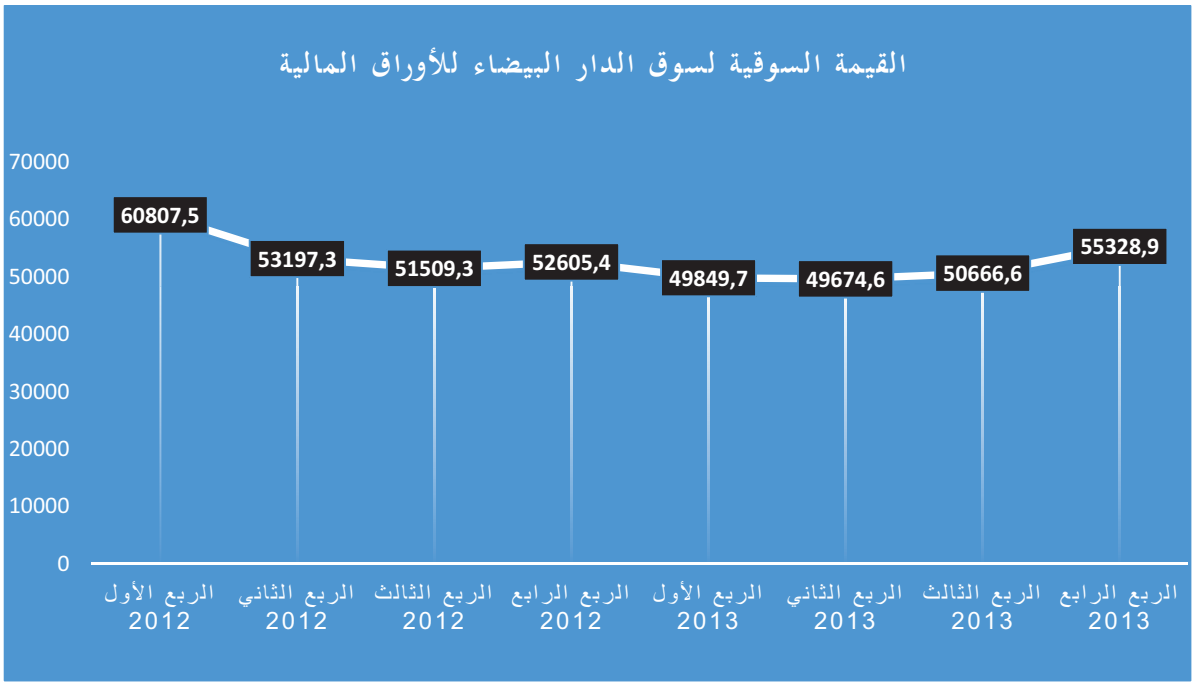
**مادكس عائم**: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستثمر، أي أنه لا يقتصر فقط على الأسهم بل يضم الأنواع الأخرى، لكنه يقتصر فقط على القيم التي يتم تداولها بشكل مستثمر في بوصة الدار البيضاء.

و يمثل مادكس معدل التغيير أو التقلب القيم الخاضعة للتداول المستمر بغض النظر هل هي أسهم أم أشكال مالية أخرى، فعندما يسجل مادكس مثلا انخفاضا بـ 2%، يعني أن القيم المالية التي يتم تداولها (بيعها أو شراءها) باستمرار قد حققت معدل تقلب ناقص2%، وما قلناه على مازي ينطبق على مادكس، و هو أنه مجرد معدل و لا يعني أن كل القيم حققت نفس الرقم، لكنها حققت أرقام مختلفة و التي أعطت معدل ناقص2%.

**مؤشرات قطاعية**: هو مؤشر مدمج يتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع، أهمية هذا النوع من المؤشرات أنه يتابع التغيرات حسب قطاعاتها: البنوك، التأمينات، المناجم، العقار، الكيماويات، البناء و مواد البناء....

**الفرع الرابع: تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية 2012-2013**

**الشكل البياني رقم (01): تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء للأوراق المالية 2012-2013**




من خلال الشكل البياني الذي يبين تطور القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء نلاحظ أن القيمة السوقية بلغت 60807.5 مليون دولار في الربع الأول من سنة 2012 أما في الربع الثاني من نفس السنة فكان هناك انخفاض بنسبة 12.51%حيث بلغت القيمة 53197.3 مليون دولار و تواصل هذا الانخفاض في الربع الثالث بنسبة 3.17% مقارنة بالربع الثاني إلا أن في الربع الرابع من نفس السنة كان هناك ارتفاع طفيف بنسبة 2.13% مقارنة بالربع الثالث حيث وصلت قيمة الأسهم في البورصة الى 52605.4مليون دولار[36].

أما في سنة 2013 تراجعت القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء بنسبة 5.23% مقارنة بالربع الأخير من سنة 2012 حيث بلغت القيمة في الربع الأول من السنة (2013) 49849.7 مليون دولار أما في الربع الثاني و الربع الثالث فكان هناك استقرار للقيمة، حيث بلغت 49674.6 مليون دولار في الربع الثاني و50666.6 في الربع الثالث[37].

أما الربع الأخير بلغت القيمة السوقية فيه 55328.9 مليون دولار بارتفاع قدر ب 9.20% مقارنة بالربع الثالث من نفس السنة.

[36]- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، سنة 2012، العدد 68،69،70،71،72.

[37]- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، سنة2013، العدد 73،74،75.

## المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة

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

### الفرع الأول: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 56 مؤسسة مدرجة في سوق المغرب للأوراق المالية –بورصة الدار البيضاء– موزعة على عدة قطاعات باستثناء مؤسسات القطاع المالي و قطاع التأمين التي تم استبعادها كما يبنه الجدول التالي:

**الجدول رقم (01): عينة الدراسة**

| القطاع | الخدماتي | الصناعي | العقاري | الاتصالات | النقل | المجموع |
|---|---|---|---|---|---|---|
| عدد المؤسسات | 23 | 26 | 4 | 1 | 2 | 56 |
| نسبة المؤسسات من العينة | %40.35 | %46.42 | %7.01 | %1.75 | %3.50 | %100 |

**المصدر: من إعداد الطالب**

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

- لم تقم بتوقيف تداول أسهمها خلال الفترة؛
- لم تقم هذه المؤسسات بعملية اندماج خلال الفترة؛
- أن تكون الملفات البيانية المنشورة عليها من النوع PDF.

### الفرع الثاني: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة بين 2012-2013 و التي تعتبر فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة " سياسة توزيع الأرباح " على المتغير التابع " قيمة الأسهم " أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية.

### الفرع الثالث: مصادر البيانات

تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الإلكترونية الخاصة بالمؤسسات قيد الدراسة و بورصة الدار البيضاء، و التي تنشرها لكونها معتمدة و مدققة، تتمتع بمصداقية معقولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسات تجريبية.

**الفرع الرابع: متغيرات الدراسة**

**ا –المتغير التابع:**

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة، من أجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم للمؤسسات للفترة الممتدة بين 2012-2013 هذا من خلال أخد مشاهدات أسبوعية لأسعار الأسهم، و تعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة و مدى إمكانية نموها و استمرارها.

**ب –المتغيرات المستقلة**

على ضوء تحليل الدراسة و أهدافها تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح وتتمثل فيما يلي:

1- **نصيب السهم من النتيجة الصافيةBPA:** (ربحية السهم) يمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة و يعتبر مؤشرا لمقدار الثروة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.

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

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

4- **الخطأ العشوائي**: يرجع وجود حد الخطأ العشوائي إلى عدة أسباب منها:[38]

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تتوفر على المتغير في النموذج؛
- الصياغة الرياضية غير سليمة للنموذج؛
- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات و قياس المتغيرات المالية.

[38] -سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر**، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2005، ص97

**الفرع الرابع: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة**

تم في هذه الدراسة الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لاختبار الفرضيات الدراسة، و دراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة و المستقلة و قياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، و من أجل ذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 7.0.

**المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة**

**المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة**

نهدف من خلال هذه الدراسة الى بناء نموذج احصائي يبين المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم للشركات المدرجة من خلال إيجاد المعاملات $\beta_0$،$\beta_1$،$\beta_2$،$\beta_3$ و أحسن طريقة لذلك هي طريقة المربعات الصغرى و التي تهدف الى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتذنئة مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية و المقدرة.

✓ إيجاد المعاملات بواسطة مربعات الصغرى:

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

$$PRIX_{it}= \beta_0+\beta_1 BPA_{ti-1} + \beta_2 DPA_{it-1} + \beta_3 REV_{it-1}+\varepsilon_t \ldots (1-2)$$

حيث:

PRIX = سعر السهم السوقي ؛

BPA = نصيب السهم من النتيجة الصافية ؛

DPA = نصيب السهم من التوزيعات النقدية ؛

REV = الربح المحتجز للسهم ؛

ε = الخطأ العشوائي.

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

يكمن هدف الدراسة في تصور نموذج لتفسير الظاهرة محل الدراسة و كذلك تقدير و اختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة و هي المرحلة الإحصائية في الاقتصاد القياسي بغية دراسة مدى وجود علاقة إحصائية بين متغيرات الدراسة و منه سنقوم باختبار النموذج على المستوى الإحصائية و على المستوى الاقتصادي.

**الفرع الأول: تحليل نتائج الارتباط**

الجدول ادناه يوضح نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة منها المتغيرات المستقلة (BPA-DPA-REV) والمتغير التابع (PRIX).

**الجدول رقم (02): نتائج الارتباط**

| | PRIX | BPA | DPA | REV |
|---|---|---|---|---|
| PRIX | 1 | 0.805 | 0.792 | 0.663 |
| BPA | | 1 | 0.811 | 0.758 |
| DPA | | | 1 | 0.509 |
| REV | | | | 1 |

**المصدر: من اعداد الطالب باستخدام برنامج spss17.0**

من خلال نتائج الجدول أعلاه و الذي يبين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات المغربية المسعرة محل الدراسة عن وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع PRIX«قيمة الأسهم» و المتغيرات المستقلةBPA -DPA- REV حيث بلغت معاملات الارتباط 80.5%، 79.2%،66.3% على التوالي.

كذلك يبين جدول الارتباط وجود علاقة متوسطة نسبيا بين كل من ربحية السهم، و التوزيعات النقدية و الأرباح المحتجزة حيث بلغ معامل الارتباط 81.8%و75.8%و50.9% على التوالي.

### الفرع الثاني: نتائج الانحدار الخطي المتعدد

**الجدول رقم (03):انحدار قيمة الأسهم كدالة في سياسة توزيع الأرباح**

Dependent Variable : PRIX
Method: Least Squares
Date : 01/05/14 Time : 17:17
Sample: 1 56
Included observations : 56

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 168.4055 | 67.47257 | 2.495911 | 0.0158 |
| BPA | 2.430251 | 1.831655 | 1.326806 | 0.1904 |
| DPA | 9.352994 | 2.479189 | 3.772602 | 0.0004 |
| REV | 6.310323 | 2.969039 | 2.125376 | 0.0383 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.728396 | Mean dependent var | 606.8576 |
| Adjusted R-squared | 0.712727 | S.D. dependent var | 702.2285 |
| S.E. of regression | 376.3796 | Akaike info criterion | 14.76782 |
| Sum squared resid | 7366402. | Schwarz criterion | 14.91249 |
| Log likelihood | -409.4990 | Hannan-Quinn criter. | 14.82391 |
| F-statistic | 46.48511 | Durbin-Watson stat | 1.778328 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

**المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج Eviews7.0**

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

$$\mathbf{PRIX = 128.4055 + 2.4303\ BPA_{it-1} + 9.3530\ DPA_{it-1} + 6.3104\ REV_{it-1} \ldots (2-2)}$$

### الفرع الثالث: الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر

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

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

**أولا: اختبار جودة التوثيق**

يعتمد اختبار جودة التوثيق على معامل التحديد المتعدد و الذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك مراعاة معامل التحديد المصحح Aduste R-squared و الذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي.

و من خلال نتائج النموذج أعلاه، يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة تفسر 72.83%من التغيرات الكلية للمتغير التابع «قيمة الأسهم» حيث بلغ معامل التحديد 72.83%و معامل التحديد المصحح71.27%.

**ثانيا: اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة**

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

و لاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين:

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

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

حيث يمكننا قبول احداهما و رفض الأخرى اعتمادا على اختبارات ستودنت.

انطلاقا من جدول رقم (03) نجد أن قيمة t-stat للمتغير BPA أقل من القيمة المجدولة لتوزيع ستودنت المقدرة ب2 حيث قدرة القيمة المحسوبة ب 1.326806 كما أن قيمة الاحتمال المرفق للقيمة المحسوبة t–stat أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% و منه نرفض الفرضية $H_1$ و نقبل فرضية $H_0$ أي أن $\beta_1$ لا يختلف معنويا عن 0 و بالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرBPA ربحية السهم و المتغير التابع PRIX قيمة الأسهم.

و بالنسبة للمتغير المستقل الثاني DPA نلاحظ من خلال النتائج أعلاه أن القيمة الإحصائية t-stat المرفقة له أكبر من القيمة المجدولة 3.772602>2 و هذا ما تؤكده القيمة الاحتمالية المرفقة ل t-stat حيث تعتبر أقل تماما من مستوى المعنوية prob =0.0004<0.05 ومنه نقبل الفرضية $H_1$ و نرفض الفرضية $H_0$

أي$\beta_2$ يختلف معنويا عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرDPA و المتغير PRIX.

و نلاحظ كذلك من خلال نتائج الجدول أعلاه أن القيمة الإحصائية للمتغير المستقل الأخير REV أكبر من القيمة المجدولة أي 2 <2.125376 كذلك ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت prob=0.0383 أقل تماما من المعنوية الإحصائية 0.05، ومنه نقبل الفرضية $H_0$ أي $\beta_3$ يختلف معنويا عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير REV و المتغير PRIX.

**ثالثا: اختبار المعنوية الكلية للنموذج**

يمكن إختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر، و يتم مقارنة Fc بقيمة فيشر المجدولة $(k ,n-k-1,\alpha)$[39].

و من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة فيشر Fc =46.48511 أكبر تماما من القيمة الإحصائية المجدولة لفيشر و التي تقدر ب$F(3,52,0.05) = 2.76$، و من خلال القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية و التي قدرت بـ $Prob(F\text{-}stat) = 0.0000$، و الذي هو أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 و منه نرفض الفرضية $H_0$ و نقبل الفرضية $H_1$ أي أن المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية باستثناء المتغير المستقل BPA و الذي ليس له معنوية إحصائية.

من خلال النتائج الأولية المتوصل إليها في هذه الدراسة و التي توصلت الى أن المتغير المستقل BPA و الذي ليس له معنوية إحصائية حيث لا يفسر الظاهرة المدروسة، و بناءا على هذا سنقوم باستبعاد هذا المتغير ضنا منا الحصول على نموذج أكثر تفسيرا للظاهرة المدروسة.

[39]- محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات وتطبيقات"**، دار مكتب حامد لنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص74.

**الفرع الرابع: إعادة صياغة النموذج**

سنقوم في هذه المرحلة بإعادة صياغة النموذج بعد استبعاد المتغير المستقل BPA بغرض الحصول على نموذج أكثر تفسيرا للظاهرة المدروسة.

**الجدول رقم (04): انحدار قيمة الأسهم كدالة في سياسة توزيع الأرباح**

Dependent Variable : PRIX
Method: Least Squares
Date : 01/05/14 Time : 17:18
Sample: 1 56
Included observations : 56

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 141.1849 | 64.73736 | 2.180888 | 0.0337 |
| DPA | 11.84189 | 1.632560 | 7.253570 | 0.0000 |
| REV | 9.009048 | 2.178336 | 4.135747 | 0.0001 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.719201 | Mean dependent var | 606.8576 |
| Adjusted R-squared | 0.708605 | S.D. dependent var | 702.2285 |
| S.E. of regression | 379.0700 | Akaike info criterion | 14.76540 |
| Sum squared resid | 7615785. | Schwarz criterion | 14.87390 |
| Log likelihood | -410.4313 | Hannan-Quinn criter. | 14.80747 |
| F-statistic | 67.87365 | Durbin-Watson stat | 1.730477 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

**المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على برنامج Eviews7.0**

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

$$PRIX = 141.1849 + 11.84189DPA_{it-1} + 9.009048REV_{it-1} \ldots (3-2)$$

و بعد الحصول على نتائج النموذج الجديد باستبعاد المتغير المستقل BPA سنقوم بالاختبارات الإحصائية لهذا النموذج بغية معرفة قدرته التفسيرية و الاعتماد عليه.

و من خلال نتائج أعلاه، نلاحظ أن المتغيرات المستقلة تفسر 71.92%من التغيرات الكلية للمتغير التابع «قيمة الأسهم» حيث بلغ معامل التحديد 71.92%و معامل التحديد المصحح70.86 %.

و لاختبار المعنوية الإحصائية و انطلاقا من جدول رقم (04) نلاحظ أن القيمة الإحصائية t-stat المرفقة للمتغير المستقل DPA أكبر من القيمة المجدولة 7.253570>2و هذا ما تؤكده القيمة الاحتمالية المرفقة ل t- stat حيث تعتبر أقل تماما من مستوى المعنوية prob =0.0000<0.05 و منه نقبل الفرضية $H_1$ و نرفض الفرضية $H_0$ أي $\beta_1$ يختلف معنويا عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرDPA و المتغير PRIX.

و بالنسبة للمتغير المستقل الثانيREV نجد أن القيمة الإحصائية له قدرت ب4.135747 أي أنها أكبر من القيمة المجدولة و التي تقدر بـ 2و هذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت prob= 0.0001 و هي أقل تماما من المعنوية الإحصائية 0.05، و منه نقبل الفرضية $H_1$ أي $\beta_2$ يختلف معنويا عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير REV و المتغير PRIX.

- **اختبار المعنوية الكلية للنموذج**

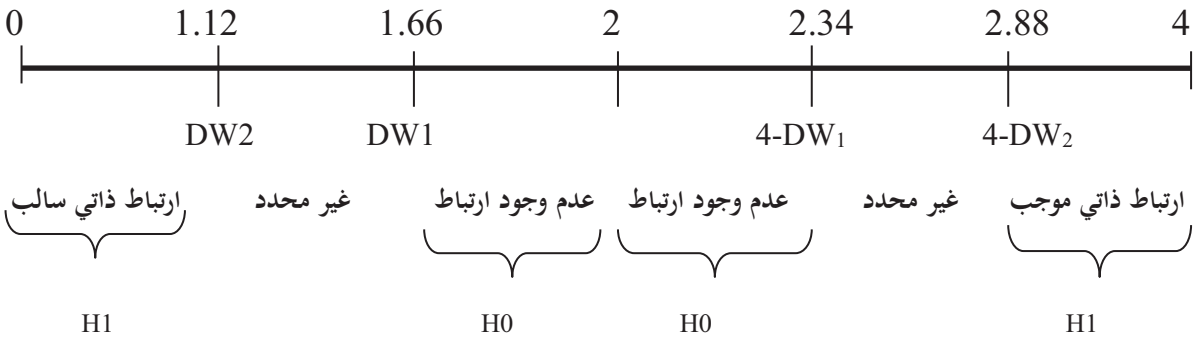
من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة فيشر Fc =67.87365 أكبر تماما من القيمة الإحصائية المجدولة لفيشر و التي تقدر ب$F(3,53,0.05) = 3.15$ ، و من خلال القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية و التي قدرت بـ Prob(F-stat) = 0.0000، و الذي هو أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 و منه نرفض الفرضية $H_0$ و نقبل الفرضية $H_1$ أي أن المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية و أن قيمة $R^2$ لها دلالة إحصائية ، و هذا ما يدل على المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج المقدم في هذه الدراسة.

- **اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء**

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

و يمكن اختبار وجود ارتبط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى باستخدام اختبار (Durban Watson) و ذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة من جدول الانحدار الخطي المتعدد رقم(04) و التي قدرت ب DW=1.730477.

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



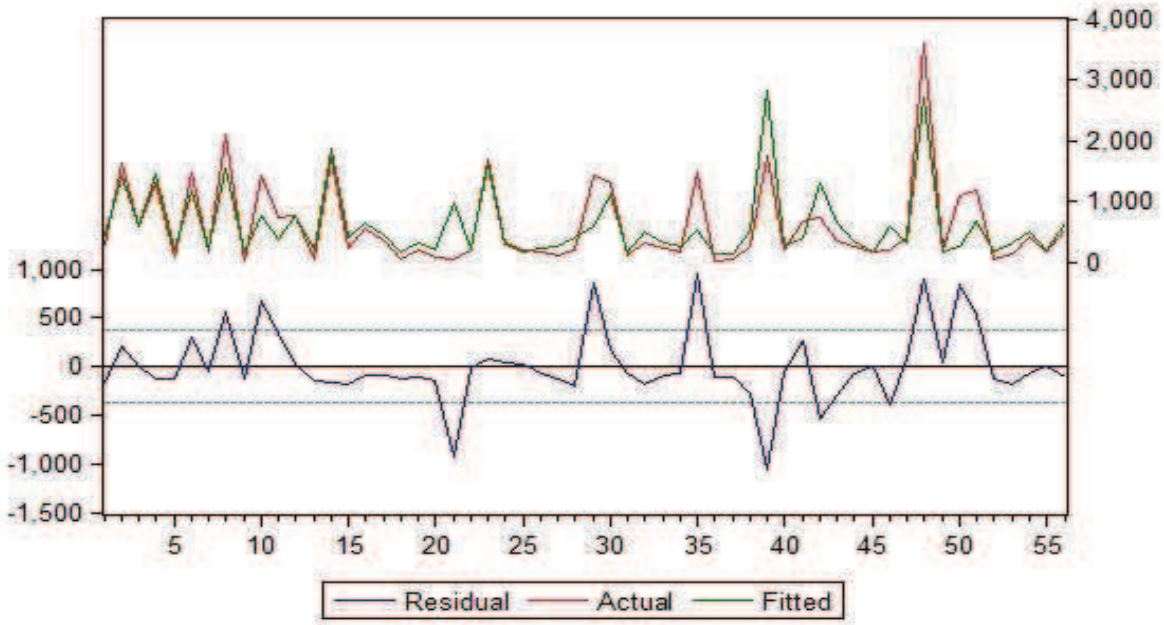

**المصدر**: سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر**، مرجع سبق ذكره، ص127.

و منه نلاحظ أن إحصائية DW تقع في منطقة $H_0$ و منه نقول إنه لا يُوجد مشكل ارتباط ذاتي للأخطاء.

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

كما يمكن مقارنة السلسة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة قيمة الأسهم و هو ما يوضحه الشكل أدناه:

**الشكل البياني رقم (02): مقارنة السلسلة الأصلية و السلسلة المقدرة لقيمة الأسهم.**




من خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ وجود تطابق نسبي بين منحنى القيم الاصلية Actual ومنحنى القيم المقدرة Fitted و الذي يمكن أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير و تفسير النموذج لقيمة الأسهم.

- **الاختبار الاقتصادي لنموذج:**

انطلاقا من الصيغة الرياضية لنموذج قيمة الأسهم، فإن المتغيرات المستقلة (ربحية السهم، التوزيعات النقدية، الأرباح المحتجزة) المدرجة في النموذج الاحصائي المقدر لقيمة الأسهم، و تبدو معاملات المتغيرات المستقلة موجبة، بمعنى أن تأثيرها على قيمة الأسهم يكون في الاتجاه الموجب و عليه، يمكن قبول النموذج من الناحية الاقتصادية.

**الفرع الخامس: نتائج الانحدار البسيط**

بعد تقدير النموذج الأولي و الذي يفسر تأثير المتغيرات المستقلة "BPA – DPA – REV" على المتغير التابع« PRIX » ، سنقوم في هذا الجزء بتقدير نماذج الانحدار البسيط لكل متغير مستقل على المتغير التابع كل على حذا، بهدف الكشف عن أي من المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيرا على المتغير التابع «قيمة الأسهم».

أ. **النموذج الأول: علاقة ربحية السهم بقيمة الأسهم**

**الجدول رقم (05): تأثير ربحية السهم على قيمة الأسهم**

Dependent Variable : PRIX
Method: Least Squares
Date : 01/05/14 Time : 17:33
Sample: 1 56
Included observations : 56

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 311.2798 | 63.59166 | 4.894978 | 0.0000 |
| BPA | 8.686303 | 0.872400 | 9.956790 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.647376 | Mean dependent var | 606.8576 |
| Adjusted R-squared | 0.640846 | S.D. dependent var | 702.2285 |
| S.E. of regression | 420.8417 | Akaike info criterion | 14.95745 |
| Sum squared resid | 9563817. | Schwarz criterion | 15.02979 |
| Log likelihood | -416.8086 | Hannan-Quinn criter. | 14.98550 |
| F-statistic | 99.13767 | Durbin-Watson stat | 2.116178 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

**المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل BPA" ربحية السهم "يفسر 64% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم –قيمة المؤسسة– و هذا ما يبينه معامل التحديد$R^2$=64.73% كما أن ربحية السهم لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لt-stat و التي قدرت بـ 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنية 5%و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.000000 و أنها أقل من مستوى المعنوية 5%و منه للنموذج معنوية إحصائية.

**ب. النموذج الثاني: علاقة التوزيعات النقدية بقيمة الأسهم**

**الجدول رقم (06): تأثير التوزيعات النقدية على قيمة الأسهم**

Dependent Variable : PRIX
Method: Least Squares
Date : 01/05/14 Time : 17:20
Sample: 1 56
Included observations : 56

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 179.5850 | 72.99907 | 2.460100 | 0.0171 |
| DPA | 15.28948 | 1.599365 | 9.559718 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.628581 | Mean dependent var | 606.8576 |
| Adjusted R-squared | 0.621702 | S.D. dependent var | 702.2285 |
| S.E. of regression | 431.9119 | Akaike info criterion | 15.00938 |
| Sum squared resid | 10073587 | Schwarz criterion | 15.08172 |
| Log likelihood | -418.2627 | Hannan-Quinn criter. | 15.03743 |
| F-statistic | 91.38821 | Durbin-Watson stat | 1.877964 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

**المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقل " التوزيعات النقدية " يفسر 62% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم و هذا ما يبينه معامل التحديد $R^2$= 62.85% كما أن التوزيعات النقدية لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لـ t-stat حيث أنها أقل من مستوى المعنية 5%، أما بالنسبة للقيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت ب 0.000000 و أنها أقل من مستوى المعنوية 5%و منه للنموذج معنوية إحصائية.

**ت. النموذج الثالث: علاقة الأرباح المحتجزة بقيمة الأسهم**

**الجدول رقم(07): تأثير الأرباح المحتجزة على قيمة الأسهم**

Dependent Variable : PRIX
Method: Least Squares
Date : 01/05/14 Time : 17:21
Sample: 1 56
Included observations : 56

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 351.4420 | 80.95283 | 4.341319 | 0.0001 |
| REV | 17.07711 | 2.619341 | 6.519620 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.440446 | Mean dependent var | 606.8576 |
| Adjusted R-squared | 0.430084 | S.D. dependent var | 702.2285 |
| S.E. of regression | 530.1318 | Akaike info criterion | 15.41919 |
| Sum squared resid | 15176145 | Schwarz criterion | 15.49152 |
| Log likelihood | -429.7373 | Hannan-Quinn criter. | 15.44723 |
| F-statistic | 42.50545 | Durbin-Watson stat | 2.131342 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

**المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS7.0**

من خلال نتائج الانحدار البسيط نلاحظ أن المتغير المستقلREV " الأرباح المحتجزة "يفسر 44% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم – قيمة المؤسسة- و هذا ما يبينه معامل التحديد $R^2$= 44.04% كما أن الأرباح المحتجزة لها معنوية إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية ل t-stat و التي قدرت بـ 0.0000 حيث أنها أقل من مستوى المعنية 5%و القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر حيث قدرت بـ 0.000000 وأنها أقل من مستوى المعنوية 5%و منه للنموذج معنوية إحصائية.

**المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة**

توصلت دراستنا الى مجموعة من النتائج التي يمكن أن تبثث أو تنفي فرضياتنا و من تم يمكن أن تساعد المستثمرين أو الباحثين على فهم محددات تغيُّر الأسهم و العوامل المؤثرة في ارتفاع أو انخفاض قيمتها:

1. من خلال النموذج الكلي المقدر رقم (2-2) توصلنا الى أن سياسة توزيع الأرباح و من خلال متغيرات التوزيعات النقدية DPA و احتجاز الأرباح REV يؤثران و بشكل ايجابي على أسعار الأسهم الا أن المتغير ربحية السهم ليس له معنوية إحصائية في النموذج فارتأينا الى استبعاده من النموذج و إعادة صياغة النموذج بالاعتماد على المتغيران التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح.
2. و من خلال النموذج (2-3) توصلنا الى أن التوزيعات النقديةDPA و احتجاز الأرباحREV يؤثران بشكل ايجابي على أسعار الأسهم حيث أن زيادة التوزيعات النقدية بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم ب 11.84189وحدة، و أن الأرباح المحتجزة كلما زادت بوحدة واحدة زاد سعر السهم ب 9.009048.
3. توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر و بشكل جيد و إيجابي على قيمة المؤسسة الاقتصادية أي قيمة اسهمها من خلال نتائج النموذج العام رقم (2-3) والذي تم استبعاد متغير ربحية السهم الذي يقدم نتيجة أن هذه السياسة تفسر% 71من التغيرات الكلية لقيمة سهم و يمكن إرجاع ذلك إلى قيام المؤسسات الاقتصادية المغربية قيد الدراسة بتوزيعات تخدم توقعات المستثمرين و أن لمديري الشركات القدرة على التأثير على القيمة السوقية لأسهمها و هي تتوافق من النتائج المتوصل إليها في الدراسات " **عبد الحق قنون، دادن عبد الوهاب وحورية بديدة، خديجة خوخي**"حيث أن هناك علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة الأسهم، و من جهة أخرى تتناقض مع دراسةRamadan Imad Zeyad و دراسة Mohammad hashemijoo & allحيت توصلت هتان الدراستان الى هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيعات الأرباح و قيمة الأسهم.
4. أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة توصلت الدراسة من خلال دراسة علاقة ربحية السهم بقيمة الأسهم الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذين المتغيرين حيث أنه يفسر 64.73%من تغيرات أسعار الأسهم و هذا ما يفسر قوة ربحية السهم في التأثير على قيمة الأسهم نظرا للمعلومات التي يعطيها هذا المؤشر كونه يعطي نظرة للمستثمرين عن مقدار الثروة التي سيحصلون عليها، و منه فالنتيجة المتوصل إليها تتناقض مع دراسة كل من ،Imad Zeyad Ramadanحيث أن مؤشر ربحية السهم يؤثر بشكل سلبي على قيمة السهم و دراسة **عبد الوهاب دادن و حورية بديدة**و التي توصلت الى أن المتغير PBA لا يفسر التغيرات في قيمة السهم.

5. أما بالنسبة للمتغير DPA "التوزيعات النقدية" فقد كشفت الدراسة أنه على علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة الأسهم، حيث يفسر تقلب أسعار الأسهم بنسبة 62.85% و يمكن إرجاع العلاقة الجيدة نسبيا بين التوزيعات النقدية و قيمة الأسهم الى أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية حيث أن المستثمرين يولون اهتمامهم للأرباح الجارية لأنها أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، و هذا بهدف شراء أسهم جديدة بغرض التنويع في الاستثمار كما يمكن أن يفسر هذا التفضيل للتوزيعات النقدية إلى عدم حصول المستثمرين على المعلومات تفيدهم بشأن السياسة الاستثمارية و الأرباح المستقبلية للمؤسسة، و هذه النتيجة تدعم نظرية العصفور في اليد لغوردن ولنتنروهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة **عبد الحق قنون و دراسة عبد الوهاب دادن و حورية بديدة** إضافة الى دراسة Zuriawati Zakaria حيث توصلت هذه الدراسات الى أن التوزيعات النقدية هي المحرك الأساسي لقيمة الأسهم.

6. أما بالنسبة للمتغير الأرباح المحتجزة الذي يعبر عن السياسة الاستثمارية للشركات المدرجة قيد دراسة فقد كشفت الدراسة أنه على علاقة ذات دلالة إحصائية مع قيمة المؤسسة-قيمة الأسهم-، كما يدل هذا المؤشر على أن المؤسسة تقتطع جزءا من أرباحها لتمويل احتياجاتها الداخلية حيث بلغت القدرة التفسيرية للأرباح المحتجزة حوالي44% و هي نسبة متوسطة لتأثير على أسعار الأسهم في السوق و يمكن ارجاع هذا الضعف الى النسبة المنخفضة من احتجاز الأرباح التي تعتمد عليها المؤسسات المغربية كونها لا تعتمد عليها في التأثير على قيمة الأسهم، و هذه النتيجة تتنافى مع النتيجة المتوصل إليها في دراسة **"عبد الوهاب دادن و حورية بديدة"** وتتوافق مع دراسة **"عبد الحق قنون"** حول وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و قيمة الأسهم.

و منه نستنتج أن ربحية السهم و التوزيعات النقدية هما المحددان الأساسيان للأسعار السوقية للأسهم و من ثم على قيمة المؤسسة بغض النظر عن المحددات الأخرى التي يجب الكشف عنها من خلال الدراسات الأخرى، و أن النتائج المتوصل إليها تدعم نظرية العصفور في اليد "لقوردن و لنتنر" إضافة إلى دعم نظرية الفائض و نظرية الإشارة ، كما أن مديري الشركات المغربية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال هذا القرار المالي- توزيع الأرباح- لجدب المستثمرين و منه لتمويل احتياجاتها المالية كذلك إعطاء إشارات للسوق المالي عن الوضعية المالية الجيدة للشركة.

## خلاصة الفصل

تعتبر بورصة الدار البيضاء من بين أهم الأسواق العربية عامة و الإفريقية خاصة حيث تحتل المراتب الأولى بما تتميز به من اقدمية في نشأتها و رسملتها البورصية ما يبين لنا النمو المستمر و الملاحظ لهذا السوق الذي وصل به عدد المؤسسات المدرجة الى 74 مؤسسة موازعة على عدة قطاعات و من هنا تبرز حجم هذا السوق و أهميته.

بعدم قمنا في هذا الفصل بتقديم مجتمع الدراسة و مستوى توزيع الأرباح فيه، تم تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم و هذا باستخدام الانحدار الخطي و البسيط لمعرفة العلاقة بينهما، توصلنا الى ان هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم حيث التأثير كان بمستوى قوي و بشكل موجب في حدود 72%، أما بالنسبة لنظريات المفسرة فنظرية ملاءمة التوزيعات لقوردن و لنتنر تعتبر صالحة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، كما أوصلتنا الدراسة كذلك الى ان ربحية السهم و التوزيعات النقدية هي أكثر المحددات تفسيرا للقيمة السوقية للأسهم.

# الخـــاتمة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم في سوق المغرب للأوراق المالية-بورصة الدار البيضاء-، حيث تناولت إشكالية البحث " مدى ملائمة سياسة توزيعات الأرباح للتأثير على القيمة السوقية للأسهم المتداولة " ، و تَطَلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا لِلمناهج المذكورة سابقا و حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز مدى ملائمة هذه التوزيعات من خلال اختيار عينة مُشَكلة من 56 شركة مدرجة في بورصة الدار البيضاء و خلصت الدراسة إلى ما يلي:

أسفرت نتائج الدراسة من خلال النموذج المقدر و الذي أكد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة الأسهم عند مستوى معنوية 0.05 حيث تفسر هذه السياسة 72% من التغيرات الكلية لأسعار الأسهم السوقية.

توصلت الدراسة الى أن هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "ربحية السهم" و قيمة الأسهم عند مستوى معنوية 5%، حيث يفسر هذا التأثير 64% من التغيرات الإجمالية لقيمة السهم، و هذا ما يفسر قوة ربحية السهم في التأثير على قيمة الأسهم نظرا للمعلومة التي يعطيها هذا المؤشر كونه يعطي نظرة للمستثمرين عن مقدار الثروة التي سيحصلون عليها، و من هنا نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى و قبلنا الفرضية الأولى.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل " التوزيعات النقدية" و قيمة الأسهم عند مستوى معنوية 0.05، و كان هذا التأثير في حدود 62% على قيمة الأسهم، و هذا ما يبين سياسة المؤسسات المغربية في جدب المستثمرين الذين يفضلون الأرباح الجارية و الذين يعتبرون أن الأرباح الجارية أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، و من خلال هذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الثانية و قبلنا الفرضية الثانية.

و بالنسبة للمتغير احتجاز الأرباح فقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 و ذلك بتأثيره في حدود 44% و يعود هذا التأثير الضعيف لقلة استعماله من طرف المؤسسات و هذا ما يدل على أنها تقتطع جزء بسيط من الأرباح لتمويل احتياجاتها المالية ، و منه نقبل الفرضية الثالثة.

و من خلال النتائج المتوصل إليها و باستعمال الانحدار الخطي البسيط نجد بأن ربحية السهم و التوزيعات النقدية المتغيران الأكثر تأثيرا على قيمة الأسهم، و منه نقبل الفرضية الرابعة.

في ضل الجدل القائم حول ملاءمة التوزيعات، كشفت الدراسة من خلال النتائج الأولية المتوصل إليها أن نظرية ملاءمة التوزيعات "لقوردن و لنتنر" الأصلح للتطبيق في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية إضافة الى نظرية الفائض و نظرية الإشارة على عكس ما جاءت به نظرية عدم ملاءمة التوزيعات "لمود ليقلياني و ميلر"، و منه نكون قد أجبنا على الإشكالية الخامسة و قبلنا الفرضية الخامسة.

## التوصيات و آفاق البحث

في ظل التطورات الاقتصادية و المالية، و انفتاح الأسواق و ترابطها، و من خلال ما تسعى اله المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية و رفع من قيمتها بغرض النمو و التوسع، إضافة إلى ذلك و ما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر قدر من الأرباح بغرض تعظيم ثروته، بعد استعراض مختلف المقاربات و الأفكار النظرية، و الدراسة التطبيقية، و بعد استخلاص نتائج الدراسة في ظل إشكالية و فرضيات الدراسة، يمكننا اقتراح جملة من التوصيات، من خلالها ستعود بنفع على كل من السوق المالي، المستثمر، الباحث المالي من بين هذه التوصيات ما يلي:

- إعادة إجراء الدراسة مع اختبار كفاءة سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، و مدى ارتباطه و تكامله مع الأسواق العربية للوقوف على مدى التأثير الحقيقي؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة بتوسيع فترة الدراسة و إدخال متغيرات أخرى « التوزيعات المجانية–إعادة شراء الأسهم" إن أُستعملا في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية لزيادة فهم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي و قطاع التأمينات مع الحفاظ على نفس المتغيرات، للوقوف على مدى تجانس و اختلاف التأثير؛
- اختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية.

## أولا–بالغة العربية

– أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010.

– بريش عبد القادر وبدروني عيسى، **محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية**، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 2013/10.

– زرقون محمد، **أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة– دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر– ،مجلة الباحث** ،جامعة ورقلة، العدد 2010/08.

– سعيد هتهات، **دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر**، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، **2005.**

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 68/ 2012.

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد **2012/69.**

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 2012/70.

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 2012/71.

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 2012/72.

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 2013/73.

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 2013/74.

– صندوق النقد العربي، **أداء أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 2013/75.

– طارق عبد العال حماد، **التقييم و إعادة هيكلة الشركات**، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة 2008.

– طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع القاهرة الطبعة 2006.

– عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية، مدخل اتخاد القرارات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر،2007.

– عدنان تاية النعيمي و آخرون، **الإدارة المالية النظرية و التطبيق**، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، 2008/2007.

– عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الإسكندرية**، مصر، دار الجامعة الجديدة، 2002.

– علي بن ضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006- 2008**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009.

– فيصل محمود الشرورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسس النظرية والعملية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008.

– فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2010.

– مؤيد الفضل، **تقييم و إدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة – منهج كمي مع دراسة الحالة–**، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

– منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية–مدخل تحليلي معاصر–**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.

– محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات و تطبيقات"**، دار مكتب حامد لنشر و التوزيع، عمان، الأردن،2010.

– حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008.

– يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، **التسيير المالي "الإدارة المالية"**، الطبعة الأول، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، 2006.

## ثانيا–باللغة الأجنبية

- Imad Zeyad Ramadan," **Dividend policy and price volatility, empircal evidence from jordan ",** International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, 2013.
- Mohammad hashemijoo, Aref Mahdavi ardekani, Najat younesi," **The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market",** Journal of business studies quarterly, 2012.
- Zuriawati Zakaria joriah muhammad abdul hadi Zulikifli, "**The Impact of dividend policy on the shar price volatility : malaysian construction and material companies",** Internationa journal of economics and management science, 2012.

## ثالثا–المواقع الإلكترونية

- موقع بورصة الدار البيضاء: http: //www.casablanca-bourse.com
- موقع جريدة أيت ملول المغربية: http://www.aitmelloul24.net

**الملحق رقم (01): الشركات المدرجة في بوصة الدار البيضاء (الوحدة الدرهم المغربي)**

| المؤسسات | القيمة البورصية 2013 |
|---|---|
| أفريك اندوستري | 84 097 750,00 |
| أفريقيا غاز | 5 503 437 500,00 |
| أكما لحلو التازي | 540 000 000,00 |
| أليانس | 6 115 040 645,60 |
| الومنيوم المغرب | 517 208 940,00 |
| أطلنطا | 3 833 528 868,84 |
| التجاري وفا بنك | 63 907 548 964,00 |
| اوطوهال | 4 090 182 150,00 |
| اوطو نجمة | 1 688 385 600,00 |
| أكسا سلف | 227 400 000,00 |
| باليما | 243 288 000,00 |
| البنك الشعبي المركزي | 32 723 823 447,00 |
| البنك المغربي للتجارة الخارجية | 37 400 170 476,00 |
| البنك المغربي للتجارة والصناعة | 10 224 709 110,00 |
| براسري المغرب | 6 108 084 562,00 |
| كارتي السعادة | 99 403 200,00 |
| مصرف المغرب | 5 541 787 870,00 |
| مركز الحليب | 15 072 000 000,00 |
| الشركة العامة العقارية | 12 517 440 000,00 |
| القرض العقاري والسياحي | 7 768 230 415,75 |
| اسمنت المغرب | 13 858 563 840,00 |
| كولورادو | 693 000 000,00 |
| كوسومار | 7 644 487 968,00 |
| ستيام | 356 820 896,90 |
| داري كوسباط | 247 352 875,00 |
| دلاتر لفيفي المغرب | 322 062 500,00 |
| دلتا هولدينغ | 2 721 732 000,00 |
| دياك سلف | 27 651 855,00 |
| ديسواي | 387 524 091,00 |

| | |
|---|---|
| دجي الإنعاش الضحي | 19 266 336 658,14 |
| النقل | 1 359 000 000,00 |
| ايكدوم | 2 971 374 750,00 |
| فينيني بروست | 235 993 376,00 |
| هولسيم المغرب | 7 928 854 780,00 |
| هايتك بيمنت سيستم | 262 794 226,50 |
| اب مغرب كوم | 59 220 389,10 |
| إنفوليس | 66 592 584,00 |
| إتصلات المغرب | 89 623 769 913,00 |
| جيط المنيوم المغرب | 583 200 000,00 |
| لابيل في | 3 367 401 471,00 |
| إسمنت لافارج | 25 592 250 545,00 |
| لوسيور كريسطال | 2 953 808 419,00 |
| ليدك | 2 891 200 000,00 |
| مجموعة م 2 م | 151 515 040,30 |
| مغرب أوكسجين | 105 625 000,00 |
| مغرب باي | 799 749 600,00 |
| مناجم | 12 107 800 078,00 |
| المغربية للإيجار | 996 582 035,20 |
| ميد بايبر | 78 767 927,50 |
| مدياكو المغرب | 12 433 750,00 |
| مكروداتا | 263 760 000,00 |
| الشركة المنجمية لتويسيت | 2 670 415 760,00 |
| نكسانس المغرب | 364 796 352,00 |
| أولماس | 1 584 000 000,00 |
| بروموفارم | 768 000 000,00 |
| شركة المنجزات الميكانيكية | 95 984 000,00 |
| رباب | 30 879 800,00 |
| رسيما | 2 149 042 050,00 |
| الشركة المغربية للنقديات | 149 380 276,50 |
| سهام للتأمين | 3 906 090 051,20 |
| سلفين | 1 352 890 805,00 |

| | |
|---|---|
| سامير | 3 312 271 752,75 |
| الشركة المعدنية إميطير | 5 790 716 800,00 |
| سنيب | 763 080 000,00 |
| صوناسيد | 3 915 600 000,00 |
| سوطيما | 2 340 000 000,00 |
| سنطوكفيس شمال افريقيا | 349 415 700,00 |
| ستروك للصناعة | 167 737 990,25 |
| تسليف | 940 924 950,00 |
| تيمار | 82 875 000,00 |
| أونيمير | 2 141 243 888,00 |
| تأمين الوفاء | 11 718 000 000,00 |
| زليجة | 171 854 700,00 |

## الملحق رقم (02) معلومات أساسية حول المؤسسات عينة الدراسة

| المؤسسات | الموقع الالكتروني | القطاع |
|---|---|---|
| أفريك اندوستري | www.africindustries.com | البناء / مواد البناء |
| أفريقيا غاز | www. akwagromp.qa | النفط والغاز |
| أليانس | www.alliances.co.ma | العقارات |
| الومنيوم المغرب | www.aluminiumdumaroc.com | البناء / مواد البناء |
| اوطوهال | www.autohall. ma | الموزعون |
| اوطو نجمة | www.autonejma.ma | الموزعون |
| باليما | www.hotel-balima.net | العقارات |
| براسري المغرب | www.brasseris-maroc.com | المشروبات |
| كارتي السعادة | www.conserverie-cartier.com | صناعة الأغدية الفلاحية |
| مركز الحليب | www.centralelaitiere.com | صناعة الأغدية الفلاحية |
| الشركة العامة العقارية | www.cgi.ma | العقارات |
| إسمنت المغرب | www.cimentsdumaroc.com | البناء / مواد البناء |
| كولورادو | www.colorado.ma | الصناعات الكيميائية |
| كوسومار | www.cosumar.co.ma | صناعة الأغدية الفلاحية |
| ستيام | www.ctm.ma | النقل |
| داري كوسباط | www.couscousdari.com | صناعة الأغدية الفلاحية |
| دلاتر لفيفي المغرب | www.dlm.ma | الهندسيات والتجهيزات الصناعية |
| دلتا هولدينغ | www.deltaholding.ma | شركات المساهمة |
| ديسواي | www.disway.com | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| دجي الإنعاش الضحي | www.groupeaddoha.com | العقارات |
| النقل | www.ennakl.com | الموزعون |
| فينيني بروست | www.feniebrossette.ma | الموزعون |
| هولسيم المغرب | www.holcim.ma | البناء / مواد البناء |
| هايتك بيمنت سيستم | www.hps-worldwide.com | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| اب مغرب كوم | www.ib-maroc.com | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |

| | | |
|---|---|---|
| إنفوليس | www.involys.com | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| إتصلات المغرب | www.iam.ma | الاتصالات |
| جيط المنيوم المغرب | www.jetalu.com | البناء / مواد البناء |
| لابيل في | www.labelvie.ma | الموزعون |
| إسمنت لافارج | www.lafarge.ma | البناء / مواد البناء |
| لوسيور كريسطال | www.lesieur-cristal.ma | صناعة الأغدية الفلاحية |
| ليدك | www.lydec.ma | الخدمات للجماعات |
| مجموعة م 2 م | www.m2mgroup.com | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| مغرب أوكسجين | www.akwagroup.com | الصناعات الكيميائية |
| مناجم | www.managemgroup.com | المناجم |
| ميد بايير | www.med-paper.ma | الحراحة والورق |
| مدياكو المغرب | www.mediaco.fr | البناء / مواد البناء |
| مكروداتا | www.microdata.ma | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| الشركة المنجمية لتويسيت | www.cmt-maroc.com | المناجم |
| نكسانس المغرب | www.nexans.ma | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| أولماس | www.oulmes.ma | المشروبات |
| بروموفارم | www.promopharm.co.ma | الصناعة الصيدلية |
| شركة المنجزات الميكانيكية | Www.Groupe-premium.com | الموزعون |
| رباب | www.lavieeco.com | المناجم |
| رسيما | www.accor-hotels.com | الترقية والفندقة |
| الشركة المغربية للنقديات | www.s2m.ma | الأجهزة. البرمجيات وخدمات الحاسوبية |
| سامير | www.samir.ma | النفط والغاز |
| الشركة المعدنية إميطير | www.managemgroup.com | المناجم |
| سنيب | www.ynna.ma | الصناعات الكيميائية |
| صوناسيد | www.sonasid.ma | البناء / مواد البناء |
| سوطيما | www.sothema.com | الصناعة الصيدلية |
| سنطوكفيس شمال افريقيا | www.stokvis-maroc.com | الموزعون |
| ستروك للصناعة | www.stroc.com | الهندسيات والتجهيزات الصناعية |
| تيمار | www.timar.ma | النقل |
| أونيمير | www.unimergroup.com | صناعة الأغدية الفلاحية |
| زليجة | www.zellidja.com | شركات المساهمة |

## الملحق رقم (03): معطيات الدراسة

**متوسط الأسعار السوقية للسهم الواحد لكل مؤسسات عينة الدراسة (الوحدة الدرهم المغربي)**

| المؤسسات | متوسط السعر لسنة 2012 | متوسط السعر لسنة 2013 |
|---|---|---|
| أفريك اندوستري | 278.27 | 270.61 |
| أفريقيا غاز | 1616.64 | 1622.02 |
| أليانس | 673.06 | 468.32 |
| الومنيوم المغرب | 1438.29 | 1173.25 |
| اوطوهال | 61.15 | 68.65 |
| اوطو نجمة | 1547.10 | 1377.78 |
| باليما | 177.27 | 145.73 |
| براسري المغرب | 1865.18 | 2352.86 |
| كارتي السعادة | 18.76 | 17.71 |
| مركز الحليب | 1367.32 | 1474.95 |
| الشركة العامة العقارية | 823.77 | 613.32 |
| اسمنت المغرب | 874.13 | 663.55 |
| كولورادو | 59.86 | 50.57 |
| كوسومار | 1631.85 | 1778.23 |
| ستيام | 236.21 | 216.49 |
| داري كوسباط | 529.04 | 566.00 |
| دلاتر لفيفي المغرب | 461.96 | 222.17 |
| دلتا هولدينغ | 39.15 | 28.95 |
| ديسواي | 231.86 | 168.28 |
| دجي الانعاش الضحي | 67.44 | 53.16 |
| النقل | 48.65 | 53.16 |
| فينيني بروست | 245.51 | 37.22 |
| هولسيم المغرب | 1839.40 | 147.64 |
| هايتك بيمنت سيستم | 306.05 | 1059.89 |
| اب مغرب كوم | 236.07 | 320.03 |
| إنفوليس | 167.67 | 123.56 |
| إتصلات المغرب | 118.39 | 134.15 |
| جيط المنيوم المغرب | 202.83 | 100.64 |

| | | |
|---|---|---|
| لابيل في | 1465.52 | 1398.28 |
| إسمنت لافارج | 1461.98 | 1107.10 |
| لوسيور كريسطال | 105.97 | 101.67 |
| ليدك | 312.85 | 309.50 |
| مجموعة م 2 م | 248.61 | 221.56 |
| مغرب إوكسجين | 203.63 | 139.85 |
| مناجم | 1581.39 | 1367.24 |
| ميد بايير | 32.24 | 23.49 |
| مدياكو المغرب | 41.98 | 30.86 |
| مكروداتا | 404.62 | 111.87 |
| الشركة المنجمية لتويسيت | 1837.66 | 1636.76 |
| نكساس المغرب | 253.39 | 148.60 |
| إلماس | 512.39 | 816.76 |
| بروموفارم | 743.47 | 731.85 |
| شركة المنجزات المكانيكية | 412.01 | 296.38 |
| رباب | 310.43 | 216.05 |
| رسيما | 167.01 | 183.37 |
| الشركة المغربية للنقديات | 226.76 | 183.03 |
| سامير | 518.70 | 278.67 |
| الشركة المعدنية إميطير | 3429.71 | 3791.12 |
| سنيب | 218.46 | 180.20 |
| صوناسيد | 1492.90 | 698.25 |
| سوطيما | 1146.02 | 1226.21 |
| سنطوكفيس شمال إفريقيا | 34.94 | 36.87 |
| ستروك للصناعة | 176.51 | 72.62 |
| تيمار | 442.15 | 380.34 |
| إونيمير | 170.05 | 178.77 |
| زليجة | 700.29 | 366.94 |

## الملحق رقم (04): توزيعات الأرباح

### توزيعات الأرباح لمؤسسات عينة الدراسة (الوحدة الدرهم المغربي)

| المؤسسات | توزيعات الأرباح لسنة 2011 | | توزيعات الأرباح لسنة 2012 | |
|---|---|---|---|---|
| | ربحية السهم(BPA) | التوزيعات% | ربحية السهم(BPA) | التوزيعات% |
| أفريك أندوستري | - | 137.25 | 22.5 | 88.89 |
| أفريقيا غاز | 105.52 | 79.60 | 116.79 | 85.62 |
| أليانس | 68.67 | 20.36 | 72.31 | 27.66 |
| الومنيوم المغرب | 126.15 | 95.12 | 94.81 | 94.92 |
| أوطوهال | 3.78 | 92.60 | 4.16 | 83.97 |
| أوطو نجمة | 96.66 | 51.73 | 99.80 | 50.10 |
| باليما | 7.57 | 47.58 | 8.00 | - |
| براسري المغرب | 124.10 | 88.64 | 117.02 | 96.57 |
| كارتي السعادة | 1.64 | 48.66 | 1.14 | 70.01 |
| مركز الحليب | 48.65 | 105.65 | 50.32 | 101.16 |
| الشركة العامة العقارية | 20.40 | 93.13 | 17.16 | 110.74 |
| اسمنت المغرب | 67.60 | 51.77 | 45.46 | 87.99 |
| كولورادو | 6.00 | 50.00 | 4.40 | 49.97 |
| كوسومار | 148.41 | 67.38 | 174.13 | 57.43 |
| ستيام | 23.11 | 43.27 | 19.13 | 130.67 |
| داري كوسباط | 37.68 | 79.62 | 51.05 | 78.35 |
| دلاتر لفيفي المغرب | 32.77 | 64.08 | 24.19 | 43.40 |
| دلتا هولدينغ | 2.85 | 59.65 | 1.39 | 0.00 |
| ديسواي | 13.77 | 94.39 | 16.70 | 89.91 |
| دجي الانعاش الضحي | 5.83 | 25.75 | 5.98 | 30.11 |
| النقل | 3.17 | 42.91 | 2.24 | - |
| فينيني بروست | 9.24 | 54.13 | 5.18 | 0.00 |
| هولسيم المغرب | 136.65 | 95.13 | 116.47 | 85.86 |
| هايتك بيمنت سيستم | -67.55 | - | 25.89 | 57.94 |
| اب مغرب كوم | -46.70 | - | 5.57 | 0.00 |
| إنفوليس | 2.19 | 0.00 | 15.49 | 51.65 |
| إتصلات المغرب | 9.24 | 100.21 | 7.63 | 97.02 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| جيط المنيوم المغرب | 19.13 | 49.67 | 31.33 | 35.11 |
| لابيل في | 18.80 | 0.00 | 46.29 | 127.32 |
| إسمنت لافارج | 95.05 | 99.32 | 72.30 | 91.29 |
| لوسيور كريسطال | 1.19 | 0.00 | 3.91 | 107.46 |
| ليدك | 28.92 | 79.52 | 34.28 | 65.63 |
| مجموعة م 2 م | 27.27 | 0.00 | 13.55 | 0.00 |
| مغرب إوكسجين | 8.64 | 81.01 | 9.38 | 53.31 |
| مناجم | 44.07 | 31.62 | 29.58 | 67.62 |
| ميد بايبر | -9.15 | - | -5.98 | - |
| مدياكو المغرب | -275.76 | - | -93.25 | - |
| مكروداتا | 55.87 | 98.44 | 10.45 | 95.70 |
| الشركة المنجمية لتويسيت | 244.51 | 40.90 | 271.62 | 185.92 |
| نكساس المغرب | 16.87 | 71.15 | 3.32 | 90.33 |
| إلماس | 12.37 | 97.15 | 32.83 | 76.16 |
| بروموفارم | 68.83 | 65.38 | 65.96 | 197.10 |
| شركة المنجزات المكانيكية | 49.57 | 40.35 | 49.09 | 40.74 |
| رباب | 24.74 | 0.00 | 20.37 | 0.00 |
| رسيما | 1.89 | 0.00 | -25.25 | - |
| الشركة المغربية للنقديات | 17.79 | 282.45 | 16.62 | 156.47 |
| سامير | 39.79 | 0.00 | -10.99 | - |
| الشركة المعدنية إميطير | 213.05 | 46.94 | 286.50 | 41.88 |
| سنيب | 3.55 | 0.00 | -16.92 | - |
| صوناسيد | 27.36 | 0.00 | -23.90 | - |
| سوطيما | 40.72 | 73.67 | 53.44 | 74.85 |
| سنطوكفيس شمال إفريقيا | 1.53 | 0.00 | 1.88 | 53.06 |
| ستروك للصناعة | 4.44 | 90.08 | -111.36 | - |
| تيمار | 33.23 | 24.07 | 38.16 | 20.96 |
| أونيمير | 3.73 | 61.71 | 3.18 | 94.23 |
| زليجة | 68.22 | 29.32 | 36.22 | 0.00 |

# الملحق رقم (05)

# Table de distribution de loi F de FISHER-SNEDECOR

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

| * | DL1 = 1 | | DL1 = 2 | | DL1 = 3 | | DL1 = 4 | | DL1 = 5 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| DL2 | P = 0,05 | P = 0,01 | P = 0,05 | P = 0,01 | P = 0,05 | P = 0,01 | P = 0,05 | P = 0,01 | P = 0,05 | P = 0,01 |
| 1 | 161,4 | 4052,00 | 199,5 | 4999,00 | 213,7 | 3403,00 | 224,6 | 5625,00 | 230,2 | 5764,00 |
| 2 | 18,51 | 98,49 | 19,00 | 99,00 | 19,16 | 99,17 | 19,25 | 99,25 | 19,30 | 99,30 |
| 3 | 10,13 | 34,12 | 9,55 | 30,81 | 9,28 | 29,46 | 9,12 | 28,71 | 9,01 | 28,24 |
| 4 | 7,71 | 21,20 | 6,94 | 18,00 | 6,59 | 16,69 | 6,39 | 13,98 | 6,26 | 13,32 |
| 5 | 6,61 | 16,26 | 5,79 | 13,27 | 5,41 | 12,06 | 5,19 | 11,39 | 5,03 | 10,97 |
| 6 | 3,99 | 13,74 | 3,14 | 10,91 | 4,76 | 9,78 | 4,53 | 9,13 | 4,39 | 8,75 |
| 7 | 3,39 | 12,23 | 4,74 | 9,35 | 4,33 | 8,43 | 4,12 | 7,85 | 3,97 | 7,45 |
| 8 | 3,32 | 11,26 | 4,46 | 8,63 | 4,07 | 7,39 | 3,84 | 7,01 | 3,69 | 6,63 |
| 9 | 5,12 | 10,56 | 4,26 | 8,02 | 3,86 | 6,99 | 3,63 | 6,42 | 3,48 | 6,06 |
| 10 | 4,96 | 10,04 | 4,10 | 7,56 | 3,71 | 6,33 | 3,48 | 5,99 | 3,33 | 5,64 |
| 11 | 4,84 | 9,65 | 3,98 | 7,20 | 3,59 | 6,22 | 3,36 | 5,67 | 3,20 | 5,32 |
| 12 | 4,75 | 9,33 | 3,88 | 6,93 | 3,49 | 5,93 | 3,26 | 5,41 | 3,11 | 5,06 |
| 13 | 4,67 | 9,07 | 3,80 | 6,70 | 3,41 | 5,74 | 3,18 | 5,20 | 3,02 | 4,86 |
| 14 | 4,60 | 8,86 | 3,74 | 6,31 | 3,34 | 5,56 | 3,11 | 5,03 | 2,96 | 4,69 |
| 15 | 4,34 | 8,68 | 3,68 | 6,36 | 3,29 | 5,42 | 3,06 | 4,89 | 2,90 | 4,56 |
| 16 | 4,49 | 8,53 | 3,63 | 6,23 | 3,24 | 5,29 | 3,01 | 4,77 | 2,85 | 4,44 |
| 17 | 4,45 | 8,40 | 3,59 | 6,11 | 3,20 | 5,18 | 2,96 | 4,67 | 2,81 | 4,34 |
| 18 | 4,41 | 8,28 | 3,53 | 6,01 | 3,16 | 5,09 | 2,93 | 4,58 | 2,77 | 4,25 |
| 19 | 4,38 | 8,18 | 3,52 | 5,93 | 3,13 | 5,01 | 2,90 | 4,50 | 2,74 | 4,17 |
| 20 | 4,35 | 8,10 | 3,49 | 5,85 | 3,10 | 4,94 | 2,87 | 4,43 | 2,71 | 4,10 |
| 21 | 4,32 | 8,02 | 3,47 | 5,78 | 3,07 | 4,87 | 2,84 | 4,37 | 2,68 | 4,04 |
| 22 | 4,30 | 7,94 | 3,44 | 5,72 | 3,05 | 4,82 | 2,82 | 4,31 | 2,66 | 3,99 |
| 23 | 4,28 | 7,88 | 3,42 | 5,66 | 3,03 | 4,76 | 2,80 | 4,26 | 2,64 | 3,94 |
| 24 | 4,26 | 7,82 | 3,40 | 5,61 | 3,01 | 4,72 | 2,78 | 4,22 | 2,62 | 3,90 |
| 25 | 4,24 | 7,77 | 3,38 | 5,37 | 2,99 | 4,68 | 2,76 | 4,18 | 2,60 | 3,86 |
| 26 | 4,22 | 7,72 | 3,37 | 5,33 | 2,98 | 4,64 | 2,74 | 4,14 | 2,39 | 3,82 |
| 27 | 4,21 | 7,68 | 3,33 | 5,49 | 2,96 | 4,60 | 2,73 | 4,11 | 2,37 | 3,78 |
| 28 | 4,20 | 7,64 | 3,34 | 5,43 | 2,95 | 4,57 | 2,71 | 4,07 | 2,56 | 3,75 |
| 29 | 4,18 | 7,60 | 3,33 | 5,42 | 2,93 | 4,34 | 2,70 | 4,04 | 2,34 | 3,73 |
| 30 | 4,17 | 7,56 | 3,32 | 5,39 | 2,92 | 4,31 | 2,69 | 4,02 | 2,53 | 3,70 |
| 40 | 4,08 | 7,31 | 3,23 | 5,18 | 2,84 | 4,31 | 2,61 | 3,83 | 2,43 | 3,31 |
| 60 | 4,00 | 7,08 | 3,15 | 4,98 | 2,76 | 4,13 | 2,32 | 3,65 | 2,37 | 3,34 |
| 120 | 3,92 | 6,85 | 3,07 | 4,79 | 2,68 | 3,93 | 2,43 | 3,48 | 2,29 | 3,17 |
| Infini | 3,84 | 6,64 | 2,99 | 4,60 | 2,60 | 3,78 | 2,37 | 3,32 | 2,21 | 3,02 |

## الملحق رقم (06)

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

| * | m = 1 | | m = 2 | | m = 3 | | m = 4 | | m = 5 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| T | d1 | d2 | d1 | dd | d1 | d2 | d1 | d2 | d1 | d2 |
| 15 | 1,08 | 1,36 | 0,95 | 1,54 | 0,82 | 1,75 | 0,69 | 1,97 | 0,56 | 2,21 |
| 16 | 1,10 | 1,37 | 0,98 | 1,54 | 0,86 | 1,73 | 0,74 | 1,93 | 0,62 | 2,15 |
| 17 | 1,13 | 1,38 | 1,02 | 1,54 | 0,90 | 1,71 | 0,78 | 1,91 | 0,67 | 2,10 |
| 18 | 1,16 | 1,39 | 1,05 | 1,53 | 0,93 | 1,69 | 0,82 | 1,87 | 0,71 | 2,06 |
| 19 | 1,18 | 1,40 | 1,08 | 1,53 | 0,97 | 1,68 | 0,86 | 1,85 | 0,75 | 2,02 |
| 20 | 1,20 | 1,41 | 1,10 | 1,54 | 1,00 | 1,68 | 0,90 | 1,83 | 0,79 | 1,99 |
| 21 | 1,22 | 1,42 | 1,13 | 1,54 | 1,03 | 1,67 | 0,93 | 1,81 | 0,83 | 1,96 |
| 22 | 1,24 | 1,43 | 1,15 | 1,54 | 1,05 | 1,66 | 0,96 | 1,80 | 0,86 | 1,94 |
| 23 | 1,26 | 1,44 | 1,17 | 1,54 | 1,08 | 1,66 | 0,99 | 1,79 | 0,90 | 1,92 |
| 24 | 1,27 | 1,45 | 1,19 | 1,55 | 1,10 | 1,66 | 1,01 | 1,78 | 0,93 | 1,90 |
| 25 | 1,29 | 1,45 | 1,21 | 1,55 | 1,12 | 1,66 | 1,04 | 1,77 | 0,95 | 1,89 |
| 26 | 1,30 | 1,46 | 1,22 | 1,55 | 1,14 | 1,65 | 1,06 | 1,76 | 0,98 | 1,88 |
| 27 | 1,32 | 1,47 | 1,24 | 1,56 | 1,16 | 1,65 | 1,08 | 1,76 | 1,01 | 1,86 |
| 28 | 1,33 | 1,48 | 1,26 | 1,56 | 1,18 | 1,65 | 1,10 | 1,75 | 1,03 | 1,85 |
| 29 | 1,34 | 1,48 | 1,27 | 1,56 | 1,20 | 1,65 | 1,12 | 1,74 | 1,05 | 1,84 |
| 30 | 1,35 | 1,49 | 1,28 | 1,57 | 1,21 | 1,65 | 1,14 | 1,74 | 1,07 | 1,83 |
| 31 | 1,36 | 1,50 | 1,30 | 1,57 | 1,23 | 1,65 | 1,16 | 1,74 | 1,09 | 1,83 |
| 32 | 1,37 | 1,50 | 1,31 | 1,57 | 1,24 | 1,65 | 1,18 | 1,73 | 1,11 | 1,82 |
| 33 | 1,38 | 1,51 | 1,32 | 1,58 | 1,26 | 1,65 | 1,19 | 1,73 | 1,13 | 1,81 |
| 34 | 1,39 | 1,51 | 1,33 | 1,58 | 1,27 | 1,65 | 1,21 | 1,73 | 1,15 | 1,81 |
| 35 | 1,40 | 1,52 | 1,34 | 1,58 | 1,28 | 1,65 | 1,22 | 1,73 | 1,16 | 1,80 |
| 36 | 1,41 | 1,52 | 1,35 | 1,59 | 1,29 | 1,65 | 1,24 | 1,73 | 1,18 | 1,80 |
| 37 | 1,42 | 1,53 | 1,36 | 1,59 | 1,31 | 1,66 | 1,25 | 1,72 | 1,19 | 1,80 |
| 38 | 1,43 | 1,54 | 1,37 | 1,59 | 1,32 | 1,66 | 1,26 | 1,72 | 1,21 | 1,79 |
| 39 | 1,43 | 1,54 | 1,38 | 1,60 | 1,33 | 1,66 | 1,27 | 1,72 | 1,22 | 1,79 |
| 40 | 1,44 | 1,54 | 1,39 | 1,60 | 1,34 | 1,66 | 1,29 | 1,72 | 1,23 | 1,79 |
| 45 | 1,48 | 1,57 | 1,43 | 1,62 | 1,38 | 1,67 | 1,34 | 1,72 | 1,29 | 1,78 |
| 50 | 1,50 | 1,59 | 1,46 | 1,63 | 1,42 | 1,67 | 1,38 | 1,72 | 1,34 | 1,77 |
| 55 | 1,53 | 1,60 | 1,49 | 1,64 | 1,45 | 1,68 | 1,41 | 1,72 | 1,38 | 1,77 |
| 60 | 1,55 | 1,62 | 1,51 | 1,65 | 1,48 | 1,69 | 1,44 | 1,73 | 1,41 | 1,77 |
| 65 | 1,57 | 1,63 | 1,54 | 1,66 | 1,50 | 1,70 | 1,47 | 1,73 | 1,44 | 1,77 |
| 70 | 1,58 | 1,64 | 1,55 | 1,67 | 1,52 | 1,70 | 1,49 | 1,74 | 1,46 | 1,77 |
| 75 | 1,60 | 1,65 | 1,57 | 1,68 | 1,54 | 1,71 | 1,51 | 1,74 | 1,49 | 1,77 |
| 80 | 1,61 | 1,66 | 1,59 | 1,69 | 1,56 | 1,72 | 1,53 | 1,74 | 1,51 | 1,77 |
| 85 | 1,62 | 1,67 | 1,60 | 1,70 | 1,57 | 1,72 | 1,55 | 1,75 | 1,52 | 1,77 |
| 90 | 1,63 | 1,68 | 1,61 | 1,70 | 1,59 | 1,73 | 1,57 | 1,75 | 1,54 | 1,78 |
| 95 | 1,64 | 1,69 | 1,62 | 1,71 | 1,60 | 1,73 | 1,58 | 1,75 | 1,56 | 1,78 |
| 100 | 1,65 | 1,69 | 1,63 | 1,72 | 1,61 | 1,74 | 1,59 | 1,76 | 1,57 | 1,78 |

# الملحق رقم (07)

## Table de distribution de la loi T de student

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

| DL / P | 0,90 | 0,80 | 0,70 | 0,60 | 0,50 | 0,40 | 0,30 | 0,20 | 0,10 | 0,05 | 0,02 | 0,01 | 0,001 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **1** | 0,158 | 0,325 | 0,510 | 0,727 | 1,000 | 1,376 | 1,963 | 3,078 | 6,314 | 12,706 | 31,821 | 63,657 | 636,619 |
| **2** | 0,142 | 0,289 | 0,445 | 0,617 | 0,816 | 1,061 | 1,386 | 1,886 | 2,920 | 4,303 | 6,965 | 9,925 | 31,598 |
| **3** | 0,137 | 0,277 | 0,424 | 0,584 | 0,765 | 0,978 | 1,250 | 1,638 | 2,353 | 3,182 | 4,541 | 5,841 | 12,929 |
| **4** | 0,134 | 0,271 | 0,414 | 0,569 | 0,741 | 0,941 | 1,190 | 1,533 | 2,132 | 2,776 | 3,747 | 4,604 | 8,610 |
| **5** | 0,132 | 0,267 | 0,408 | 0,559 | 0,727 | 0,920 | 1,156 | 1,476 | 2,015 | 2,571 | 3,365 | 4,032 | 6,869 |
| **6** | 0,131 | 0,265 | 0,404 | 0,553 | 0,718 | 0,906 | 1,134 | 1,440 | 1,943 | 2,447 | 3,143 | 3,707 | 5,959 |
| **7** | 0,130 | 0,263 | 0,402 | 0,549 | 0,711 | 0,896 | 1,119 | 1,415 | 1,895 | 2,365 | 2,998 | 3,499 | 5,408 |
| **8** | 0,130 | 0,262 | 0,399 | 0,546 | 0,706 | 0,889 | 1,108 | 1,397 | 1,860 | 2,306 | 2,896 | 3,355 | 5,041 |
| **9** | 0,129 | 0,261 | 0,398 | 0,543 | 0,703 | 0,883 | 1,100 | 1,383 | 1,833 | 2,263 | 2,821 | 3,250 | 4,781 |
| **10** | 0,129 | 0,260 | 0,397 | 0,542 | 0,700 | 0,879 | 1,093 | 1,372 | 1,812 | 2,228 | 2,764 | 3,169 | 4,587 |
| **11** | 0,129 | 0,260 | 0,396 | 0,540 | 0,697 | 0,876 | 1,088 | 1,363 | 1,796 | 2,201 | 2,718 | 3,106 | 4,437 |
| **12** | 0,128 | 0,259 | 0,395 | 0,539 | 0,695 | 0,873 | 1,083 | 1,356 | 1,782 | 2,179 | 2,681 | 3,055 | 4,318 |
| **13** | 0,128 | 0,259 | 0,394 | 0,538 | 0,694 | 0,870 | 1,079 | 1,350 | 1,771 | 2,160 | 2,650 | 3,012 | 4,221 |
| **14** | 0,128 | 0,258 | 0,393 | 0 537 | 0,692 | 0,868 | 1,076 | 1,345 | 1,761 | 2,145 | 2,624 | 2,977 | 4,140 |
| **15** | 0,128 | 0,258 | 0,393 | 0,536 | 0,691 | 0,866 | 1,074 | 1,341 | 1,753 | 2,131 | 2,602 | 2,947 | 4,073 |
| **16** | 0,128 | 0,258 | 0,392 | 0,535 | 0,690 | 0,865 | 1,071 | 1,337 | 1,746 | 2,120 | 2,583 | 2,921 | 4,015 |
| **17** | 0,128 | 0,257 | 0,392 | 0,534 | 0,689 | 0,863 | 1,069 | 1,333 | 1,740 | 2,110 | 2,567 | 2,898 | 3,965 |
| **18** | 0,127 | 0,257 | 0,392 | 0,534 | 0,688 | 0,862 | 1,067 | 1,330 | 1,734 | 2,101 | 2,552 | 2,878 | 3,922 |
| **19** | 0,127 | 0,257 | 0,391 | 0,533 | 0 688 | 0,961 | 1,066 | 1,328 | 1,729 | 2,093 | 2,539 | 2,861 | 3,883 |
| **20** | 0,127 | 0,257 | 0,391 | 0,533 | 0,687 | 0,860 | 1,064 | 1,325 | 1,725 | 2,086 | 2,528 | 2,845 | 3,850 |
| **21** | 0,127 | 0,257 | 0,391 | 0,532 | 0,686 | 0,859 | 1,063 | 1,323 | 1,721 | 2,080 | 2,518 | 2,831 | 3,819 |
| **22** | 0,127 | 0,256 | 0,390 | 0,532 | 0,686 | 0,858 | 1,061 | 1,321 | 1,717 | 2,074 | 2,508 | 2,819 | 3,792 |
| **23** | 0,127 | 0,256 | 0,390 | 0,532 | 0,685 | 0,858 | 1,060 | 1,319 | 1,714 | 2,069 | 2,500 | 2,807 | 3,767 |
| **24** | 0,127 | 0,256 | 0,390 | 0,531 | 0,685 | 0,857 | 1,059 | 1,318 | 1,711 | 2,064 | 2,492 | 2,797 | 3,745 |
| **25** | 0,127 | 0,256 | 0,390 | 0,531 | 0,684 | 0,856 | 1,058 | 1,316 | 1,708 | 2,060 | 2,485 | 2,787 | 3,725 |
| **26** | 0,127 | 0,256 | 0,390 | 0,531 | 0,684 | 0,856 | 1,058 | 1,315 | 1,706 | 2,056 | 2,479 | 2,779 | 3,707 |
| **27** | 0,137 | 0,256 | 0,389 | 0,531 | 0,684 | 0,855 | 1,057 | 1,314 | 1,703 | 2,052 | 2,473 | 2,771 | 3,690 |
| **28** | 0,127 | 0,256 | 0,389 | 0,530 | 0,683 | 0,855 | 1,056 | 1,313 | 1,701 | 2,048 | 2,467 | 2,763 | 3,674 |
| **29** | 0,127 | 0,256 | 0,389 | 0 530 | 0,683 | 0,854 | 1,055 | 1,311 | 1,699 | 2,045 | 2,462 | 2,756 | 3,649 |
| **30** | 0,127 | 0,256 | 0,389 | 0,530 | 0,683 | 0,854 | 1,055 | 1,310 | 1,697 | 2,042 | 2,457 | 2,750 | 3,656 |
| **40** | 0,126 | 0,255 | 0,388 | 0,529 | 0,681 | 0,851 | 1,050 | 1,303 | 1,684 | 2,021 | 2,423 | 2,704 | 3,551 |
| **80** | 0,126 | 0,254 | 0,387 | 0,527 | 0,679 | 0,848 | 1,046 | 1,296 | 1,671 | 2,000 | 2,390 | 2,660 | 3,460 |
| **120** | 0,126 | 0,254 | 0,386 | 0,526 | 0,677 | 0,845 | 1,041 | 1,289 | 1,658 | 1,980 | 2,358 | 2,617 | 3,373 |
| **Infini** | 0,126 | 0,253 | 0,385 | 0,524 | 0,674 | 0,842 | 1,036 | 1,282 | 1,645 | 1,960 | 2,326 | 2,576 | 3,291 |