



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المرجع :/2021

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
فرع: علوم مالية ومحاسبية
التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة دراسة حالة - مؤسسة تسيير فندق الأوراسي -

مذكرة مكملية لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د)
تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:
الأستاذ : علية عبد الباسط

إعداد الطالب:
بورورو بوعلام

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	الأستاذ : دراغو عز الدين
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	الأستاذ : علية عبد الباسط
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	الأستاذ : خوازم حمزة

السنة الجامعية 2021/2020

دعاء

اللهم لا تجعلنا نصاب بالغرور إذا نجحنا ولا
باليأس إذا أخفقنا
وذكرنا أن الإخفاق هو التجربة التي تسبق النجاح
اللهم إذا أعطيتنا نجاحا فلا تأخذ تواضعنا
وإذا أعطيتنا تواضعا فلا تأخذ اعتزازنا بكرامتنا
ربنا تقبل إنك أنت السميع العليم
آمين

شكر

يقول رسول الله (صلى الله عليه وسلم): " لا يشكر الله من لا يشكر الناس " من منطق هذا الحديث أتوجه إلى الله تبارك وتعالى بالحمد والثناء والشكر كما يحبه ويرضاه

على أن وفقنا في إنجاز هذا العمل، على ما فيه من ضعف البشر وقصر النظر فما كنا فيه من صواب فهو من محض فضله سبحانه وتعالى ومنه علينا

فله الحمد والشكر ونسأل الله العفو والغفران.

فبعد شكر الله تعالى على توفيقه وامتنانه، نتقدم بجزيل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف:؛ عليه عبد الباسط.

كما نتقدم بالشكر إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة.

بوعلام

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وتقدير
	إهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
أ	مقدمة
8	الفصل الأول: الإطار النظري للقيمة والتقييم في الفكر المالي
9	المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة في الفكر المالي
9	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
9	المطلب الثاني: أنواع القيم المختلفة
11	المطلب الثالث: مؤشرات إنشاء القيمة
14	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول تقييم المؤسسة
14	المطلب الأول: مفهوم عملية التقييم
15	المطلب الثاني: دوافع و مراحل عملية التقييم
16	المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة
16	المطلب الأول: عوامل خارجية
18	المطلب الثاني: عوامل داخلية
19	المبحث الرابع: طرق تحديد قيمة المؤسسة
19	المطلب الأول: طريقة الذمة المالية
21	المطلب الثاني: طرق المردودية
25	المطلب الثالث: الطرق المختلطة
28	خلاصة الفصل الأول
38	الفصل الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة
39	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
39	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
41	المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح
42	المطلب الثالث: المحددات و العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح
45	المبحث الثاني: النماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
45	المطلب الأول: نموذج لينتر

46	المطلب الثاني : نموذج جوردين
47	المطلب الثالث :نموذج ولتر
47	المطلب الرابع :نموذج الإشارة
49	المبحث الثالث: المقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح
49	المطلب الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضية السوق الكامل
51	المطلب الثاني :المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد
55	خلاصة الفصل الثاني
64	الفصل الثالث: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
65	المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة فندق الأوراسي
65	المطلب الأول : التعريف بمؤسسة تسيير فندق الأوراسي
66	المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لمؤسسة فندق الأوراسي
68	المبحث الثاني : دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة فندق الأوراسي
68	المطلب الأول :الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة
69	المطلب الثاني :منهجية الدراسة
74	المطلب الثالث :تحليل نموذج الدراسة
78	خلاصة الفصل الثالث
85	الخاتمة
89	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	تطور المؤشرات المالية	11
1-2	العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة	54
1-3	الهيكل التنظيمي لإدارة فندق الأوراسي	66
2-3	مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار Durbin Watson	69

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-3	الدراسات الميدانية السابقة	70
2-3	عرض متغيرات الدراسة	73
3-3	مصفوفة معاملات الارتباط	74
4-3	نتائج الانحدار الخطي المتعدد لتقدير معالم النموذج	75

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان
01	جدول توزيع ستودنت (student)
02	جدول توزيع فيشر (Fisher)
03	جدول توزيع (Durbin Watson)
04	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2009
05	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2009
06	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2009
07	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2010
08	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2010
09	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2010
10	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2011
11	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2011
12	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2011
13	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2012
14	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2012
15	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2012
16	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2013
17	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2013
18	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2013
19	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2014
20	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2014
21	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2014
22	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2015
23	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2015
24	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2015
25	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2016
26	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2016
27	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2016
28	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2017
29	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2017
30	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2017
31	ميزانية الأصول لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2018
32	ميزانية الخصوم لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2018
33	جدول حسابات النتائج لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2018

قائمة الرموز والاختصارات

الرمز	الدلالة
β	معامل يقيس المخاطر
δ	الإنحراف المعياري
A	
AE	الأصل الاقتصادي
ANC	الأصل المحاسبي الصافي
ANCC	الأصل المحاسبي الصافي المصحح
B	
B_i	صافي الأرباح قبل الضريبة
BPA	نصيب السهم من الأرباح المحققة
BRA	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة
C	
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
CP	الأموال الخاصة
D	
d	معدل توزيع الأرباح
D	الديون
Div	توزيعات الأرباح
DPA	نصيب السهم من الأرباح الموزعة
F	
F_t	التدفق النقدي المتاح
G	
GW	Good will
g	معدل نمو التوزيعات
I	
I	Investissement
K	
K	معدل الخصم
K^*	معدل العائد المتوقع
L	
Log	Logarithme decimal

M	
القيمة السوقية المضافة	MVA
P	
سعر السهم	P
مضاعف السعر/ العائد	PER
الناتج المحلي الخام	PIB
R	
مردودية الأصل الاقتصادي	Re
مردودية الأموال الخاصة	Rcp
النتيجة الصافية	Rnet
معدل العائد المتوقع على الاستثمار	r
T	
taux de capitalisation	T
Taux de rétention de bénéfices	T _{ndiv}
V	
قيمة المؤسسة	Ve
القيمة الجوهرية	VSB
القيمة المحاسبية	V ₀
القيمة الحالية الصافية	VAN

مقدمة

شهدت الإدارة المالية تطورا مهما في العقود الأخيرة من القرن الماضي الشيء الذي أدى إلى زيادة قدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو مرتفعة، فبعد أن كان دور الإدارة المالية منصب على حدوده الضيقة المرتبطة بالاندماج بين المؤسسات ، أصبح اليوم واسع الاهتمام ليتجاوز دوره التقليدي، إلى الاهتمام بالوسائل والإجراءات التي من خلالها تستطيع المؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها المالية بالكميات المطلوبة وبتكاليف أقل ، سواء من المصادر الداخلية أو الخارجية.

فبعد أن كان الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم الربح ، والذي يعتبر هدف قصير الأجل لتجاهله عدة عناصر من بينها توقيت العائد ، التدفقات النقدية و المخاطرة، أصبح الهدف الآن وفي ظل بروز النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال تطوير و توزيع الموارد المتاحة بكفاءة على المدى الطويل ، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال تعظيم قيمة أسعار أسهم المؤسسة في السوق المالي، حيث أن هذه الأسعار لا تعكس قيمة المؤسسة في أي لحظة، لانعدام كفاءة الأسواق.

يعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة من الأهداف الحديثة للإدارة المالية، وهو هدف يصعب تحقيقه لارتباطه بمتغيرات كمية أو نوعية، جزئية أو كلية، خارجية أو داخلية.... الخ، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين هذه المتغيرات.

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث أن توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارة مالية ، ترسل إلى السوق المالي، تترجم على أن المؤسسة بوضعية مالية جيدة، وبالتالي يزيد إقبال المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة ، الشيء الذي يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي قيمة المؤسسة، كما أن القيام بعملية توزيع الأرباح يؤدي إلى التقليل من تكاليف الوكالة ، حيث أنها في الجهة المقابلة قد تعني حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية ، وعليه وجب المفاضلة بين المنفعة الناشئة من تقليل تكاليف الوكالة وزيادة توزيعات الأرباح. كما أن قرار توزيع الأرباح ليس دائما في صالح الملاك، حيث أن القيام بالتوزيع يزيد من نسبة التمويل الخارجي، وهذا يؤدي إلى زيادة تكاليف الصفقات، والتي يكون لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للمؤسسة.

I- الإشكالية:

بناء على ما سبق يمكن معالجة الموضوع ضمن الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي (EL-AURASSI)؟.

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع، عملنا على تحليلها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ❖ كيف يتم تقييم المؤسسة في إطار النظرية المالية؟
- ❖ كيف يتم بناء سياسة مثلى لسياسة توزيع الأرباح؟
- ❖ هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؟

II- الفرضيات:

- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

III- أسباب اختيار الموضوع:

- ❖ هناك عدة أسباب موضوعية أدت إلى اختيار الموضوع نذكر منها:
- ❖ قلة البحوث الأكاديمية حول سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة؛
- ❖ تعتبر سياسة توزيع الأرباح محل جدل قائم في الإدارة المالية، ومحاولة للإسهام في البحث القائم حول ترشيد هذه السياسة ثم تأثيرها على قيمة المؤسسة؛
- ❖ الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع الذي يندرج ضمن التخصص؛
- ❖ السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية و المالية.

IV- أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة من خلال مايلي:

- ❖ ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية ، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة؛
- ❖ أهمية سياسة توزيع الأرباح في حد ذاتها ، إذ تعتبر من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة، والتي أصبحت حالياً تلقى اهتماماً كبيراً لما يستعمل فيها من أساليب علمية؛
- ❖ مساهمة الدراسة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع.

V- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:

- ❖ طرح مختلف وجهات النظر حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة؛
- ❖ إمكانية تطبيق النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة على أرض الواقع.

VI- المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

من أجل الإحاطة بالجوانب المختلفة للموضوع، والوصول إلى إجابة عن التساؤلات المطروحة واختبار صحة الفرضيات من عدمها، تم الاعتماد على المنهج الوصفي من خلال تقديم الإطار النظري للقيمة و التقييم و سياسة توزيع الأرباح، والمنهج التاريخي من خلال عرض تطورات خلق القيمة، إضافة إلى المنهج التحليلي، من خلال تفسير وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وذلك بتحليل العلاقات الرياضية في الجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي، فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي- التحليلي، من خلال جمع البيانات ومعالجتها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **EVIEWS10**، ثم تقديم تحليل لمخرجات البرنامج.

أما عم أدوات الدراسة ، فتتمثل في المراجع المكتبية لعدد من الكتب و المذكرات ذات علاقة بالموضوع، وكذا المقالات المنشورة على المواقع الإلكترونية، إلى جانب الإطلاع على القوائم المالية وتقارير لجنة تنظيم و مراقبة البورصة (cosob)، والمعلومات المالية الخاصة بمؤسسة فندق الأوراسي ، والمنشورة في المواقع الإلكترونية التالية:

- ❖ الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: dz.sgbv.www
- ❖ الموقع الإلكتروني لمؤسسة فندق الأوراسي: com.aurassi-el.www
- ❖ الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): dz.cosob.www

VII- حدود الدراسة:

للإجابة على إشكالية البحث و التوصل إلى نتائج دقيقة، تم حصر الدراسة من حيث المكان و الزمان كمايلي:

- ❖ الحدود المكانية
- شملت الدراسة التطبيقية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، باعتباره مؤسسة مدرجة في البورصة، بالإضافة تحقيقها نتائج مالية جيدة خلال فترة النشاط.
- ❖ الحدود الزمنية:

تغطي الدراسة الحالية فترة عشرة سنوات ممتدة من سنة 2009 إلى غاية سنة 2018.

VIII- الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث نذكر مايلي:

- ❖ دراسة: علي بن الضب، 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 في علوم التسيير ، جامعة ورقلة، 2009.
- حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة ومن ثم على أسعار أسهم الدول العربية، و التعمق في طرق التقييم المتعدد واختبار إمكانية تطبيقها و الوقوف على النقائص و الصعوبات في ظل الإصلاحات المحاسبية الوطنية، وهذا من أجل اختبار الدراسة على عينة متكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2008، إضافة إلى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات

المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2006-2008، وكذا محاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال مراعاة مؤشرات المردودية.

❖ دراسة وليد زيرام: "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة : دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية و المغربية خلال الفترة :2003-2011"، مذكرة ماجستير ،جامعة سطيف، 2012/2011.

هدفت الدراسة لتحليل دور سياسة توزيع الأرباح في الحد من الاختلالات الناجمة عن القرارات المالية و أثرها في تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة من خلال السوق المالي السعودي والسوق المالي المغربي للفترة الممتدة من 2003 إلى 2011.

حيث توصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح تتمتع بتأثيرات كبيرة على القيمة السوقية للمؤسسة مما يجعلها تمتاز بحساسية عالية لذا وجب التعامل معها بحذر من قبل الإدارة و المساهمين ،كما توصلت الدراسة إلى ضرورة الموازنة بين رغبة التوسع و رغبة الحفاظ على انتظام التوزيعات.

❖ عبد الكريم بوحادرة: " أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم".

هدف البحث إلى دراسة الموارد المالية المتوفرة لدى المؤسسة و معرفة مدى تأثيرها على قيمتها ، و دراسة أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم ، من خلال التركيز على الأرباح المحتجزة ، حيث يعالج البحث الإشكالية التالية : ما هو الدور الذي تلعبه سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، في ظل الظروف التي تتسم بعدم الثبات و عدم التأكد؟ وللإجابة على الإشكالية تم دراسة مجموعة من المؤسسات، منها المؤسسات الجزائرية (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)، والمؤسسات الأجنبية الأمريكية (ALCOA، TEXAS INDUSTRIES، ADTRAN)، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار صحة فرضيات الدراسة، و الاعتماد على كل من برنامجي EXCEL و SPSS. توصلت الدراسة إلى أن الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية و تلعب سياسة توزيعات الأرباح دورا هاما في تحديد قيمة السهم فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينما تقرر المؤسسة التوزيعات عموما تكون قادرة على تغطية مبلغ هذه التوزيعات .

IX- هيكل الدراسة:

من أجل إنجاز الدراسة و الإجابة على إشكالياتها، قمنا بتقسيمها إلى جانبين ، جانب نظري وينطوي على فصلين، وجانب تطبيقي وينطوي على فصل واحد، و عليه يمكن استعراض هيكل الدراسة كمايلي:

الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري للقيمة و التقييم في الفكر المالي وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تم تخصيصه لماهية قيمة المؤسسة في الفكر المالي، والمبحث الثاني للعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، أما المبحث الثالث فخصص لطرق تحديد قيمة المؤسسة.

الفصل الثاني تحت عنوان علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة، وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث ، المبحث الأول خصص للإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح ، أما المبحث الثاني فخصص للنماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح ، في حين خصص المبحث الثالث للمقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح.

الفصل الثاني تحت عنوان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول خصص لتقديم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

X- صعوبات الدراسة

لقيت عملية إنجاز الدراسة جملة من المعوقات أهمها:

- ❖ ضيق فترة إعداد الدراسة؛
- ❖ نقص المراجع المرتبطة بالدراسة في مكتبة المركز الجامعي؛
- ❖ نقص الإفصاح عن القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة،
- ❖ اقتصار عملية الدراسة على البيانات المالية المنشورة في الموقع الرسمي للبورصة، وذلك لصعوبة الحصول على موافقة من أجل القيام بعمل ميداني.

XI- التعريفات الإجرائية:

- ❖ سياسة توزيع الأرباح: يقصد بها كيفية التصرف في الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، وذلك من خلال المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، أو احتجاز الأرباح من أجل إعادة استثمارها.
- ❖ قيمة المؤسسة: عبارة عن المبلغ التقديري الذي يخلص إليه الخبير، يتم من خلاله تقدير قيمة الأموال الخاصة للمساهمين.

الفصل الأول:

الإطار النظري للقيمة والتقييم في
الفكر المالي

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة في
الفكر المالي

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول
تقييم المؤسسة

تمهيد

يحتل موضوع التقييم مكانة هامة في مراكز القيادة والتسيير داخل المؤسسات الاقتصادية فالتسيير بالتقييم أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى، لذا يعتبر تقييم من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على استمراريتها إلا أن مفهوم التقييم ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده .

يهدف هذا الفصل إلى التعرف على ماهية قيمة المؤسسة وكذا التقييم المالي للمؤسسة وأنواعها المختلفة وجوانبها ولتعظيم قيمتها لأبد من توفر مؤشرات مختلفة وطرق التقييم الدالة على النمو وخلق القيمة ومنه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول نتناول فيه مفاهيم التقييم ومختلف أنواعه والجوانب المختلفة في تحديدها، أما المبحث الثاني فخصصناه للإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، في حين تم تخصيص المبحث الثالث للدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع.

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة في الفكر المالي

يتجه الفكر المالي عند دراسته للقيمة إلى القيمة المرتبطة بالمؤسسة، حيث تتخذ هذه الأخيرة عدة مفاهيم وأنواع مختلفة ولقياس هذه القيمة توجد عدة أساليب وأشكال. وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم قيمة المؤسسة في المطلب الأول، وأنواع القيم المختلفة في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص لمؤشرات إنشاء القيمة.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

تتوقف قيمة أي أصل اقتصادي على عدة عوامل: الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لصالحها، ونوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة، كل هذا يجعل من مفهوم القيمة مفهوما ليس واضحا ومباشرا، وسنستعرض جملة من المفاهيم حول قيمة المؤسسة لإزالة هذا الغموض الذي يكتنف مفهوم القيمة.

أولا: مفهوم القيمة

تعرف القيمة على أنها: "مبلغ يدفع مقابل أصل، أو حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل".¹

وتعرف أيضا على أنها: "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها ويعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".²

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن :

القيمة عبارة مبلغ نقدي متفاوض عليه ومقيم من طرف خبير متخصص، وذلك من أجل الحصول على أصل أو عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل.

المطلب الثاني: أنواع القيم المختلفة

للقيمة مفاهيم متعددة، نذكر العشرة الأهم منها:

❖ القيمة السوقية:

تعبر عن قيمة المؤسسة في السوق والتي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع، كما تعرف أيضا بالقيمة النقدية.³

❖ القيمة الاستثمارية:

عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين،⁴ أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته، مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما:⁵

- ✓ القيمة الإضافية التي يمكن أن تتحقق خلال السنوات اللاحقة؛
- ✓ حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم و الظروف العامة.

❖ القيمة الإستعمالية والتبادلية:

القيمة الإستعمالية هي قيمة الأصل كجزء من المؤسسة العاملة، كما يقصد بها منفعة الشيء، أما القيمة التبادلية فهي قيمة الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته منفصلا عن وجود كيان تشغيلي ما.¹

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

² هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 37.

³ عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 65.

⁴ عبد الكريم بوحادرة، مرجع السابق، ص 65.

⁵ سعيد بركة، سعيد مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009، ص 4.

❖ قيمة شهرة المحل

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

❖ القيمة الدفترية

هي تلك القيمة الحسابية للأصل كما هي واردة في حسابات المؤسسة،³ وهي الأكثر تضليلا في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوصا منها الإهلاك المتراكم.

❖ قيمة التصفية

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

❖ القيمة القابلة للتأمين

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

❖ قيمة الإحلال

القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة امتلاك أصل جديد ذو منفعة مساوية وتقدير التكلفة الإحلالية، بالأخذ بعين الاعتبار الكيفية التي سيتم استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة. والقيمة الإحلالية ليست قيمة إعادة الإنتاج، فالأخيرة هي تكلفة الأصل المكرر بناءا على الأسعار الجارية، وتستخدم قيمة الإحلال وتكلفة إعادة الإنتاج غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا ينتج عنها دخل مباشر مثل: الأثاث والمعدات و التجهيزات.⁶

❖ القيمة المتبقية

تمثل قيمة المبلغ الممكن تحقيقه بع بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة، والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه.⁷

المطلب الثالث: مؤشرات إنشاء القيمة

تهدف أي مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمؤشرات لخلق القيمة.⁸

ومن خلال هذا المطلب سنتناول لمحة عن تطور مؤشرات إنشاء القيمة وطرح أنواع هذه المؤشرات.

أولاً: تطور مؤشرات إنشاء القيمة

عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل و النوع إلى غاية سنة 1985، اتصفت هذه المؤشرات بالطابع المحاسبي و المالي فهي ترتبط بالعوائد و الأرباح ، واستمرت هذه النظرية إلى غاية سنة 1995 أين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي تصور واضح حول إمكانيات المؤسسة، ومدى قدرتها على تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية فضلا عن عدم جدوى

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره ،ص 15.

² نفس المرجع ، ص 15.

محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم و السندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر ،عمان، 2005، ص 108.³
⁴ بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات البترولية، دراسة حالة قسم النقل لمؤسسة ENTP، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة في علوم التسيير فرع إدارة أعمال، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2003/2002، ص 10.

هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره ، ص 40.⁵

⁶ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

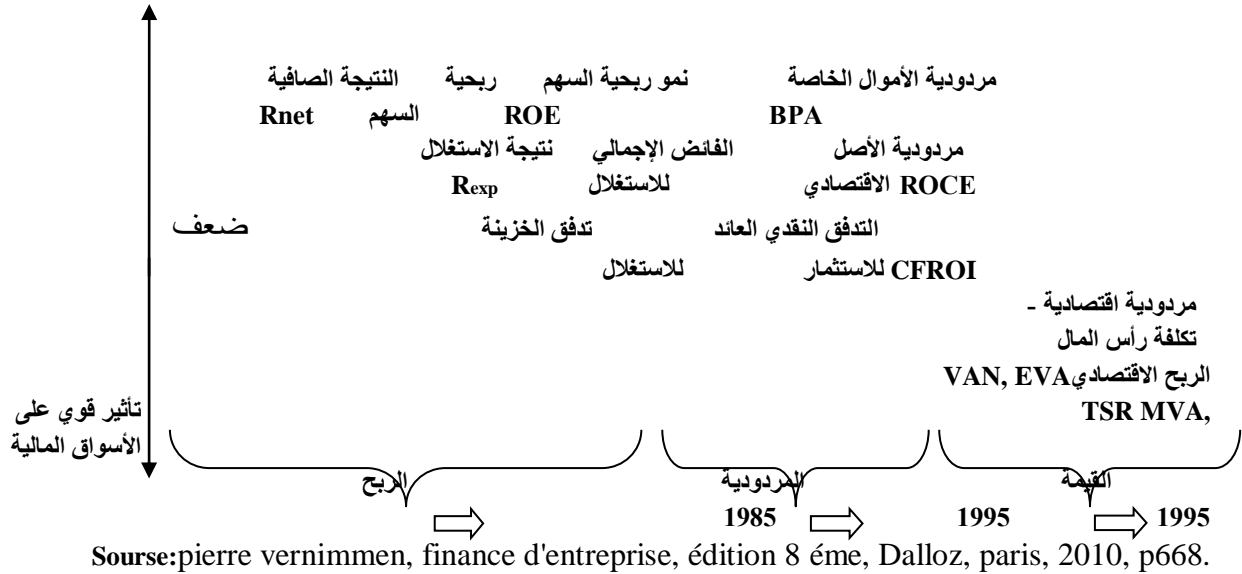
السعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 05.⁷

هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 55.⁸

المؤشرات المحاسبية في فترات التضخم والوهم النقدي، وحتى سنة 1995 تيقظت النظرية المالية إلى مؤشرات المحاسبية ذات الصلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو بالأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.

ولا ننسى أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية بالإضافة إلى المؤشرات السوقية (البورصية) لما تكتسيه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية و الضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة؛ ويمكن تلخيص التطورات السابقة في الرسم البياني التالي:

الشكل (1-1): تطور المؤشرات المالية



ثانيا: أنواع مؤشرات خلق القيمة

يمكن تصنيفها إلى أربعة مؤشرات ، مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مؤشرات ذات طبيعة مالية، مؤشرات ذات طبيعة منهجية، مؤشرات ذات طبيعة بورصية.¹

1- مؤشرات ذات طبيعة محاسبية: حتى منتصف الثمانينيات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات النتيجة الصافية Rnet، ربحية السهم الواحد BPA، نتيجة الاستغلال Eexe والفائض الإجمالي للاستغلال. أما في الجيل الثاني حيث ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الأموال ، والتي سميت بمردودية الأموال الخاصة (Rcp) ، بالإضافة إلى أثر الرافعة المالية و مردودية الأصل الاقتصادي (RE).²

1.1- ربحية السهم الواحد (BPA): بقي هذا المؤشر المفضل في مالية المؤسسة. فبالرغم من محدوديته ، إلا أنه الأكثر استخداما اليوم وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعف النتيجة الصافية PER، واستعمال ربحية السهم مبني على ثلاثة أخطاء:

- الاعتقاد بوجود ربحية السهم تأخذ في الحسبان تكلفة الأموال الخاصة و بالتالي الخطر؛
- الاعتقاد بأن المعطيات المحاسبية تملك تأثير ميكانيكي على قيمة المؤسسة
- الاعتقاد أن كل القرارات المالية التي تأخذ بنمو ربحية السهم تؤدي إلى زيادة القيمة ، وهذا باعتبار أن مضاعف النتيجة الصافية يبقى ثابتا قبل و بعد القرارات المالية. لكن في معظم الحالات هذا

¹Pierre vernimmen, finance d'entreprise, édition 8 éme, Dalloz, paris, 2010, p668.

²Pierre vernimmen, op.cit, 640.

- الاقتراض خاطئ. فالقيمة ليست مضاعف مباشر لربحية السهم لأن القرار يؤثر على تقدير المستثمرين للخطر و النمو المحتمل للمؤسسة.¹
- إن معيار ربحية السهم لا يعتبر مؤشر لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط الثلاثة التالية:
- خطر الأصل الاقتصادي هو نفسه من دورة لأخرى قبل و بعد عملية (الاندماج، الإستحواذ، زيادة أو تحويل رأس المال ، الاستثمار.....)؛
 - معدل نمو النتائج هو نفسه قبل و بعد الصفقة؛
 - الهيكل المالي للمؤسسة هو نفسه من دورة لأخرى، أو هو نفسه قبل وبعد الصفقة.
- 2.1 - **معدلات المردودية المحاسبية:** $(R_{cp}, Re)^2$
- تمثل النوع الثاني من المؤشرات المحاسبية، حيث أنها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية، وذلك بقسمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة.
- فالمردودية الاقتصادية هي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال قبل الضريبة على الأصل الاقتصادي، و ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$Re = \frac{\text{نتيجة الإستغلال قبل الضريبة}}{\text{الأصل الاقتصادي}} \dots \dots (1 - 1)$$

أما مردودية الأموال الخاصة فهي حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، وتسمى أيضا بالمردودية المالية ، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$R_{cp} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \dots \dots (2 - 1)$$

2- المؤشرات ذات طبيعة مالية:

يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية يتمثل في القيمة الحالية الصافية.

1.2- القيمة الحالية الصافية:

يعتبر من أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن ، حيث تعبر القيمة الحالية عن مدى خلق أو تدمير القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة ، وسيكون هناك سعي دائم لتحديد التدفقات المالية ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين.

هذا المؤشر يتطور وفق توقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيراد للأموال المستثمرة لمدة معينة، وتحسب القيمة الحالية الصافية بالعلاقة التالية:³

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + K)^t} - V_0 \dots \dots (3 - 1)$$

حيث:

F_t : التدفقات النقدية للأصل المالي؛

K : معدل الخصم؛

t : الفترة؛

V_0 : القيمة المحاسبية.

ثالثا : المؤشرات ذات الطبيعة المنهجية (المحاسبية/ المالية)

سننتقل إلى المؤشرات التي جمعت بين النوعين السابقين.

¹Ibid, p:675

²Ibid, p-p: 296-297.

³Ibid, P:396

1- القيمة الاقتصادية المضافة أو الربح الاقتصادي EVA

الربح الاقتصادي يقيس الثروة التي شكلتها المؤسسة خلال دورة معينة، مع الأخذ بتكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.¹ كما يسمح بالوقوف على مدى مساهمة كل عنصر في المؤسسة، وذلك حسب التصنيف المتبع، المنتج، سوق أو نشاط في القيمة البورسية للمؤسسة بالدرجة الأولى، كما يفيد ذلك في معرفة قيمة المؤسسة ككل حتى وإن لم تكن مسعرة في البورصة.² يحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية:³

$$EVA = AE \times (Re - k) \dots (4 - 1)$$

حيث:

AE: الأصل الاقتصادي؛

Re: المردودية الاقتصادية؛

K: تكلفة التمويل.

رابعاً: المؤشرات ذات طبيعة بورسية

تتمثل في القيمة المضافة (MVA) وعائد المساهم الكلي (TSR)

القيمة السوقية المضافة (MVA):

يطبق هذا المؤشر على المؤسسات المدرجة في البورصة، ويتمثل في الفرق بين القيمة السوقية و القيمة المحاسبية للموال الملتزم بها (الأموال الخاصة والديون المالية) للمؤسسة، فالقيمة السوقية المضافة تشير إلى القيمة التي خلقتها المؤسسة للمساهمين ن غير أنها لاتسمح بمعرفة متى تتحقق هذه القيمة.⁴ وتحسب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة التالية:⁵

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + K)^t} \dots \dots (5 - 1)$$

1- عائد المساهم الكلي TSR

يحسب عائد المساهم الكلي مثل معدل مردودية المساهم، حيث يشتري السهم في بداية المدة ثم يلمس توزيعات، والتي تفترض أن يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم جديدة، بالإضافة إلى أن المساهم يقدر محفظته للأوراق المالية في نهاية المدة على أساس آخر سعر للسهم.⁶ ولإعطاء هذا المؤشر معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة تمتد من 5 إلى 15 سنة كمتوسط حسابي، ويحسب بالعلاقة التالية:⁷

$$TSR = \frac{P_0 + Div + p_1}{div_0} \dots \dots (6 - 1)$$

حيث:

¹ Ibid., p:671.

² هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات الاقتصادية من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص 07.

³ Pierre vernimmen, op.cit, p:671.

⁴ Arnaud thauvron, evaluation d'entreprise, 3eme édition, economica, paris, 200, p:237.

⁵ سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

⁶ Pierre vernimmen, op.cit, p:674.

⁷ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009، ص 11.

P_0 : سعر السهم السوقي في بداية المدة؛

Div: التوزيعات؛

P_1 : سعر السهم السوقي في نهاية المدة.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول تقييم المؤسسة

يعتبر التقييم الأساس لكثير من الدراسات العلمية و البحثية، فلم يعد تحديد الأرباح الصافية مؤشرا كافي المعرفة قيمتها، لأن النتائج المحاسبية المعطاة لا تعكس الواقع السوقي، وعلى إثر ذلك خصصنا هذا المطلب للتعريف بالتقييم، دوافعه والمراحل التي تبين مسار عمله.

المطلب الأول: مفهوم عملية التقييم

الفرع الأول: تعريف عملية التقييم

يعرف التقييم على أنه: " عملية تحليلية من طرف شخص متخصص، يهدف من ورائها إلى تحديد قيمة معينة لشيء معين خلال فترة زمنية معينة."¹

يعرف تقييم المؤسسة بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة. والتي تحدد بصافي قيمة الأصول والمتمثلة في الفرق بين قيمة الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية بعد تقييمهما، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين.² كما يعرف التقييم على أنه: " إعطاء قيمة للعناصر المراد تقييمها، بحيث تعبر هذه القيمة عن سعر التوازن الذي يقبل على أساسه المشتري بالشراء و البائع بالبيع." و يعرف التقييم أيضا بأنه: " عملية تقنية تستعمل منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال تكمنضمنه القيمة المراد الوصول إليها".

أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، والتي تساوي إلى الفرق بين الأصل الاقتصادي وقيمة المديونية الصافية، وتحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين.³ مما سبق يمكن القول بأن تقييم المؤسسة عبارة عن عملية تقدير قيمة ممتلكات المؤسسة باستعمال أدوات وتقنيات خلال فترة معينة.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف التقييم على أنه حصر و تقدير لقيمة شيء معين بهدف الوصول إلى صافي قيمة ذلك الشيء بغض النظر عن الطريقة التي يمكن إتباعها لتقدير تلك القيمة ، خلال فترة زمنية معينة .

الفرع الثاني: أهمية عملية التقييم

تكتسب عملية تقييم الأداء المالي أهمية خاص عند تطبيقها سواء في القطاع العام أو الخاص تكمن فيما يلي:

- ❖ الكشف عن مدى تحقيق القدرة الإرادية والقدرة الكسبية في المؤسسة ؛
- ❖ الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المالية المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائدا أكبر وبتكاليف أقل وبنوعية أفضل؛
- ❖ معرفة مستوى إنجاز المؤسس للوظائف المكلف بأدائها مقارنة بتلك الوظائف المدرجة في خطتها؛
- ❖ تصحيح الموازنات التخطيطية ووضع مؤشرات في المسار الذي يوازن بين الطموح والإمكانات المتاحة ، حيث تلك نتائج تقييم الأداء المالي قاعدة معلوماتية كبيرة في رسم السياسات والخطط العملية البعيدة عن الميزانية والتقديرات غير الواقعية ؛

¹ علي بنضيب، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² رانية كوثر راجي، بومزايد إبراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي ، المجلد 06، العدد10، ديسمبر 2018 ، جامعة سكيكدة ، ص 06.

قبلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 14.

- ❖ الكشف عن أماكن الخلل والضعف في نشاط المؤسسة وإجراء تحليل شامل لها وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها وتصحيحها، وإرشاد المنفذين إلى وسائل تلافيها مستقبلاً؛
- ❖ التوزيع العادل للمكافآت والحوافز بناءً على نتائج تقييم الأداء.

المطلب الثاني: دوافع ومراحل عملية التقييم

الفرع الأول: دوافع عملية تقييم المؤسسة

تعد عملية التقييم وسيلة ليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة نذكر منها:

أولاً: على المستوى الاستراتيجي

- ❖ الدخول في البورصة؛
- ❖ التنازل عن شهرة المحل؛
- ❖ السيطرة على شركة عن طريق امتلاك جزء من أسماؤها؛
- ❖ إعادة تقييم الميزانية؛
- ❖ الاندماج بين الشركات؛
- ❖ الرفع من رأس المال من أجل تحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة؛
- ❖ إقامة شراكة مع مؤسسات أخرى؛
- ❖ فتح رأس مال أو جزء منه للاكتتاب العام.

ثانياً: على المستوى التشغيلي

- ❖ قياس خلق القيمة و تقييم الأداء المالي؛
- ❖ شراء و بيع السندات وتسيير المحفظة المالية؛
- ❖ تطور الذمة المالية المتراكمة؛
- ❖ مردودية الأموال المستثمرة؛
- ❖ وضع نظام مكافأة العمال.

الفرع الثاني: مراحل عملية تقييم المؤسسة

تتم عملية التقييم المالي وفق الخطوات التالية:²

أولاً: تحديد المهمة

إن تحديد المهمة يوضح الطريق الذي يجب تتبعه، كما يوفر الجهد والوقت ومن ثم التكلفة، لذا تعد أول وأهم مرحلة في عملية التقييم.

ثانياً: جمع المعلومات

يعتبر جمع المعلومات مرحلة مهمة وأساسية في عملية التقييم، ذلك أن جمع المعلومات يساعد على تنفيذ عملية التقييم للمؤسسة محل التقييم، فهي تمثل القاعدة التي تبنى عليها القرارات المختلفة التي تتخذها المؤسسة.

ثالثاً: تشخيص وضعية المؤسسة

تسمح لنا عملية التشخيص بمعرفة ما كانت عليه المؤسسة وما آلت إليه، وهو ما يقودنا إلى التطلع على المستقبل من خلال نقاط القوة والضعف، وبالتالي الحكم على وضعية المؤسسة.³

فالتشخيص يمثل مرحلة أساسية لتقييم المؤسسات، إذ يتوجب القيام بتحليل كلي لنقاط القوة والضعف للمؤسسة قبل القيام بتقييمها، بهدف إيجاد قيمة المؤسسة والتي لا يمكن معرفتها إلا بعد القيام بعملية

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 20.

² بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 17.

³ مملكة زغيب، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخوصصة وال دور الجديد للدولة، جامعة سطيف، 2004، ص 4.

التشخيص، و تكمن أهميته أيضا في أنه مهم للقيام باتخاذ القرارات الإستراتيجية المالية للمؤسسة في إطار خلق الثروة.

رابعاً: اختيار طريقة التقييم

ودلك وفق الظروف و المحددات التي تحيط بعملية التقييم

خامساً: إجراء عملية التقييم

ومنه إيجاد قيمة المؤسسة.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مرادفا لهدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم أي تعظيم ثروة الملاك، حيث أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات تختلف حسب البيئة الخارجية و الداخلية للمؤسسة.

المطلب الأول: عوامل خارجية

تتمثل العوامل الخارجية في المتغيرات الاقتصادية، السياسة المالية، السياسة النقدية وكفاءة السوق المالي.

الفرع الأول: المتغيرات الاقتصادية وقيمة المؤسسة

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وتتمثل في :

أولاً: الناتج المحلي الخام PIB

يقصد به مجموع الناتج الاقتصادي الداخلي الجاري من السلع والخدمات النهائية مقيمة بسعر السوق خلال فترة زمنية معينة. ويعتبر الناتج المحلي الخام أحسن معيار للأداء الاقتصادي لبلد ما لأنه يعبر عن مقياس النمو الاقتصادي.¹

فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يؤدي إلى زيادة في حركة التعامل بالأسهم، ويؤدي بالتالي إلى زيادة أسعارها وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الناتج المحلي الخام يؤدي إلى الزيادة في عرض النقود بشكل قد يحدث التضخم والذي يؤدي إلى انخفاض في قيمة الأسهم.²

ثانياً: معدل التضخم

يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر والملحوس في المستوى العام للأسعار، فارتفاع معدل التضخم غير المتوقع يترك أثراً سلبياً على أسعار الأسهم، وذلك لسببين إحداهما مباشر و الآخر غير مباشر، فالأول يبرز من خلال الزيادة في معدل المردودية المطلوب لتغطية مخاطر التضخم، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم، أما السبب غير المباشر مرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها.³

الفرع الثاني: السياسة النقدية وقيمة المؤسسة

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تمارسها الدولة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.⁴ فلا يمكن للمؤسسة تمويل أصولها كمياً من أموال المساهمين، لذلك فهي تعتمد على مصادر أخرى للتمويل، ومن ثم فإن التغيير في السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل.

¹ السعيد بريس، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر، 2007، ص ص 61-62.
² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 296.

نفس المرجع السابق، ص 296.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 291.

الفرع الثالث: السياسة المالية وقيمة المؤسسة

بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي، فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والإنفاق الحكومي بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن تستخدم في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الأسعار والتوظيف الكامل والنمو الاقتصادي.

أولاً: الضرائب

ضرائب الدخل المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباح المؤسسات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، كذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل لمتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضاً على الطلب على أوراق مالية معينة،

فهناك سندات معفاة من الضريبة، وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة لكونها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه أو تستخدم تكنولوجيا وغير ذلك.

وعليه فإن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية، ولكن أيضاً على الأسعار النسبية للأصول.¹

ثانياً: الإنفاق الحكومي

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الإجمالي أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين أو لمنطقة معينة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع، ومنه زيادة الطلب على أسهم المؤسسات الناشطة في ذلك القطاع، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

ثالثاً: سعر الصرف

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث ازدادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية. فسعر الصرف خطر لجميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والإستيراد بصفة خاصة، والمسیر لابد أن يسیر هذا الخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الخطر الذي يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية إذا كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.²

الفرع الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية وقيمة المؤسسة

يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تثبتتها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك

طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 99.¹
علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 46.²

السهم من مخاطر.¹

وتتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وفق الخطوات التالية:²

أولاً: يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، فكلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق؛
ثانياً: يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريباً، مما يعني استجابة فورية تنعكس مباشرة على سعر الورقة المالية قيد التداول؛

ثالثاً: فور وصول المعلومات الجديدة و التي هي بمثابة أنباء سارة أو غير سارة يعمل المستثمرون على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، حيث لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها؛

رابعاً: وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه و التي من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً و هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

المطلب الثاني: عوامل داخلية

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية، والتي يمكن القول عموماً بأنه يمكن التحكم فيها، وتتمثل أساساً في: الحوكمة، تكلفة التمويل، تكلفة الاستدانة وسياسة توزيع الأرباح.

الفرع الأول: ميكانيزمات الحوكمة وقيمة المؤسسة

تتمثل حوكمة الشركات في مجموعة الآليات التي تساعد المؤسسة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمة أسهم المؤسسة واستمرارها في الأجل الطويل.

ويمكن تعريفها بأنها مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة المؤسسة من جهة المساهمين وأصحاب المصالح من جهة أخرى. والتي يؤدي تطبيقها إلى التقليل من حالات الغش وتجنب الصراع، والتصرف غير المقبول في المؤسسات.³

الفرع الثاني: تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة

ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد يعادل عموماً الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه إذا أن قبوله يترك أثراً سلبياً على ثروة الملاك، أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، وتتوقف تكلفة التمويل على نوعية الميزج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما كان لذلك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، أي القيمة السوقية لأسهمها العادية، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.⁴

الفرع الثالث: تكلفة الاستدانة وقيمة المؤسسة

أحياناً تعطي الاستدانة لمؤسسة أثراً إيجابياً من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر الذي تحققه من الوفورات الضريبية، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين ثم يبدأ ظهور مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكلفة الإفلاس مجمل

صالح مفتاح، فريدة معارف، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص ص 181-182.¹

نفس المرجع السابق، ص 185.²

يحيى سعيد، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة الوادي، 2012، ص ص 184-185.³

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 427.

الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة قبل إشهار إفلاسها، إضافة إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الدفترية.

وحرصا من الدائنين والمقترضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس فإنهم يلجئون من الوهلة الأولى إلى نقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما ينذر بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال. ويتجلى مما سبق وجود علاقة تأثيرية بين نسبة الاستدانة، حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه المساهمون.¹

الفرع الرابع: سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

تعد سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي، ويعطيها أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين و بين احتجاز تلك الأرباح لغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية، ولمعرفة وجود تأثير لهذا القرار على قيمة المؤسسة من عدمه الفصل الثاني لدراسة هذا التأثير.

المبحث الرابع: طرق تحديد قيمة المؤسسة

هناك طرق متعددة لتحديد قيمة المؤسسة تختلف باختلاف المبادئ التي تركز عليها، فنجد منها ما يهتم بتقييم أصول المؤسسة والتزاماتها، أو ما يعرف بطرق الذمة المالية، ومنها ما يهتم بتقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، وتوزيعات الأرباح والتدفقات النقدية وهي ما تعرف بطرق المردودية، بالإضافة إلى الطرق المختلطة التي تجمع بين الطريقتين السابقتين. وعليه يمكن تصنيف طرق تحديد قيمة المؤسسة إلى ثلاث طرق أساسية هي:

- ❖ طرق الذمة المالية؛
- ❖ طرق المردودية؛
- ❖ الطرق المختلطة.

المطلب الأول: طريقة الذمة المالية

تعتمد طرق الذمة المالية أو ما يسمى بالطريقة المحاسبية على المعلومات الموجودة في الميزانية،² ويتم من خلالها حساب قيمة المؤسسة بطرح مجموع الخصوم المستحقة من إجمالي الأصول. تقوم طرق الذمة المالية على تقييم كل عنصر من عناصر الميزانية بانفصال، وذلك من خلال المجموع الجبري. فهي طرق سهلة وبسيطة تعتمد على معطيات وقيم حقيقية.³ فعناصر الميزانية تكون مسجلة بتكلفتها التاريخية، الأمر الذي ينعكس مع مرور الزمن على حقيقة قيمة العناصر التي تدوم طويلا في الميزانية، خاصة منها الاستثمارات والديون متوسطة وطويلة الأجل، حيث يجعلها أقل تعبيراً عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة (التنافي مع مبدأ الصورة الوافية)، وذلك في ظل:⁴

- ❖ تدني قيمة النقود؛
- ❖ طبيعة نماذج الاهتلاك المطبقة؛
- ❖ الارتفاع المستمر لأسعار بعض العناصر في السوق (الأراضي بالأخص)؛
- ❖ طبيعة طرق التسجيل المحاسبي المعتمدة، التي من شأنها إحداث فروق بين الميزانية المحاسبية و الميزانية الاقتصادية.

¹ عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008، ص 18.

² Patrick DellaFaille, Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises, Editions larcier, Bruxelles, 2001, P :36.

³ بلخير بكاري، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، ص 03.

⁴ Jean Brilman & Claude Marie, Manuel d'évaluation des entreprises, les Editions d'organisation, Paris, 1990, P :105.

وستتناول مختلف طرق التقييم وفق الذمة المالية والتمثلة في:¹

- ❖ طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛
- ❖ طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛
- ❖ القيمة الجوهرية.؛
- ❖ الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

أولاً: طريقة الأصل المحاسبي الصافي ANC

الميزانية المحاسبية تسمح بتقدير قيمة المؤسسة وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أن هذا الأخير هو التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية الذي يتمثل في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة ويساوي إلى القيمة النظرية لها.²

تعرف الأصول المحاسبية الصافية على أنها: فائض أصول وحقوق المؤسسة على مجموع الديون التي عليها اتجاه الغير.³

ويحسب الأصل المحاسبي الصافي بالعلاقات التالية:⁴

الأصل المحاسبي الصافي = الأصل المادي – مجموع الديون (7-1)

ويحسب أيضا بالعلاقة التالية :

الأصل المحاسبي الصافي = رأس المال الاجتماعي + الاحتياطات + النتيجة بعد التوزيع..... (8-1)

وأیضا:

الأصل المحاسبي الصافي = الأموال الخاصة – التوزيعات المدفوعة..... (9-1)

هذه الطريقة سهلة الحساب وتعطينا فكرة على قيمة المؤسسة ولكنها غير فعالة في عملية تقييم المؤسسة لأنها لا تترجم قيمتها الحقيقية أي أنها لا تأخذ بعين الاعتبار انخفاض قيمة النقود، التقدم التكنولوجي ، التضخم، فهي تعتمد على معلومات تاريخية غير خاضعة للتصحیحات و عمليات إعادة التقييم.⁵

ثانياً: طريقة الأصل المحاسبي المصحح ANCC

تنبثق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح من تقييم عناصر الميزانية في ظل مبدأ الاستمرارية،

حيث يتم تقدير الأصول بناء على قيمتها الاستعمالية في إطار الاستمرار في الاستغلال أما بالنسبة

للعناصر غير الضرورية للاستغلال فيتم تقديرها بواسطة القيمة السوقية.⁶

نستعمل هذا المفهوم لإعادة تقييم و تصحيح عناصر الميزانية لكي تصبح ذات مصداقية و التي فقدتها بسبب الأحداث التالية:

- ❖ التضخم ؛
- ❖ طرق الإهلاك؛
- ❖ طرق التسجيل المحاسبي.

لحساب قيمة المؤسسة لابد من تصحيحات اقتصادية تجعل العناصر مقيمة بقيمة حقيقية بدلا من المحاسبية مثل إقصاء المصاريف الوهمية ،حيث نجد أن الاستثمارات المعنوية غير قابلة للتقييم مع الأخذ في الحسبان الأصول المتحصل عنها عن طريق الإيجار التمويلي التي لابد أن تضاف إلى الأصل المحاسبي الصافي. يعرف الأصل الصافي المحاسبي المصحح بالقيمة الحقيقية أو الاستعمالية و تعبر هذه الأخيرة عن رأس المال الضروري لاستبدال موجودات المؤسسة حسب وضعيتها الحالية، كما تركز هذه الطريقة على مبدأ

¹MondherBellalah, Gestion financière, 2e édition, Economica, Paris, 2004, P :87

²بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص47.

³محمد رزقي، أثر قرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2007-2008، ص42.

⁴Ibid, P-P :87, 88

⁵غنية الجوري، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة تمويل تطورها، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012، ص78

⁶Hubert de la Bruslerie, Op.cit, P : 329

تقييم بنود الموجودات حسب القيمة السوقية لها على اعتبار أن المؤسسة محل التقييم مستمرة على العموم في نشاطها¹.

الأصل الصافي المصحح = الأصل المصحح - الخصوم المستحقة المصححة (10-1)

ثالثا: طريقة القيمة الجوهرية (VSB)

القيمة الجوهرية عبارة عن مفهوم جديد أدخل من طرف الخبراء الألمان في حوالي سنة 1960 ثم استدركه الخبراء المحاسبين الأمريكيين، وتعرف على أنها قيمة الاستثمار المقدرة على أساس قيمة الاستبدال الحقيقية للأصول المكونة للذمة المالية للمؤسسة². ويمكن حساب القيمة الجوهرية بالعلاقة التالية:

القيمة الجوهرية الإجمالية = قيمة الأصول المصححة + الأصول المستأجرة بفرق إيجار - تكاليف الصيانة وإعادة التكوين (11-1)

وعليه تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية³:

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون ... (12-1).

رابعا: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف G.Calba و A.Barnay حيث يعتبر البديل الذي جاء على الانتقادات و الخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال وتتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال و تكتب على الشكل الآتي:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار + القيم الثابتة المستأجرة و المستعارة + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (13-1)

المطلب الثاني: طرق المردودية

تعتمد طرق الذمة المالية في تحديدها لقيمة المؤسسة أساسا على الميزانية، فهي عبارة عن مخزون مؤرخ، وبذلك فهي تتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة، وعليه فسيكون بذلك تقدير أدنى للمؤسسة. فيحين أن طرق المردودية تعتبر أكثر ديناميكية حيث تعتمد على جدول حسابات النتائج لإيجاد قيمة المؤسسة انطلاقا من الأرباح التي تهم خصوصا المستثمرين (الملاك). ذلك أن الحائز لا يشتري التدفقات السابقة للمؤسسة بل التدفقات المستقبلية. فالمبدأ الذي تعتمده هذه الطرق هو أن الأصول عبارة عن مجموعة من خدمات مخزنة ينتظر تحققها مستقبلا. فيقدر ما يتوقع أن تحققه هذه الأصول من خدمات تتحدد قيمتها حاليا.

أولا: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح (DCF)

يمثل التدفق النقدي المتاح السيولة المتحصل عليها من النشاط الاستغلالي للمؤسسة، وتكون إيجابية في حالة دخول السيولة للخزينة أو البنك خلال النشاط وسلبية في حالة العكس⁴، كما يعبر عن الصافي التدفقات

¹ اراجعي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص9.

² Jean Brilman & Claude Marie, Manuel d'évaluation des entreprises, les Editions d'organisation, Paris, 1990, P :105

³ Jacques Teulie & Patrick Topsaclian, Finance, 4e édition, Edition Vuibert, Paris, 2005, P :636.

⁴ اراجعي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص10.

المستقبلية التي سيستفيد منها المشتري المحتمل للمؤسسة حقيقية² ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح حسب المعادلة التالية:³

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + مخصصات الإهلاكات المؤنات- التغيير في احتياج في رأس المال العامل - الاستثمارات.

تهدف طريقة التقييم المرتكزة على التدفقات النقدية المتاحة إلى تحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي تقوم باستحداثها بمعدل آخذين بعين الاعتبار خطر الاستثمار⁴. يمكن صياغة معادلة DCF المستعملة في تحديد قيمة المؤسسة على النحو التالي⁵:

$$VE = \frac{F_i}{(1+K)^t} + \frac{VR_n}{(1+K)^t} \dots \dots \dots (1-14)$$

ثانياً: الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم الأسهم فهي تهدف إلى تحديد قيمة السهم أخذاً بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل. ويمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي:⁶

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+t)^n} \dots \dots \dots (1-15)$$

حيث :

V_e : قيمة المؤسسة ؛

$\sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i}$: القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة الحصول عليها خلال الفترة i ؛

$\frac{V_n}{(1+t)^n}$: القيمة الحالية لسعر إعادة التنازل عن السهم.

هناك ثلاث طرق يمكن من خلالها معالجة قيمة السهم من بينها ما يلي:

1- نموذج جوردن شابيرو (Gordon shapiro)⁷

يسمح هذا النموذج بتحديد قيمة المؤسسة من خلال التوزيعات المستقبلية المحينة إلى ما لا نهاية، ويمكن صياغة قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$V_e = \frac{Div_1}{K} \dots \dots \dots (1-16)$$

حيث:

V_e : قيمة المؤسسة؛

Div_1 : التوزيعات الجارية؛

K : معدل الاستحداث (الخصم)

وبما أن نشاط المؤسسة ينمو بمعدل ثابت، فإن التوزيعات على المساهمين لا تساوي مجموع أرباح المؤسسة وإنما الجزء الموزع منها فقط، حيث تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

¹ هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² Michelin FRIEDERICH, Georges LANGLOIS, LA Meilleur du DSGG4 cimplabilite et audit⁵, dition, 2015 P 13

³ عصمت محمد بن حمو، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، أطروحة دكتوراه في علوم التسير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص 118.

⁴ محمد عصمت بن حمو، مرجع سبق ذكره، ص: 119 .

⁵ نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصخصة، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005، ص 87.

⁶ نادية العيساوي، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

⁷ Patrick della Faille, Op.cit, P:74.

$$Ve = \frac{Div_1}{k - g} \dots \dots \dots (1 - 17)$$

حيث:

g: تمثل معدل نمو الأرباح

2- نموذج بات (Bate)

يعتمد هذا النموذج على استحداث التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية وهو اعتمادا لنموذج Gordonshapiro لكنه يقدم مفهوم جد واقعي كونه يأخذ في الحسبان الأرباح المستقبلية والتوزيعات ومعدل نموها، يستعمل هذا النموذج بالتقييم من المنظور المقارن، حيث يرى صاحب النموذج Bate أن مضاعف PER للمؤسسة لا يختلف عن ذلك الخاص بالقطاع ($PER_{nsecteur} = PER_{nsociete}$)، لكن المؤشر يرجح PER بمعدل التوزيعات الجارية.¹ و يحسب هذا النموذج بالعلاقة التالية: ²

$$PER_0 = \frac{d(1 + g)}{(g - k)} \times (H^n - 1) + PER_n \times H^n \dots \dots \dots (1 - 18)$$

حيث:

PER_0 : مضاعف الربحية الابتدائي؛

PER_n : مضاعف الربحية النهائي؛

g: معدل نمو الأرباح؛

K: معدل العائد المطلوب؛

N: عدد السنوات؛

d: معدل توزيعات الأرباح.

3- نموذج هولت

يرتكز هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج BATE، حيث يسمح بتوضيح العلاقة بين نسبة السعر على العائد ومعدل نمو الأرباح والفترة اللازمة لتحقيق هذا النمو. ويمكن حساب النسبة بين Per للمؤسسة و Per للسوق بالعلاقة التالية:³

$$\frac{PER_0}{PER_0 M} = \left(\frac{(1 + g) + \frac{Div}{C_0}}{1 + gM + \frac{DIVM}{C_0 M}} \right)^n \dots \dots \dots (1 - 19)$$

حيث:

$\frac{Div}{C_0}$: عائد السهم؛

$\frac{DIVM}{C_0 M}$: عائد السهم في السوق؛

gM: معدل نمو السهم في السوق؛

g: معدل النمو السهم؛

¹علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص27.

²Mondher CHERIF, Techniquemoderne d'évaluation des Enterprise, Edition marketing, PARIS, 2007, p: 137

³Jacques Teulie& Patrick Topsaclian, Op.cit, P:641

n : عدد السنوات.

ثالثا: الطرق المرتكزة على الأرباح

ترتكز هذه الطريقة بدرجة الأولى على الأرباح المحققة، حيث يتم الحصول على قيمة المؤسسة بحساب قيمة الحالية للأرباح المتوقعة الحصول عليها مستقبليا ولمعالجة قيمة المؤسسة باعتماد على الأرباح تم تصنيف طرق التقييم إلى ثلاث طرق هي:

1- رسملة الأرباح

يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقعة الحصول عليها في المستقبل إلى ملا نهاية، كما يأخذ بعين الاعتبار في حسابه لقيمة المؤسسة نسبة إلى العائد ويمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:¹

$$V_e = B \times \frac{1}{t} \dots \dots \dots (1 - 20)$$

حيث:

V_e : قيمة المؤسسة؛

B : الربح المتوقع أن تفرزها المؤسسة إلى مالا نهاية؛

t : معدل الرسملة ؛

$\frac{1}{t}$: معامل الرسملة.

وإذا عوضنا معامل الرسملة $\frac{1}{t}$ بمعامل الرسملة التالي نسبة السعر إلى ربح الذي قد يخص القطاع التي تنتمي إليه المؤسسة أو مؤسسات مماثلة مدرجة في البورصة² فتصبح قيمة المؤسسة معطاة على الشكل التالي:³

$$VE = B \times PER \dots \dots \dots (1 - 21)$$

2- القيمة الحالية للأرباح :

تتفق طريقة تحيين الأرباح مع طريقة الرسملة من حيث المبدأ، حيث نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقعة أن تفرزها المؤسسة في المستقبل مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن وعليه يتم تحديد قيمة المؤسسة وفقا للعلاقة التالية:⁴

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{B_i}{(1 + t)^n} \dots \dots \dots (1 - 22)$$

حيث:

VE : قيمة المؤسسة؛

B_i : الأرباح المتوقعة تحصيلها سنويا وهي مختلفة من سنة لأخرى؛

t : معدل التحيين ؛

n : الفترة التي يفترض أن يتحقق خلالها التدفق.

¹Jean BARREAU, et al، op.cit,P:319

²نادية العيساوي، مرجع سبق ذكره، ص84.

³نادية العيساوي، مرجع سابق، ص84.

⁴نادية العيساوي، مرجع سابق، ص84.

فإذا افترضنا أن الأرباح ستبقى ثابتة طيلة فترة التوقع، نحصل على قيمة المؤسسة وفقا للعلاقة التالية:

$$VE = \frac{B. (1 + t)^n - 1}{t(1 + t)^n} \dots \dots \dots (1 - 23)$$

حيث:

B: الربح المتوقع الذي نتوقع أن تفرزه المؤسسة و هو ثابت مهما كان n

3- فترة الاسترداد:

تتمثل فترة الاسترداد في عدد السنوات اللازمة للمستثمر لكي يتساوى سعر سهمه مع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية، هذه الطريقة مشتقة من طريقة فترة الاسترداد المستحقة في تقييم المشاريع.¹
تحسب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:²

$$Dr = \frac{\log \left[PER \left(\frac{g-k}{1+k} \right) \right] + 1}{\log \left(\frac{1+g}{1+K} \right)} \dots \dots \dots (1 - 24)$$

حيث:

DR: فترة الاسترداد؛

PER: مضاعف السعر عمى العائد؛

g: معدل النمو؛

k: معدل الخصم.

المطلب الثالث: الطرق المختلفة

تقوم هذه الطرق على الجمع بين طرق الذمة المالية (الطرق الساكنة) والطرق الديناميكية المرتكزة على المردودية، وتعتبر هذه الطرق أن المؤسسة لديها قيمة قاعدية تسمح بالحصول على مردودية عادية (قيمة الذمة المالية)، والتي يمكن علاوة على ذلك الاستفادة من ريع اقتصادي (قيمة ديناميكية)، هذه الأخيرة يتم حسابها من خلال فائض القيمة إضافة إلى الطرق البورصة التي تسمح بإجراء المقارنة بين المؤسسات من خلال المضاعفات.

يهتم المدخل الديناميكي في التقييم عبر طرقه المختلفة بالمردودية الحالية والمستقبلية الممكن تحقيقها في المؤسسة، والتي عادة ما تأخذ شكل: أرباح، توزيعات، أو تدفق نقدي. وأهم ما يميز طرق التقييم بشكل العام البساطة، وينظر إلى المبدأ الذي تقوم عليه هذه الطرق، نلاحظ أنها تركز بشكل أساسي على مقدرة المؤسسة على إفراز المردودية مهمة بتلك الوسائل المادية والمعنوية التي سخرت داخلها لتحقيق هذه المردودية.

أولاً: الطرق المرتكزة على فائض القيمة (Good will)

مصطلح (Good will) هو مصطلح معروف كثيرا في مالية، حيث استعمل لفترة طويلة كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية من أجل الأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، خصوصا مقارنة مع تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومن تم يتم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة.³ ولتقييم طريقة فائض القيمة (Good will) يمكن حسابه وفق طريقتين هما:

¹جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007، ص65.

²Pierre VERNIMMEN, Finance d'entreprise, 3^e Edition, Dalloz, Paris, 1989, P: 81

³Jean Brilman & Claude Marie, Op.cit, P:112

1- الطرق غير المباشرة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المدخل والتي تسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، فوفق هذه الطريقة يتم حساب قيمة المؤسسة من خلال إضافة الأصل المحاسبي الصافي المصحح إلى فائض القيمة، وتعطى حسب العلاقة التالية:¹

$$Ve = ANCC + GW \dots\dots\dots(1-25)$$

حيث:

- V_e : قيمة المؤسسة؛
- ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح،
- GW: فائض القيمة.

يحسب فائض القيمة بالعلاقة التالية:²

$$GW = \frac{CB - t \times ANCC}{2t} \dots\dots\dots(1 - 26)$$

حيث:

- CB: نتيجة الاستغلال قبل الضريبة؛
 - t: معدل الفائدة المستعمل في الدالة؛
- يمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:³

$$Vr = ANCC + (CB - t \times ANCC) / 2t \dots\dots\dots(1-27)$$

2- الطرق المباشرة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة عكس سابقتها، والتي يمكن التطرق إلى أهمها:

1-2 الطريقة الأنجلو سكسونية

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي (Super profit) الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية في السوق المالي.⁴ ويحسب فائض القيمة بالعلاقة التالية:⁵

$$GW = \frac{CB - K \cdot ANCC}{i} \dots\dots\dots(1 - 28)$$

حيث:

- CB: القدرة الربحية المتوقعة؛
- K: معدل الاستحداث؛
- ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛
- I: معدل الفائدة.

وعليه تعطي قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:⁶

¹Jean Brilman & Claude Marie, Op.cit, P:112

² Abdelilah el ATTAR, L'évaluation de la valeur de L'entreprise par l'approche basée sur le triptyque. Cout- qualité – temps, Enseignant chercheur, Laboratoire. Econome et Management de organisations, Faculté de science, E , s une.

³ بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁴ هواري سويبي، عبد القادر دبون، مرجع سبق ذكره، ص 401.

⁵ Jean MICHEL PALU, Op.Cit, P:96.

⁶ Idem

$$V_e = ANCC + \frac{CB - K \cdot ANCC}{i} \dots \dots \dots (1 - 29)$$

حاولت مختلف الطرق الهجينة المقدمة تجاوز النقص في مدخلي الذمة المالية وقيمة المردودية، حيث أنها تعتمد على تقدير ما هو موجود من الأصول والخصوم، كما تأخذ في بعين الاعتبار العوائد الإضافية التي ستحققها هذه الأصول وأصول معنوية أخرى.

2-2 طريقة الخبراء المحاسبين الأوروبيين:

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطرق السابقة، حيث أن قيمة المؤسسة عبارة عن مجموع الأصل المحاسبي الصافي المصحح وفائض القيمة، هذا الأخير يحسب بالعلاقة التالية:¹

$$GW = [CB - (k \times VSB) \times \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{i} \dots \dots \dots (1 - 30)$$

وعليه تكون قيمة المؤسسة كالتالي:²

$$V_e = ANCC + [K \times VSB] \times \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots \dots \dots (1 - 31)$$

ثانياً: الطرق المرتكزة على المتوسط الترجيحي³

نجد ضمن هذه الطرق، كل من طريقة المطبقين وطريقة المعاملات الترجيحية

1- طريقة المطبقين

يتم وفق هذه الطريقة حساب المتوسط الترجيحي للنتائج المحصل عليها من خلال طريقتي الذمة المالية والمردودية وتكتب بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{1}{2} (ANCC + V_r) \dots \dots \dots (1 - 32)$$

حيث أن:

V: تتمثل قيمة المؤسسة؛

ANCC: الأصل الصافي المصحح؛

V_R: قيمة المردودية.

2- طريقة المعاملات الترجيحية

$$V = \frac{aV_1 + bV_2 + cV_3}{a + b + c} \dots \dots \dots (1 - 33)$$

حيث أن:

V₁: يمثل القيمة المحصل عليها عن طريق الذمة المالية؛

V₂: القيمة المحصل عليها عن طريق المردودية؛

V₃: القيمة ذات الطابع الأكثر اقتصادي.

a.b.c: معدلات ترجيحية يتم اختيارها بصفة تعسفية من طرف الخبير المقيم.

¹Idem

²Idem

بلخير بكاري ، مرجع سبق ذكره، ص 115³

خلاصة:

تهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في البورصة إلى تعظيم قيمتها، حيث أن هذا الهدف لا يتم إلا من خلال تراكم الثروة والتي يتم قياسها بمجموعة من مؤشرات خلق القيمة.

فوجود المؤسسة في اقتصاد نشط، وسوق مالي كفاء وتطبيقها لنظام داخلي دقيق مبني على الحوكمة يؤثر إيجابيا على قيمتها السوقية، إلا أن زيادة معدل التضخم وإتباع الدولة لسياسة نقدية ومالية معينة تقوم على رفع معدلات الفائدة ورفع الضرائب المفروضة على الأفراد والشركات يؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للمؤسسة.

إلا أن إيجاد قيمة حقيقية للمؤسسة أمر صعب، وذلك لتعدد واختلاف طرق ومداخل التقييم التي تجمعها لا نصل إلى قيمة واحدة، بل مجموعة من القيم، وهو ما يحتم على المقيم المالي إيجاد طريقة مثلى لتقييم المؤسسة والخروج بقيمة حقيقية لها

الفصل الثاني:

علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
- المبحث الثاني: النماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
- المبحث الثالث: المقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح

تمهيد:

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، كونها تعكس قرارات إستراتيجية لما لها من تأثير بالغ الأهمية على حياة ومستقبل الشركة. كما يعد قرار سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات المالية إلي يتخذها المسير المالي في المؤسسة، وأحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية المعاصرة. وباعتبار قرارات توزيع الأرباح قرارات إستراتيجية فعلى المؤسسة قبل أن تتخذ أي قرار بشأنها أن تراعي عدة عوامل، كما نلاحظ أن المؤسسات لا تسير على منهج واحد بالنسبة لسياسة التوزيعات. سنحاول في هذا الفصل معرفة الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح في المبحث الأول وسنتطرق إلى نماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في المبحث الثاني ، أما المبحث الثالث فخصص للمقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

إلى جانب قرار المؤسسة باحتجاز نسبة من الأرباح فإنها تقرر توزيع النسبة الباقية من الأرباح، فهي بذلك تحاول توفير التمويل الكافي إضافة إلى محاولة تعظيم ثروة الملاك.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيعات الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسة، بالإضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين و المساهمين و على قيمة السهم في السوق المالي. تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها و الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين، وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر في حجم الاستثمارات التي تقوم المؤسسة بتنفيذها، وكذلك حجم المؤسسة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم السوقي و عائدته.¹

الفرع الأول: تعريف سياسة توزيعات الأرباح

قبل التطرق إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح نقوم أولاً بتعريف توزيعات الأرباح

أولاً: تعريف توزيع الأرباح

تعرف توزيعات الأرباح بأنها النقد أو الأسهم أو أي نوع من ملكية المؤسسة يتم توزيعه على حملة أسهمها، و يمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عنه في أي وقت، إلا أن التوزيعات لا تمثل التزاماً قانونياً للمؤسسة، أي أنها خيار للمجلس.²

كما تعرف التوزيعات بأنها: تلك الدفعات التي يتم دفعها لحملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من أنشطتها المختلفة إما على شكل نقد أو أسهم.³

وتعرف أيضاً أنها: توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة من سنوات سابقة، حيث أن قرار توزيعها يخضع إلى الجمعية العامة للمساهمين.⁴

مما سبق نستنتج أن توزيعات الأرباح هو ذلك الجزء من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة والذي يوزع على المساهمين، كمكافأة على استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة.

ثانياً: تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها مجموعة الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذها لقرارات توزيع الأرباح، وتقوم المؤسسات عموماً بوضع سياساتها بما يتلاءم وأهداف تلك المؤسسات.⁵ هي 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 والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.⁶

هو ذلك الجزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في

¹ إدريد كامل آل شبيب، إدارة مالية متقدمة (الشركات المتقدمة)، دار اليازوري، عمان، 2010، ص 205.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 455.

³ مرجع سبق ذكره، ص 455-456.

⁴ هاشم حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد السابع عشر، جامعة بغداد، 2008، ص 213.

⁵ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2012، ص 373.

⁶ 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، ص 5.

شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة.¹ معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.²

التوزيعات هي جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على الملاك بعد موافقة الجمعية العامة، على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، هي الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورات سابقة، لتلبية احتياجات الملاك أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الأجنبية.³

يمكن أن تفهم سياسة المؤسسة في توزيع الأرباح من زاويتين، الأولى تمكنا من الإجابة على التساؤل الخاص بمقدار الأرباح المعاد استثمارها، والزاوية الثانية عن مقدار الأرباح الموزعة، لذلك فإن قرارات توزيع الأرباح تسير إلى نسبة الأرباح التي تقرر إعادة استثمارها داخل نفس المؤسسة لتمويل نموها وتطورها

داخليا. كما تشير هذه القرارات أيضا إلى حصة الأرباح الموجهة للمساهمين تلبية لرغبتهم في تحقيق معدل مردودية مناسب.⁴

كما يمكن أن تعرف على أنها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة؛ وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.... الخ، وتقضي بدفع الزائد من الأموال وتحويله من أنشطة المؤسسة إلى المساهمين وكشرط ضروري لإتمام هذه العملية هو توفر السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات.⁵ من خلال هذه التعاريف، يمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح عبارة عن الطريقة التي تتبعها الإدارة في المفاضلة بين توزيع الأرباح الناتجة عن السنوات السابقة أو الحالية على المساهمين، من جراء استثمارهم في أسهم المؤسسة، واحتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها داخل المؤسسة.

الفرع الثاني : دوافع سياسات توزيعات الأرباح

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكنها الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة لتوزيع جزء من هذه الأرباح وذلك نظرا للأسباب التالية:

- ❖ يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة بزيادة رأس المال؛
 - ❖ توزيع الأرباح يعكس الصحة المالية للمؤسسة، خاصة إذا قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت؛
 - ❖ تلجأ المؤسسة إلى توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.
- كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

¹ علي ب. ضب، مرجع سبق ذكره، ص 211.

² زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 5.

³ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 112.

⁴ حورية بديدة، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي دراسة حالة عينة من الشركات الفرنسية للفترة الممتدة من 2010 إلى 2015

رسالة ماجستير، جامعة ورقلة 2008/2009، ص 04.

⁵ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁶ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 85-86.

- ❖ في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛
 - ❖ إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية والاستغلال؛
 - ❖ إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة؛
 - ❖ إذا ما حققت المؤسسة نموا معتبرا، مما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة، ومن ثم عدم تسديد التزاماتها.
- بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:
- ❖ منع إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛
 - ❖ إذا عازمت المؤسسة زيادة رأس المال حسب إستراتيجيتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.

المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ في الحسبان هدفين رئيسيين، الأول توفير كافية لدفع توزيع الأرباح و الثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، حيث يوجد نمطان من توزيعات الأرباح هي:

- 1- **التوزيعات النقدية:** وتنقسم هذه التوزيعات إلى ثلاثة أنواع¹:
 - ❖ **توزيعات الأرباح الثابتة:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة، ويمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم، ويمكن إشكال هذه السياسة في أنه إذا انخفضت الأرباح فذلك سيؤدي إلى انخفاض التوزيعات أو عدم التوزيع من الشركة ونظرا 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 ومتزايدة:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، وتستخدم هذه السياسة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.
- 2- **التوزيعات على شكل أسهم:** وينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى نوعين:
 - ❖ **التوزيعات على شكل أسهم مجانية:** ويقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية و يتحدد نصيب كل مستثمر من التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة، ومن 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 أسهمها².
 - ❖ **تخفيض القيمة الاسمية للسهم:** قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف الأسهم التي تتكون منها رأس المال وهو ما يطلق عليه بتجزئة الأسهم و تتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية على أنها تهدف في نهاية المطاف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين³.
 - ❖ **إعادة شراء الأسهم العادية:** قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية و هي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 112.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 722.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 725.

الأسهم التي يرغبها ، وقد 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 الاقتصادية¹.

تلجأ المؤسسات عادة إلى توزيع أسهم مجانية في عدة حالات أهمها:²

- ❖ نقص السيولة لدى المؤسسة و الرغبة في توزيع أرباح على المساهمين ، ولتجنب الأثر السيئ لعدم توزيع الأرباح أو انخفاض الأرباح النقدية الموزعة فإن المؤسسة تلجأ إلى توزيع الأسهم المجانية خاصة وأن السوق المالي يستقبل ذلك كمعلومات إيجابية،
- ❖ رغبة المؤسسة في زيادة رأس المال دون مطالبة المساهمين بمقابل لهذه الزيادة، وعادة ما يستقبل سوق المال هذه المعلومات بكفاءة فتتخفص القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار الزيادة الناتجة عن توزيع الأسهم المجانية.

المطلب الثالث: المحددات و العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

الفرع الأول: المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح

من المهام الرئيسية التي تشغل مدراء الشركات باستمرار هي المقدار الواجب توزيعه على حملة الأسهم لتحقيق الرضا إلا أن مثل هذه الإستراتيجية تحتاج المزيد من التطوير في سياقها و عمقها التحليلي ، لوجود محددات تحكم التغيير في توزيع الأرباح و التي نوردتها في ما يلي:³

- 1- **سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:** تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرار استثماري إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول ، و هو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل ، و في هذه الحالة قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة ،ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هذا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها. إن البحث عن الحلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.

2- **سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:**

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن، إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار و التمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:⁴

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للاستثمار (1-2).

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

أشرنا فيما سبق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح، وفي هذا الإطار تلعب العديد من العوامل دورا مهما عند اتخاذ الجمعية العامة لقرار توزيع الأرباح، فهناك جملة من الاعتبارات التي تحكم هذا القرار ، وهنا حاولنا حصر هذه العوامل أو الاعتبارات في خمسة أجزاء كما يلي :

1- القيود القانونية والتعاقدية؛

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 204.

² صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة و التمويل ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص 75.

³ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 85.

⁴ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 85.

- 2- النمو والفرص الاستثمارية المتاحة؛
- 3- حجم الأرباح وتوفر السيولة؛
- 4- الضرائب؛
- 5- عوامل أخرى.

1- القيود القانونية والتعاقدية

1-1 القيود القانونية

تخضع المؤسسات لقوانين وأنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون المؤسسات، وفيما يخص توزيع الأرباح فمعظم الدول لا تسمح للمؤسسات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للمؤسسات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت مفلسة قانونياً.¹

2-1 القيود التعاقدية

قد تتضمن العقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من تصرف المؤسسات بأرباح حماية لدائنين بحيث قد يشترط الدائنين أن لا يتم إجراء التوزيعات النقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد الوفاء بالشروط وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة ألا يتم إجراء أودفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.²

2- ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة: من الواضح أنه إذا لم ترغب المؤسسة في استثمار أرباحها في أصول إنتاجية أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً ومن ناحية أخرى إذا ما توافر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.³

ليس من الشائع بالنسبة للمؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة والمتاح أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، ورغم ذلك فلا تستطيع أن تجرى توزيعات بصفة عامة وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي) بدلاً من توزيع الجانب الأكبر منها أو للجوء إلى التمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات.

3- حجم الأرباح وتوفر السيولة:⁴

تعتبر قيمة الأرباح سواء المحققة أو المتراكمة أو المتوقعة وتوفر السيولة لدى المؤسسة في مقدمة العوامل التي على الجمعية العامة مراعاتها عند اتخاذ قرار معدل الأرباح الموزعة، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأرباح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية، وذلك على عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في الأرباح يرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي تعكسها سياسة التوزيعات، وذلك عندما تعتمد الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في حالة انخفاض الأرباح.

أما فيما يخص السيولة فيعد النقد وإدارة الدورة النقدية محورا رئيسيا لهدف الإدارة المالية أي بالهدف قصير الأجل. وفيما يتعلق بتأثيرها على سياسة توزيعها للأرباح، فإن النقد بوجه خاص والسيولة بوجه عام، واحدة من الاعتبارات المهمة في إقرار توزيع الأرباح بوصفه تدفقا خارجيا، وعليه كلما كان النقد متوفرا والسيولة الكلية للمؤسسة أكبر، كلما كانت قابليتها على دفع التوزيعات أكبر. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها،

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، ص 310.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص ص 402-405.

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 204.

⁴ حورية بديدة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

تزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توفر للمؤسسة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية . ومن ناحية أخرى،

فان المؤسسات التي تنمو بسرعة، عادة ما تفضل الحد من إجراء توزيعات. وحتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيلة في مواجهة عدم التأكد، دون رغبة في إجراء توزيعات.

4- الضرائب¹

يجب أن تضع المؤسسة باعتبارها أن تصب سياسة توزيع الأرباح في صالح المالكين، ومن ضمن الاعتبارات التي تقوم المؤسسات بتحليلها في الوضع الضريبي للمالكين، فإذا كان غالبية المالكين وحمة الأسهم من أصحاب الدخول العالية بحيث يخضعون لمعدلات ضريبية مرتفعة، فإنه من المحتمل أن تراعي سياسة توزيع الأرباح ذلك وتقلل من نسبة توزيع الأرباح بحيث يتم تأجيل المحاسبة الضريبية لحملة الأسهم لهذه الأرباح لحين بيعها، والعكس صحيح فيما لو كان غالبية حملة الأسهم من أصحاب الدخول المتدنية، فإن المؤسسة سوف تسعى لزيادة نسبة توزيع الأرباح .

5- عوامل أخرى²

بالإضافة إلى العوامل السابقة هناك عوامل أخرى يجب على المدير المالي أن يأخذها في الحسبان عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية ومن أهم هذه العوامل نجد مثلاً **تكلفة الإصدار**، فاعتماد المؤسسة على مصادر تمويل خارجية ينطوي في حالة الأسهم والسندات على تكلفة الإصدار، هذا إلى جانب احتمال انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية، بسبب الإصدار الجديد . ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن يرتفع نصيب الورقة المالية من تلك التكاليف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، أو حتى للمؤسسات الكبيرة عندما يكون حجم الإصدار صغير . وعليه عندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة وتفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، تقوم المؤسسة بتخفيض معدلات التوزيع واحتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل مشاريعها الاستثمارية كما نجد **تكلفة المعاملات**، فالمستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأسمال المؤسسة، يفضل أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح، بدلاً من حصوله على توزيعات ثم استخدام حصيلتها في شراء المزيد من الأسهم. والسبب في ذلك هو رغبته في تجنب تكلفة المعاملات والتي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعاً عندما يتضمن أمر الشراء عدداً صغيراً من الأوراق.

بالإضافة إلى ذلك نجد تأثير **المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح**، حيث يحتوي مستوى التوزيعات على إشارات، لذا فان المسير لا يقدم على دفع توزيعات إلا إذا كانت ذات دلالة على مستقبل مبشر للمؤسسة. كذا **الهيكل المالي للمؤسسة وتوفر طاقة اقتراضه** له تأثير على سياسة توزيع الأرباح حيث إذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة، فلو كانت نسبة الرفع المالي منخفضة فان المؤسسة يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي، وحين بلوغها النسبة الحرجة من الاستدانة عندها يجب عليها الاعتماد على التمويل الذاتي، وهو ما سوف يؤثر على التوزيعات المدفوعة. كما يمكن للمؤسسة إذا كان لديها طاقة للاستدانة غير مستخدمة و تعبر مركز مالي قوي، يمكنها من الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بسرعة وبشروط ملائمة. مثل هذه المؤسسة يمكنها أن تجري توزيعات بنسبة كبيرة من الأرباح المحققة، حتى لو كانت تعاني من نقص في السيولة.

محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

²حورية بديدة، مرجع سبق ذكره، ص 11.

المبحث الثاني: النماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نتائج أكثر واقعية. ومن بين هذه النماذج نجد نموذج (Lintner 1956)، نموذج (Gordon 1959)، نموذج (Walter 1962)، نموذج (Kalay 1980)، نموذج (Lintner 1956).

المطلب الأول : نموذج لينتير LINTNER¹

من خلال ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم، توصل لينتير Lintner 1956 إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح الأسهم، ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددا رئيسيا لأرباح السهم، وأن المسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيا مع أرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة الموالية :

$$D_t - D_{t-1} = a + c (dB_t - D_{t-1}) \dots \dots \dots (2-2).$$

حيث :

$D_t - D_{t-1}$: قيمة أرباح السهم للسنة t ، والسنة $t-1$

d : معدل توزيع الأرباح

B_t : النتيجة الصافية للسنة t

a, c : ثوابت موجبة.

وقد تم اختيار نموذج لينتير Lintner 1956 في العديد من الدراسات، وكلها خلصت إلى واقعية النموذج، وعلى سبيل المثال فاما و بابيك الذي قام بدراسة على عينة من المؤسسات (32 مؤسسة) بين سنة 1946 و 1964، وكانت النتيجة موافقة لنموذج لينتير Lintner 1956.

إن محاولة فهم اللغز الخاص بتوزيع أرباح السهم هو فهم قرارات التسيير التي من شأنها أن تؤثر في محددات تغير سياسة توزيع الأرباح، فحسب لينتير الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة صناعية أمريكية، أين تتبع توزيع أرباحها لمدة 07 سنوات من 1947 إلى 1953 وتوصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعا لأرباحها الجارية و نسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقا لهذه النسبة، وأن هذه النسب المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى.

بناء على هذه النتائج قام لينتير بتطوير نموذج التعديل الجزئي للتغير في مستوى التوزيعات (ΔD) عبر الزمن (t) وباختلاف المؤسسات (i)، وهذا النموذج يعكس ثقة المسيرين في أن المستثمرين يكرهون المستويات الشاذة لأشكال توزيع أرباح السهم، ومن ثم التركيز على التغير في مستويات الأرباح الموزعة، وعليه تم صياغة النموذج التالي:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_i + c_i [D * i, t - D_{i,t-1}] + U_{i,t} \dots \dots \dots (2 - 3)$$

¹ عبد القادر بربش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013، ص 17.

حيث:

$\Delta Di,t$: التغير في مستويات توزيع أرباح المؤسسة بين سنتين متتاليتين.
ويحسب كمايلي :

$$\Delta Di,t = Di,t - Di(t-1) \dots \dots \dots (2-4)$$

$Di_{i,t}$: مبلغ الأرباح الموزعة فعلا،

$$Di_{i,t} Ri(CBi,t)$$

$$D^*_{i,t} = Ri(Pi,t)$$

المطلب الثاني : نموذج جوردن¹

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

يعتمد نموذج جوردن على عدة فرضيات أهمها :

- ❖ اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي فقط (الأموال الخاصة + الأرباح المحتجزة)
- ❖ معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد ثابتين
- ❖ أن المؤسسة مستمرة في نشاطها
- ❖ أن نسبة الاحتجاز الأرباح ثابتة
- ❖ المستثمر يتصرف بالرشادة العقلانية
- ❖ معدل النمو الثابت و الذي يساوي معدل العائد المتوقع على الاستثمار مضروباً في معدل احتجاز الأرباح.

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

$$Vn = \frac{EPS(1 - T)}{2K - R.T} \dots \dots \dots (2 - 5)$$

حيث:

Vn : القيمة السوقية للسهم

EPS : ربحية السهم الواحد

T :نسبة الأرباح المحتجزة

ووفقاً لنموذج GORDON فإنه إذا قيم سهم معين، فإن سعره يمثل القيمة العادلة للسهم من وجهة نظر المستثمر للسهم الذي يملكه، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته العادلة (الحقيقية) ، فهذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.² وحسب GORDON فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح

¹خديجة خوي، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي لفترة 2007-2008 ، مذكرة ماجستير 2011-2012، جامعة ورقلة ، ص ص55-56.

² هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج غوردن) ،مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي و الثمانون، جامعة المستنصرية، 2010، ص 60.

و الاستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.¹

المطلب الثالث: نموذج ولتر 1962 WALTER²

يعد نموذج ولتر من بين النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع أرباح السهم و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات ، حيث توصل إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم و التي هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم و القيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كمايلي:³

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{\frac{rs(R-D)}{WACC}}{WACC} \dots \dots \dots (2 - 6)$$

$$P = \frac{D + \left(\frac{R}{WACC}\right)(R-D)}{WACC} \dots \dots \dots (2 - 7)$$

ومنه:

P: سعر السهم،

WACC: تكلفة التمويل،

D: توزيعات السهم،

R: ربحية السهم،

rs: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين،

فالمعادلة تشير إلى أن السهم السوقي يمثل القيمة الحالية لكل من قيم لا نهائية من التوزيعات الثابتة

$\frac{D}{WACC}$ ، و القيم الحالية لقيم لانتهائية من الأرباح الرأسمالية $\frac{rs(R-D)}{WACC}$ ، إذ يظهر جليا من خلال من خلال المعادلة أثر كل من التوزيعات أو الاحتجاز على القيمة السوقية للسهم.

بالرغم من أن نموذج ولتر قدم تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم ، وذلك في ظل الافتراضات السابقة الذكر إلا أن بعض هذه الافتراضات قد تكون غير واقعية ، فاعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل استثماراتها لا يمكن المؤسسة من تعظيم قيمة ثروة الملاك ، كما أنه دليل على عدم أمثلية كل من السياسة الاستثمارية للمؤسسة و توزيعات الأرباح أو إحداها.

كما افترضت ثبات كل من معدل العائد وتكلفة التمويل غير واقعي فباعتبار أن التكلفة التمويل ثابتة تكون بذلك تغاضت عن المخاطر وأثرها على قيمة المؤسسة.

المطلب الرابع: نموذج الإشارة (KALAY1980)⁴

تستند هذا النموذج على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فيذهب هذا النموذج إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداءا هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة و فعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءا و خصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، نستطيع

¹بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 18.

²بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره ، ص 18.

عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 124-125.³

⁴إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي، التسيير المالي ، الجزء الأول ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ط 2 ، 2011 ، ص ص 429-430.

أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المتعددة هيكل رأس المال ، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية متعددة.

هذا النموذج يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي ، فالمستثمرون يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين: **A** و **B**، بحيث تكون المؤسسات من الصنف **A** أحسن أداءاً من المؤسسات من الصنف **B**. من أجل عزل قيمة مؤسسة من الفئة **A** عن قيمة مؤسسة من الفئة **B**، على المسير أن طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية و تجنب الخطر المعنوي، فالنظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين و المعروف من طرف المستثمرين يكون كمايلي:¹

$$M = (1 + r) + \delta_0 V_0 + \delta_1 \dots \dots \dots (2 - 8)$$

$$V_1, Si \quad V_1 \geq Div_0$$

$$V_1 - \frac{L}{L_1 \delta}, Si V_1 < Div_0 \dots \dots \dots (2 - 9)$$

حيث:

M: عائد المسيرين;

V_0, V_1 : قيمتي المؤسسة في اللحظتين 0 و 1 على الترتيب;

L: الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (Div_0) أكبر من النتيجة المحققة ($V_1 < Div_0$);

Div_0 : التوزيعات المدفوعة في الفترة 0;

δ_0, δ_1 : نسب العائد في الفترة 0 و 1 على التوالي.

فحسب هذا النموذج لا يقوم المسير بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضع المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن و تستمر في ذلك ، لأنه إذا كان العكس فغن المسير يتحملون الجزء الذي لا يكون في صالحهم .

وبذلك فإن المسيرين يفضلون نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا تتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة و الذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة لا بد للمسيرين من الحفاظ عليها حتى إن كانت التدفقات النقدية مرتفعة، وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة يدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالي.² تعرض هذا النموذج لانتقادات من أبرزها:³

❖ أنه يصف فرضية المحتوى المعلوماتي;

❖ لا يسمح بالحصول على استقرار التوازن، لأن الإشارات يتم تقييمها بعد وقوعها.

اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين.

1

²بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره ، ص 18

³Marc-André Lapointe, risque, réputation et signalisation par le dividende, thèse de doctorat, université catholique de luvain ,faculté des sciences économiques, sociales et politiques ,canada ,p21.

المبحث الثالث: المقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح

بعد أن تطرقنا في المطالب السابقة إلى أهم المفاهيم المرتبطة بقيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، سنحاول في هذا المطلب إلى عرض مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وهذا في ظل فروض السوق الكامل وفي ظل إسقاط هذه الفروض، كما سيتم تقديم تقييم لهذه النظريات، وهذا لاختبار مصداقيتها وذلك باستعمال مجموعة من النماذج الرياضية.

المطلب الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضية السوق الكامل
تقوم المقاربات النظرية التي تعمل في ظل ظروف التأكد التام على مجموعة أسس متمثلة في توفر كل المعلومات للمؤسسة، إلى جانب المعرفة المسبقة لأرباح واستثمارات المؤسسة دون أخطار. تتمثل هذه المقاربات في:

❖ مقارنة (MILLER/Modigliani, 1961)

❖ مقارنة (GORDON, 1962)

❖ مقارنة (VAN HORNE, 1980)

1- مقارنة: (MILLER/Modigliani, 1961)

يعتقد مد كلياني و ميلر أن قرار توزيع الأرباح لا اثر له على قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة تتحد بكفاءة قرارات الاستثمار أي تحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح، أما تكلفة التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة، وقبل أن نتعرض للإثبات الرياضي لوجهة نظر مد كلياني و ميلر لا بد من الإشارة إلى الفروض التي قامت عليها وفيما تتمثل هذه الفروض:¹

❖ أن المستثمر رشيد،

❖ سياسة الاستثمار لدى المؤسسة ثابتة ولا تتغير،

❖ المؤسسة تعمل في ظل ظروف السوق الكامل،

❖ لا توجد تكلفة الإصدار أي أن المؤسسة لا تتحمل تكاليف عند قيامها بإصدار الأسهم و السندات،

❖ المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفة مسبقا.

تقوم فكرة مد كلياني و ميلر على أن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة ليس لها أي تأثير على القيمة

السوقية لهذه الأخيرة ولا تكلفة رأسمالها، كما أنه ليس هناك أثر عند قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكل

توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو أن تقوم باحتجازها.² تحت فرضية الهيكل المالي الاعتماد فقط على

الأموال الخاصة في التمويل، إذا قررت المؤسسة دفع توزيعات لا بد من التمويل بالرفع في رأس المال، ومن

ثمة تصبح المعادلة مكونة من الموارد و الاستخدامات كالآتي:³

$$N \cdot DPA = \Delta N \cdot P_1 \dots \dots \dots (2 - 10)$$

حيث:

N : عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها،

DPA : توزيعات السهم الواحد،

P₁ : سعر السهم بعد دفع التوزيعات.

¹ زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013، ص 63.

نفس المرجع السابق، ص 63.

³ علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 141.

بما أننا في حالة التأكد المطلق، و الأرباح ثابتة وبنفس درجة المخاطرة، قيمة الأموال الخاصة تساوي:

$$N \cdot P_1 = (N + \Delta N)P_1 \dots \dots \dots (2 - 11)$$

نلاحظ أن سعر السهم السوقي تغير، دون أن تتغير قيمة المؤسسة، كون الأرباح ثابتة وعدد الأسهم هو الذي تغير.

$$N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + N \cdot P_1 \Rightarrow N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + N \cdot DPA \dots \dots \dots (2 - 12)$$

$$\Rightarrow N(P_0 - P_1) = N \cdot DPA \Rightarrow P_0 - P_1 = DPA \dots \dots \dots (2 - 13)$$

من المعادلة الأخيرة نلاحظ، أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأي تغير في التوزيعات يصاحبه تغير بنفس النسبة في القيمة السوقية للمؤسسة.

لقد وجهت العديد من الانتقادات لنموذج مدكلياني و ميلر 1958 ومن أهم الانتقادات نذكر ما يلي¹:

- ❖ الافتراض القائل بأن الأفراد و المؤسسات يمكنهما الاقتراض و الإقراض وبنفس معدل الفائدة، هو افتراض خاطئ، إذ أن المؤسسات لديها القدرة على الاقتراض بتكلفة أقل من الأفراد،
- ❖ ليس صحيحاً أن الرفع التشغيلي هو بديل الرفع المالي للمؤسسة، فإذا اقتربت المؤسسة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثرواتهم المستثمرة في المؤسسة (مسؤولية محدودة للمؤسسة) ن في حين إذا استخدم الرفع المالي شخصياً فإنه سوف يفقد كل استثماراته في المؤسسة وقد يمتد ذلك إلى ثروته الشخصية (مسؤولية غير محدودة)، إذ يتعرض المستثمر لدرجة مخاطر أكبر،
- ❖ عدم واقعية افتراض عدم وجود تكاليف للمعاملات،
- ❖ عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي.

2- مقارنة (GORDON, 1962)²:

توصل جوردن إلى عكس النتائج التي توصل لها VAN HORNE, MM. وهي أن لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة و السهم في بعض الحالات، وذلك بناء على جملة من الافتراضات وهي :

- ❖ يتميز السوق المالي بالكفاءة حيث لا وجود للضرائب و لتكاليف المعلومة و الصفقات،
- ❖ يعد معدل المردودية على الاستثمارات ثابتاً، وكذلك المفروض، و يتمثل في تكلفة التمويل³
- ❖ لا وجود للتمويل الخارجي،
- ❖ معدل نمو المؤسسة ثابت، ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة مضروباً في معدل المردودية المتوقع،
- ❖ معدل المردودية المطلوب أكبر من معدل النمو،
- ❖ نسبة الأرباح الموزعة ثابتة.

انطلق برهان جوردن لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالآتي:

$$V_0 = \frac{DIV_1}{(K - G)} \dots \dots \dots (2 - 14)$$

بما أن التوزيعات تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروباً في (1 - Tndiv)، ومنه القيمة تساوي:

$$V_0 = \frac{R(1 - Tndiv)}{(K - g)} \dots \dots \dots (2 - 15)$$

بتعويض $g = Tndiv \cdot K$ في المعادلة السابقة نجد :

$$V_0 = \frac{R(1 - Tndiv)}{(K - K \cdot Tndiv)} \dots \dots \dots (2 - 16)$$

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 372.
² علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 144-145.

بما أن $K=K^0$ تصبح المعادلة:

$$V_0 = \frac{R_0}{K} \dots \dots \dots (2 - 17)$$

لا تختلف هذه النتيجة مع نتائج المقاربات السابقة، التي تثبت حياد التوزيعات، وأن القيمة تابع لقرار الاستثمار وفعالية الاستغلال، فليس لقرار التمويل. هذا التطابق في النتائج ليس دائماً، بل في حالة وحيدة أي يكون معدل المردودية المتوقع مساو للمفروض $K=K^0$ ، أما في حالة غير ذلك يكون هناك أثر لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان المتوقع أقل من المفروض، فغن القيمة سوف تنخفض مع الزيادة في الأرباح المحتجزة، وفي الحالة العكسية ترتفع القيمة مع الارتفاع في التوزيعات، ومنه يصبح لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة.¹

3- مقارنة: VAN HORNE, 1980²

قام VAN HORNE بإثبات عدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، اعتماداً على التدفقات النقدية المستحدثة، حيث اعتبر قيمة السهم في بداية الفترة عبارة عن قيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن مجموع الجبري للتوزيعات، و السعر في نهاية الفترة مستحدثين، و المعبر عنها رياضياً بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{DPA_1 + P_1}{1 + K} \dots \dots \dots (2 - 18)$$

حيث:

K: معدل الاستحداث، و الذي يساوي معدل المردودية المطلوب و المتوقع.
إذا افترضنا التمويل كان عن طريق الأموال الخاصة، فلا بد من الرفع في عدد الأسهم بالعدد N، وتصبح قيمة الأموال الخاصة قبل الرفع تساوي:

$$\dots \dots \dots (2-19) N \cdot P_0 = (N \cdot DPA_1 + N \cdot P_1) / (1 + K)$$

تصبح قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع مساوية للقيمة الحالية لصافي التدفقات، و نكتب:

$$N \cdot P_0 = \frac{N \cdot DPA_1 + (N + N)P_1 - N_0 \cdot P_1}{(1 + K)} \dots \dots \dots (2 - 20)$$

يمثل الجانب الأيسر من هذه المعادلة قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع، أما الجانب الأيمن فهو عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات المدفوعة للمساهمين القدامى و القيمة الحالية للأموال الخاصة (الأسهم القديمة و الجديدة) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة من الخزينة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم القديمة في الزمن 0، وهي المجموع الجبري للقيمة الحالية للتوزيعات القدامى، و القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة في نهاية الفترة.

المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد

بعد دراسة المقاربات النظرية في حالة التأكد التام، سيتم دراسة المقاربات النظرية في ظل عدم التأكد. وتتمثل هذه المقاربات في:

❖ مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية،

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004، ص 326.
² علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص ص 141-142.

❖ مقارنة عصفور في اليد.

1- مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية:

يصرم د كلياني و ميلر على وجهه نظرها السابقة بشأن سياسة توزيع ، فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة ، وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملائمة التوزيعات، ففي غياب تكلفة المعاملات و الضرائب يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم فلن يقبل سياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة. فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالسيولة التي يحتاجها، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات.¹

لإثبات هذه المقاربة رياضياً نتبع الخطوات التالية:²

نفرض أن نتيجة السنة السابقة R_0 والنتيجة التي سوف تتحقق في نهاية السنة الحالية هي R_1 ، ومبلغ الاستثمار في الزمن 0 هو I . ومع افتراض أن مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة تتمثل إما في الأرباح المحتجزة أو في إصدار أسهم عادية أو سندات جديدة. إذا قررت المؤسسة إجراء توزيعات من أرباح السنة الماضية ، فسوف يترتب على ذلك حرمانها من زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات المقرر إجراؤها ، وقد يترتب على ذلك ضرورة قيام المؤسسة بالحصول على مصادر خارجية D ، وعليه نحصل على المعادلة التالية:

$$R + D = I + Div \dots \dots \dots (2 - 21)$$

حيث:

R : نتيجة السنة المالية;

D : الديون;

I : مبلغ الاستثمار;

Div : توزيعات الأرباح.

يمكن صياغة المعادلة السابقة كالتالي:

$$Div = R + D - I \dots \dots \dots (2 - 22)$$

حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية يترتب عليه أعباء مالية FF محتملة التسديد تبعا للوضعية المالية للمؤسسة، ومنه تصبح المعادلة كالتالي:

$$Div_1 = R_1 - FF_1 \dots \dots \dots (2 - 23)$$

وبافتراض أن التمويل يكون بالأموال الخاصة فقط فإن قيمة المؤسسة/السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضاف لها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات وتكتب:

$$P_0 = D_0 + P_1 = \frac{D^1}{(1 + K)} \dots \dots \dots (2 - 24)$$

حيث:

D_0, D_1 : الاستدانة في الزمن 0 و 1 على التوالي;

P_0, P_1 : سعر السهم في الزمن 0 و 1 على التوالي;

k : تكلفة التمويل.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 318.
² نفس المرجع ، ص ص 320-323.

وبإعادة صياغة المعادلة السابقة بأسلوب المعادلة (2-24) المؤكد نحصل على المعادلة التالية:

$$P_1 = \frac{(\text{Div}_1 - \text{PR. COV}(\text{Div}_1, \text{Rm}))}{(1 + \text{Rsr})} \dots \dots \dots (2 - 25)$$

وبتعويض المعادلة (46-1) في المعادلة (2-23) نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - \text{FF}_1) - \text{PR. COV}(R_1 - \text{FF}_1, \text{Rm})}{(1 + \text{Rsr})} \dots \dots \dots (2 - 26)$$

وبما أن :

$$\text{Cov}((R_1 - \text{FF}_1), \text{Rm}) = \text{Cov}(R_1, \text{Rm}) - \text{Cov}(\text{FF}_1, \text{Rm}) \dots \dots \dots (2 - 27)$$

وبتعويض العلاقة السابقة في المعادلة رقم (2-26) نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - \text{PR. Cov}(R_1, \text{Rm})) - (\text{FF}_1 - \text{PR. Cov}(\text{FF}_1, \text{Rm}))}{(1 + \text{Rsr})} \dots \dots \dots (2 - 28)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم في القيمة الحالية للمصاريف المالية، و التي لا تخرج عن كونها قيمة للديون الحالية، D و بتعويضها نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - \text{PR. Cov}(R_1, \text{Rm}))}{(1 + \text{Rsr})} \dots \dots \dots (2 - 29)$$

وبتعويض المعادلة (51-1) في المعادلة (47-1) نجد:

$$P_0 = D_0 + \frac{(R_1 - \text{PR. Cov}(R_1, \text{Rm}))}{(1 + \text{Rsr})} - D \dots \dots \dots (2 - 30)$$

وبتعويض المعادلة (2-30) في المعادلة (2-26) نجد:

$$P_0 = R_0 - I + D + \frac{(R_1 - \text{PR. Cov}(R_1, \text{Rm}))}{(1 + \text{Rsr})} - D \dots \dots \dots (2 - 31)$$

ومنه:

$$P_0 = \frac{R_0 - I + (R_1 - \text{PR. Cov}(R_1, \text{Rm}))}{(1 + \text{Rsr})} \dots \dots \dots (2 - 32)$$

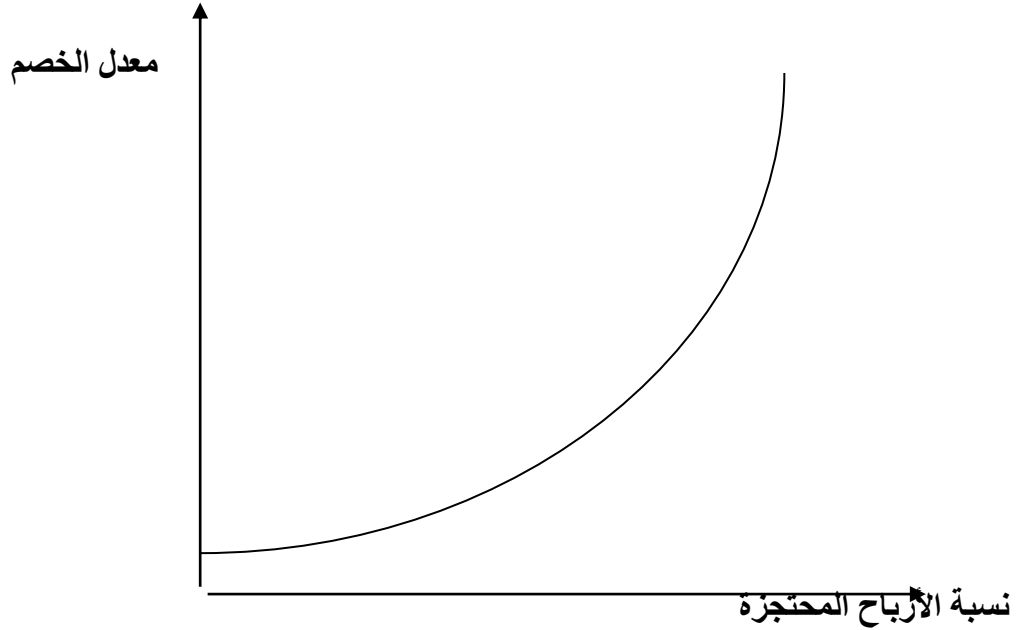
من خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أن ثروة الملاك تتأثر أساسا بقرارات الاستثمار (I) أو ما يترتب عليها من عائد حالي و مستقبلي (R_1, R_0) وما يتعرض له هذا العائد من مخاطر $\text{PR. Cov}(R_1, \text{Rm})$ ، أما التوزيعات الحالية Div_1 فلم تظهر مما يعني أنها لاتهم المستثمر، وعلى المؤسسة ألا تشغل بالها برد فعل الملاك بشأن السياسة التي تتبعها، لأنهم أنفسهم لا يهتمهم ذلك.

2- مقارنة عصفور في اليد

حسب جوردن وفي ظل الافتراضات السابقة ، وفي حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، لكن عاد جوردن وأثبت أن لسياسة توزيعات تأثير على قيمة السوقية للمؤسسة عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظرا لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة .

أطلق جوردن على هذا النموذج عصفور في اليد ، ووفق هذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات معدل الخصم (تكلفة التمويل)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة عدم التأكد ، ونتيجة لكون المستثمر يتجنب المخاطر سوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2) العلاقة بين معدل الخصم و نسبة الأرباح المحتجزة



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون ، مرجع سابق ، ص 402.

أما النتيجة التي توصل لها كل من (GORDON / LINTNER) هي انه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تأثر على قيمة المؤسسة.¹ ليس هذا فحسب ، بل إن المستثمرين يفضلون الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر أقل مقارنة بالأرباح الرأسمالية، حيث يقول (GORDON/LINTNER) أن : "التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل"، باعتبار أن المستقبل غير مؤكد ، كما يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في أسهم المؤسسة أو أسهم مؤسسات أخرى مماثلة، وبالتالي فالخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال المؤسسة ، وليس سياسة توزيع الأرباح، فنجد أنهما يفضلان أن يكون معدل توزيعات أكبر ما يمكن.²

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون ، مرجع سابق ، ص 402-404.
² محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

خلاصة:

تعتبر الموازنة بين احتجاز الأرباح أو توزيعها من أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة، وذلك من أجل تلبية رغبة المستثمرين من جهة و الحفاظ على قيمة المؤسسة من جهة أخرى ، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من التوجهات و النظريات التي حاولت معالجة هذه الإشكالية، رغم ذلك يبقى الجدل قائم حول وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضية السوق الكامل وظل ظروف عدم التأكد. ولتفسير هذا التأثير جاءت العديد من النظريات ، حيث أن كل نظرية بنيت على نقائص النظرية السابقة لها فمنها من يؤيد تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، ومنها من يعارض هذا التأثير.

الفصل الثالث:

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على
قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

المبحث الأول: تقديم عام لفندق الأوراسي

المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع
الأرباح على قيمة فندق الأوراسي

تمهيد

بعد تقديم الإطار النظري لتقييم المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، وأهم النظريات المفسرة لتأثير هذه الأخير على قيمة المؤسسة، ونظراً لأهمية التي يكتسبها الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، وسنحاول في هذا الفصل اختبار مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، وذلك في الفترة الممتدة من 2009 إلى 2018. وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالآتي:

- ❖ المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي
- ❖ المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي

سنتطرق في هذا المبحث للتعريف بمؤسسة التسيير الفندقية لسلسلة فنادق و التي يشرف على ثلاث وحدات فندقية إضافية ، وبعدها نقوم بتعريف وحدة فندق الأوراسي.

المطلب الأول: التعريف بمؤسسة التسيير الفندقية

تشرف مؤسسة تسيير الفندقية لسلسلة فنادق الأوراسي على أربعة وحدات فندقية ثلاثة منها متواجدة بالجنوب ، وقد أنظمت هذه الأخيرة ابتداء من 2010/01/01 إلى مؤسسة التسيير الفندقية لسلسلة الأوراسي بقرار من مجلس الدولة الذي اتخذ في اجتماعه بتاريخ : 2009/10/04 للإشراف وإدارة الفنادق الثلاثة : فندق البستان بالمنية، فندق الريم ببني عباس بشار، وفندق جيلالي مهري بورقلة، بالإضافة إلى الوحدة الفندقية الأصلية متمثلة في فندق الأوراسي.

عملا بقرارات الجمعية العامة غير العادية وقبل التوقيع على محضر المناقشة لمنح وانتقال عملية الاستغلال ، أجريت الخبرة المحاسبية لأعمال نهاية السنة 2009 بناء على طلبها من طرف مؤسسة تسيير الفندقية لسلسلة الأوراسي و موافقة مؤسسة التسيير السياحي هذه الخبرة مست كل وحدات الجنوب بهدف ضمها، حيث استمرت عدة أشهر بسبب بعض الصعوبات المتعلقة بالحسابات وكذا تسوية بعض الحالات ، لاسيما الجوانب المتعلقة بالديون و المستحقات الجبائية¹.

ثانيا: نبذة تاريخية عن فندق الأوراسي

سنتطرق في دراستنا إلى وحدة فندق الأوراسي المتواجدة بالعاصمة ، دون بقية الفنادق الأخرى ، حيث أن فندق الأوراسي مصنف ضمن 5 نجوم ، افتتح في 02 ماي 1975 م تحت إشراف وزارة السياحة و الثقافة و كان عملية تسييره مسندة للمؤسسة الوطنية للسياحة و الفندقية إلى غاية سنة 1997 م ، ثم تلتها المؤسسة الجزائرية للسياحة و الفندقية إلى غاية سنة 1979 م ، و أخيرا من طرف المكتب الوطني للاجتماعات و المؤتمرات إلى غاية سنة 1983 م ، وفي نفس السنة تم تأسيس مؤسسة التسيير الفندقية بموجب الأمر رقم 83-226 الموافق ل 02 أفريل 1983 م ، و في 12 فيفري 1991 م تم تغيير الشكل القانوني للمؤسسة لتتحول إلى المؤسسة الاقتصادية العمومية وهي مؤسسة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار تحت اسم SPA EGH EL AURASSI.

في 1998/02/21 م اختيرت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي من بين المؤسسات العمومية التي فتحت رأسمالها ودخلت في البورصة بأسهم من رأس مالها الاجتماعي المفتوح للجمهور و المقدّر ب 20% ، أي ما يعادل 12000000 سهم . وقد تم إعداد ملخص إعلامي ومخطط اتصال متعلق بعرض عمومي لبيع فندق الأوراسي خلال الفترة الممتدة من 15 جوان إلى 25 جويلية لسنة 1998 .

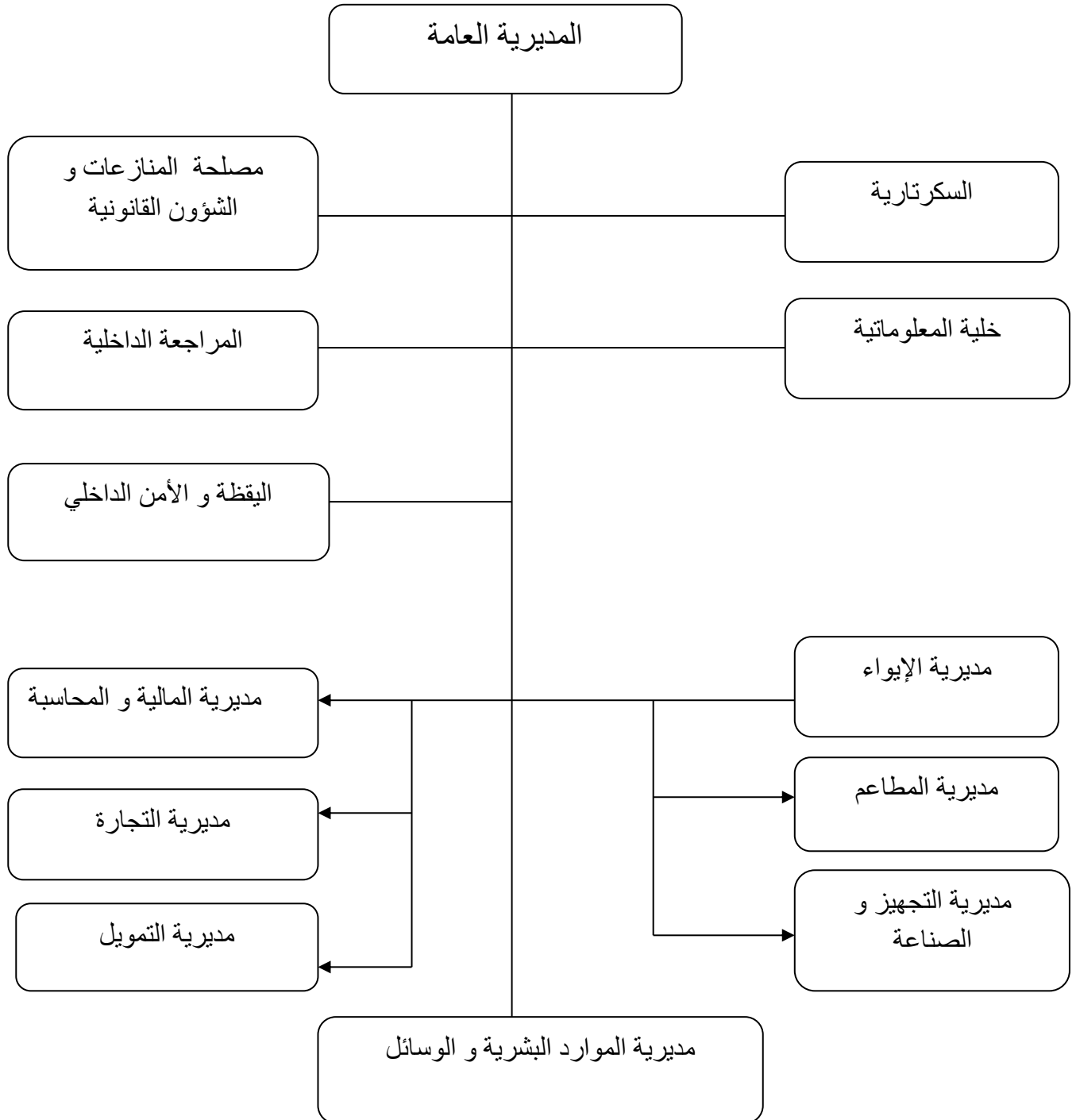
تجاوزت النتائج المحصلة في العرض العمومي عدد الأسهم الصادرة في السوق، وكانت 2001237 سهم موقعة بأغلبية ساحقة من المساهمين الصغار. كل هذه النتائج أدت إلى إعادة النظر في التجزئة المعلن عنها في خدمة المساهمين الصغار المفضلين وهذا في حدود نسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي ، ودخلت مؤسسة الأوراسي في البورصة ابتداء من 2000/02/14 م ، على أساس مبلغ مبدئي قدره 400 دج للحصة، وقد عرف فندق الأوراسي منذ هذا التاريخ انخفاضا في قيمة السهم و توقف عند 265 دج حسب تحديد السعر في 2005/01/31 م ، ومكنت هذه الوضعية المؤسسة من تسجيل أرباح معتبرة سنة 2003 م ، بمعدل مردودية خال من الضرائب بنسبة 5.7% بينما معدل التوظيف المحدد من المؤسسات المالية لا يتجاوز معدل نسبته 3%. هذا و تسعى مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى المضي قدما نحو رفع مردودية خدماتها و تحسين صورتها التجارية ، حيث يقدر رأسمالها ب 1500000000 دج تمثل 6000000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم وبعده مساهمين يقدر ب 9590 مساهم².

¹ ابن علي بن جدو، الاستراتيجية التنافسية ودورها في تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية، مذكره ماجستير ، تخصص إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير ، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2015، ص 101.

عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 152.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لفندق الأوراسي
يرتكز الهيكل التنظيمي لفندق الأوراسي على مجموعة وظائف تتفاعل فيما بينها لأجل تحقيق أهدافها كما يوضحه الهيكل التنظيمي للمجمع:

الشكل رقم (3-1) الهيكل التنظيمي لإدارة فندق الأوراسي



المصدر : بن علية بن جدو، مرجع سبق ذكره ، ص 122.

يتشكل الهيكل التنظيمي لإدارة مؤسسة فندق الأوراسي من المديریات و المصالح التالية:¹
أولاً: المديرية العامة

تحدد مهمة المديرية العامة في ضمان أفضل تسيير للفندق من خلال:

- تحديد الهداف وإتحاد القرارات الإستراتيجية المتعلقة بأداء الفندق
- مراقبة الأعمال على كل المستويات، و السهر على التنسيق بين مختلف المديریات و المصالح،
- الاجتماع بمجلس الإدارة للبحث في التطورات التي تحدث على مستوى الفندق، و من مهامه معالجة أنشطة المجمع في نهاية السنة وإعداد مخطط عمل للسنة القادمة.

وتشرف المديرية العامة مباشرة على المصالح التالية:

- 1- السكرتارية: تتولى تنظيم و ترتيب أعمال المديرية العامة؛
- 2- خلية المعلوماتية: تقوم بمتابعة تجهيزات و برامج المعلوماتية الخاصة بإدارة المؤسسة؛
- 3- مصلحة المنازعات و الشؤون القانونية: تهتم بالشؤون القانونية المتعلقة بالمؤسسة خاصة النزاعات مع الأطراف الخارجية؛
- 4- المراجعة الداخلية: تقوم بتقييم الرقابة الداخلية وطرق تسيير المؤسسة بهدف المحافظة على ممتلكات الفندق، و توجيه النصح و الإرشاد للإدارة العامة لرفع وتحسين كفاءة التسيير و ضمان سيرورة نشاط المؤسسة؛
- 5- مصلحة اليقظة و الأمن الداخلي و النظافة: تقوم بضمان الأمن الداخلي والخارجي للفندق، كما تشرف على توجيه أعوان الأمن، وكذا الأعوان المكلفين بالمساحات الخضراء بالفندق، و الأعوان المكلفين بالنظافة الداخلية لمرافق الفندق؛

ثانياً: مديرية الإيواء

تشرف على مصلحة الاستقبال و التي تتمثل مهامها في استقبال الزبائن وتسجيل المعلومات اللازمة عنهم ، كما تقوم بمتابعة عملية الحجز للزبائن، وتسيير صندوق الاستقبال ، و الإشراف على مصلحة الطوابق و التي تتمثل مهمتها في المراقبة المستمرة للغرف ، و التجهيزات المستعملة فيها، كما تهتم هذه المديرية بمتابعة مكتب المطار ، ومركز الأعمال الخاص بالزبائن؛

ثالثاً: مديرية المطاعم

تتمثل مهامها في تسيير مطاعم الفندق ، من مطابخ وتقديم الإطعام للزبائن ، مراقبة تحضير الطعام وفق قائمة المأكولات، و متابعة طلبات الزبائن ، بالإضافة إلى المقهى و قاعة الشاي، كما تعني بتقديم خدمة الغرف؛

رابعاً: مديرية المستخدمين و الوسائل

تتكون من مصلحة تسيير المستخدمين، مصلحة التكوين، مكتب الشؤون الاجتماعية، وتهتم بتوظيف العمال، صياغة عقود العمل و كشوف الرواتب، مراقبة العيادات و تنظيم العطل، تكوين المستخدمين و المتربصين، كما تشرف على تسيير حظيرة السيارات التابعة للفندق؛

خامساً: المديرية التجارية

تتكفل بمختلف المعاملات التجارية للفندق ، و التنسيق مع مختلف المديریات فيما يتعلق بذلك؛

سادساً: مديرية المالية و المحاسبة

و تتمثل مهامها في مراقبة ميزانية الفندق، والاهتمام بالملفات الإدارية وما يتعلق بالخزينة، ومتابعة الفواتير، وتضم مصلحة المحاسبة العامة، مكتب الفوترة، الصندوق الرئيسي، خلية المراقبة ، خلية البورصة؛

سابعاً: مديرية التجهيز و الصيانة

تعمل على توفير التجهيزات اللازمة لمختلف المصالح و المديریات كما تعمل على السير الحسن لمختلف التجهيزات الكهربائية و الإلكترونية الموجودة بالفندق، وصيانتها و إصلاحها عند حدوث الأعطاب، كالتجهيزات و المعدات الكهربائية أجهزة التبريد، المصاعد الأنابيب، معدات الهاتف..... إلخ؛

بن علية بن جدو، مرجع سبق ذكره، ص 104-106.¹

ثامنا: مديرية التموين

تعمل على تزويد المطاعم و المقاهي بالمواد اللازمة، ومتابعة المشتريات من المواد الغذائية والمشروبات، ومتابعة المخزون، وتضم مكتب المقتصد، مصلحة التموين، المخزون التقني، المخزون المشترك.

المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة فندق الأوراسي

سنقوم في هذا المبحث بمحاولة إيجاد نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة.

لتحقيق ذلك اعتمدنا على مجموعة من المعطيات المالية لمجمع مؤسسة فندق الأوراسي خلال الفترة الممتدة من 2009 – 2018 ، مأخوذة من الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر ، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB)، مستخدمين لقياس هذه العلاقة نموذج الانحدار المتعدد. سنتطرق في المطلب الأول إلى الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة و منهجية الدراسة في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص لتحليل نموذج الدراسة.

المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة

سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى لاختبار صحة فرضيات هذه الدراسة ، و الهدف من الدراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعا للتغير في قيم المتغيرات المستقلة. تعطى الصيغة العامة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد كالآتي:¹

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

$$i = 1 \dots \dots \dots n$$

حيث:

Y: المتغير التابع،

X_i: المتغيرات المستقلة،

ε_i : الخطأ العشوائي ويعبر عن تأثير المتغيرات الأخرى غير الموجودة في النموذج،

β_k : معاملات الانحدار الجزئي التي تقدم مقياس لتأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع مع ثبات العوامل الأخرى.

k: عدد المتغيرات المستقلة.

ويتم اختبار قبول النموذج الخطي المتعدد أو رفضه باستعمال مجموعة من الاختبارات:²

• اختبار معنوية المعالم (T) Student

يستخدم اختبار (T) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير X₁.....X_k التابع iY في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، واختبار معنوية (T) نعتمد على فرضيتين أساسيتين:

فرضية العدم H₀: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_k = 0$

الفرضية البديلة H₁: $\beta_1 \neq 0, \beta_2 \neq 0, \beta_3 \neq 0, \dots, \beta_k \neq 0$

بعد حساب قيمة (T) تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات الحرية (n-2) و مستوى المعنوية المطلوب [1%-5%] لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ، فإذا كانت (T) المحتسبة أكبر من قيمة (T) الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة ، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية.

¹Isabelle Cadoret & autres, «économétrie appliquée(méthode, application, corrigées), 2édition, de Boeck, Bruxelles, 2009, p48.

²حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر و التوزيع، الأردن، 2009، ص ص 161-169.

• معامل التحديد R^2

يعد المؤشر الأساس في تقييم معنوية العلاقة بين المتغير التابع (Y) و المتغيرات المستقلة (X_K) مع ($K=1,2,3.....K$) ، وبعبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع. حيث أن محصورة بين 0 و1 $0 < R^2 < 1$ ، فإذا كان: ¹

• $R^2=1$: توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع و المستقل؛

• $R^2=0$: لا توجد علاقة بين المتغير التابع و المستقل؛

• $0 < R^2 < 1$: وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع و المستقل.

• اختبار إحصائية فيشر (F-Statistic):

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_K) على المتغير التابع (Y) ، ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما:

• **فرضية العدم H_0** : وتنص على انعدام العلاقة الخطية بين كل متغير من المتغيرات المستقلة و بين المتغير التابع، أي:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots \dots \dots \beta_k = 0$$

• **فرضية البديلة H_1** : وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، أي:

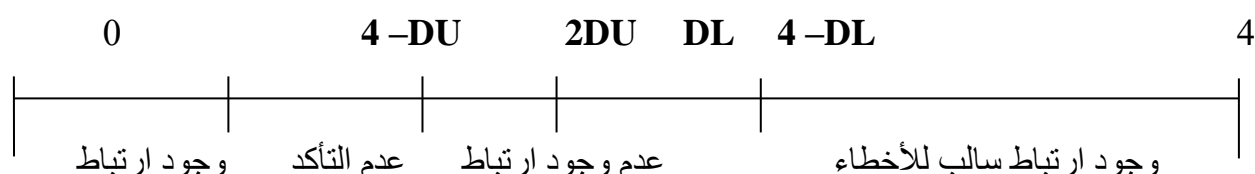
$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \dots \dots \beta_k \neq 0$$

يتم اختبار المعنوية الكلية للانحدار بحساب قيمة الانحدار الإحصائية F، وتسمى (F) ثم تقارن مع القيمة المحسوبة مع قيمة الجدولية (F) عند مستوى ثقة معين ، فإذا كانت (F) أكبر من (F) فإننا نقبل الفرضية البديلة H_1 ، أما إذا كانت أقل نقبل فرضية العدم H_0 .

• اختبار (DW) Durbin Watson²:

يستعمل هذا الاختبار للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى ، ويتم حساب الإحصائية (DWobs) والتي تمثل النسبة بين مجموع مربع فروق الأخطاء و مجموع مربع هذه الأخطاء ومقارنتها مع القيمتين الجدوليتين لـ DL و D_U بهدف حصر قيمة (DW obs) لاتخاذ القرار المناسب حول وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى كمايلي:

الشكل رقم (2-3): منطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)



المصدر : جيلالي جلاطو، ص 103

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم بعرض الدراسات الميدانية السابقة، ثم تحديد متغيرات الدراسة الحالية، وعرض هذه المتغيرات في الأخير.

الفرع الأول: عرض الدراسات الميدانية السابقة

¹ جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى ،دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر ،2007، ص82.
² نفس المرجع ، ص 103.

نستعرض في هذا الفرع متغيرات الدراسة الميدانية السابقة و الطرق المستعملة في قياسها وهذا بخصوص تأثير سياسة توزيع الأرباح أو تأثير عوامل أخرى على قيمة المؤسسة، وذلك تمهيدا لتحديد متغيرات دراستنا.

جدول رقم (3-1): الدراسات الميدانية السابقة

الدراسة	العينة	المتغيرات	الأسلوب المتبع
عماد زياد رمضان (2004)	69 شركة أردنية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (-1993) (2002).	<ul style="list-style-type: none"> توزيع الأرباح النقدية، توزيعات الأسهم، سياسة التوزيعات المتبقية، سياسة الاستثمار، القيمة السوقية. 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار المتعدد،
صباح أسامة علي شراب (2006)	28 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (1997-2005)	<ul style="list-style-type: none"> سعر السهم، السوقي، نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، نصيب السهم من صافي الربح، حجم التداول. 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
محمد زيد ناجي وقاد (2008)	23 شركة تأمين.	<ul style="list-style-type: none"> نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، نصيب السهم من الأرباح العينية الموزعة، نصيب السهم من الأرباح النقدية والعينية الموزعة. 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار المتعدد.
علي بن الضب (2009)	60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية (2006-2008)	<ul style="list-style-type: none"> القيمة السوقية، المخاطر الكلية، المخاطر النظامية، القيمة الدفترية الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، التوزيعات النقدية، التوزيعات في شكل أسهم مجانية، 	<ul style="list-style-type: none"> نموذج الانحدار الخطي البسيط و المتعدد

	<ul style="list-style-type: none"> • إعادة شراء الأسهم، • نسبة الأرباح غير الموزعة، • المردوديات الاقتصادية والمالية، • حجم المؤسسة، • حجم السيولة. 		
<ul style="list-style-type: none"> • التحليل المقطعي (panel data) 	<ul style="list-style-type: none"> • سياسة توزيع الأرباح، • أسعار الأسهم، • الهيكل المالي، • فرص الاستثمار، • عمر الشركة. 	<p>46 شركة مساهمة عامة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان (2006-2001)</p>	Moh,dmahersabihmusmar (2011)
<ul style="list-style-type: none"> • نموذج الانحدار الخطي المشترك • نموذج الانحدار الخطي البسيط • نموذج الانحدار الخطي المتعدد 	<ul style="list-style-type: none"> • إدارة الأرباح، • توزيع الأرباح، • القيمة السوقية، • نسبة السيولة، • سعر السهم. 	<p>32 شركة مساهمة عامة صناعية أردنية مدرجة في بورصة عمان (2006-2001).</p> <p>42 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (2004-2010).</p>	بهاء صبحي عواد (2011)
<ul style="list-style-type: none"> • التحليل العنقودي، • اختبار (man.whitney) • أسلوب الانحدار الخطي التدريجي 	<ul style="list-style-type: none"> • القيمة الإسمية للسهم • أسعار إغلاق السنوية للأوراق المالية، • توزيعات الأرباح النقدية، • الأرباح المحتجزة، • الأسهم المجانية (توزيعات الأسهم)، • معدل العائد على الأصول. 	<p>30 شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية (-2005) (2010)</p>	مي أحمد عبد الظاهر زيدان (2012)
<ul style="list-style-type: none"> • أسلوب التحليل المقطعي. 	<ul style="list-style-type: none"> • القيمة السوقية، • احتمالية النمو المستقبلي، 		نسيبة حسين نصيرات (2013)

	<ul style="list-style-type: none"> • حجم الشركة، • الربحية، • الرفع المالي، • الاستدانة، • سياسة • التوزيعات، • الأرباح • المحتجزة. 		
--	---	--	--

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مصادر إعداد الدراسة الميدانية.

الفرع الثاني: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

تقتصر الدراسة الحالية على دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، والتي تتلاءم فقط مع البيئة الاقتصادية، وبالتالي فإن النموذج المقترح لا يتضمن جميع المتغيرات التي يتوقع أن تفسر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة محل الدراسة والتي وردت في الدراسات السابقة، نظرا لصعوبات كثيرة أهمها عدم القدرة على قياس هذه المتغيرات، إضافة إلى صعوبة الحصول على البيانات . سننتظر في هذه الدراسة على المتغيرات التي نعتقد أنها أكثر أهمية في تأثيرها على قيمة المؤسسة، والتي يمكن قياسها كميا وبشكل مباشر.

أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغير التابع والمتغير المستقل المؤثر في قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الثانوية والتي يفترض أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة.

1- المتغيرات الرئيسية: تتمثل في المتغير التابع و المستقل.

أ- المتغير التابع: يتمثل في قيمة المؤسسة، هناك عدة مؤشرات لقياس هذا المتغير ، وفي دراستنا سيتم التعبير عن المتغير التابع (قيمة المؤسسة) بمؤشر PBR والذي يحسب بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كما تناولتها دراسة (ياسين ضيف 2015/4201) حيث أن :

- القيمة السوقية (VB) يتم التعبير عنها بالمتوسط الحسابي لقيمة السهم خلال السنة،
- القيمة الدفترية للسهم (VDOC) تتمثل في القيمة المحاسبية للسهم الواحد والتي تم الحصول عليها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة.

ب- المتغير المستقل: على ضوء تحليل الدراسة النظرية، تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات التي تعكس سياسة توزيع الأرباح تتمثل في:

- **نصيب السهم من التوزيعات BPA:** يتمثل في نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة التي يحصل عليها المستثمر في المستقبل ، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق وفق العلاقة التالية :

$$BPA = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم}} \dots \dots \dots (1 - 2)$$

تم اعتماد هذا المتغير في دراسة رشيد حفصي (2016).

- **نصيب السهم من التوزيعات DPA:** يعتبر مؤشر هام لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$DPA(2-2) = \frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \dots\dots\dots$$

تم اعتماد هذا المتغير في دراسة عبد الوهاب دادن وحورية بديدة (2012) و كذلك دراسة عبد الكريم بوحادرة (2012).

- نصيب السهم من الأرباح غير الموزعة (المحتجزة) BRA: عبارة عن الفرق بين نصيب السهم من الأرباح ونصيب السهم من الأرباح الموزعة.

تم استخدام هذا المتغير في دراسة صباح أسامة علي شراب (2006).

2- المتغيرات الثانوية

- المردودية الاقتصادية RE: وتحسب بالعلاقة التالية:

$$RE = \frac{\text{نتيجة الإستغلال قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{الأصل الإقتصادي}} \dots\dots\dots (3 - 2)$$

- مردودية الأموال الخاصة Rcp: تحسب بالعلاقة التالية:

$$Rcp = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \dots\dots\dots (4 - 2)$$

3- الخطأ العشوائي: يرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها ¹:

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.
- الصياغة الرياضية غير سليمة للنموذج.
- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية .

ثانيا: عرض متغيرات الدراسة

بعد أن قمنا بتحديد متغيرات الدراسة، سنقوم ببناء على القوائم المالية و تقارير المؤسسة المنشورة على الموقع الإلكتروني للبورصة ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بقياس متغيرات الدراسة خلال مدة 10 سنوات من 2009 إلى 2018.

جدول رقم (2-3): عرض متغيرات الدراسة

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
المتغير										
PBR	0.796	0.686	0.892	0.661	0.580	0.641	0.585	0.708	0.751	0.656
BPA	4.929	2.933	0	4.477	4.085	4.812	4.620	4.0129	4.516	4.294
DPA	4.104	2.933	0	4.477	4.085	4.812	4.092	2.525	3.506	3.344
BRA	4.353	0	0	0	0	0	3.729	3.756	4.063	3.805
Re	0.139	0.018	0	0.059	0.033	0.078	0.061	0.034	0.057	0.047
Rcp	0.192	0.028	0	0.139	0.096	0.187	0.132	0.072	0.112	0.088

المصدر: من إعداد الطلب بالاعتماد على القوائم المالية وتقارير مؤسسة فندق الأوراسي.

¹سعيد هتهات، دراسة اقتصادية و قياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير - تخصص دراسات اقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006، ص 97.

المطلب الثالث: تحليل نموذج الدراسة

نهدف من خلال المطلب إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10، وذلك من خلال تحليل الارتباط و الانحدار ، ثم تقديم تفسير اقتصادي للنموذج.

الفرع الأول: تحليل الارتباط

من أجل إعطاء نظرة أولية عن وجود علاقة تأثير بين متغيرات الدراسة، سنقوم أولاً بدراسة علاقة الارتباط ما بين هذه المتغيرات.

يوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة منها المتغيرات المستقلة (BPA, DPA, BRA, Re, Rcp) و المتغير التابع (PBR) كمايلي:

الجدول رقم (3-3) : مصفوفة معاملات الارتباط

	PBR	BPA	DPA	BRA	Re	Rcp
PBR	1.000000	-0.631656	-0.723940	0.080657	-0.041397	-0.336856
BPA	-0.631656	1.000000	0.925653	0.442992	0.707161	0.827613
DPA	-0.723940	0.925653	1.000000	0.108731	0.653118	0.842785
BRA	0.080657	0.442992	0.108731	1.000000	0.469175	0.281002
Re	-0.041397	0.707161	0.653118	0.469175	1.000000	0.903486
Rcp	-0.336856	0.827613	0.842785	0.281002	0.903486	1.000000

المصدر: من إعداد الطلب بالاعتماد على معطيات الدراسة و برنامج EViews10

نلاحظ أن مصفوفة الارتباط لبيانات مؤسسة تسيير فندق الأوراسي المدرجة في البورصة أخذت عدة قيم من موجب وسالب ، قوي و ضعيف ، حيث بلغ معامل الارتباط بينقيمة المؤسسة (PBR) و المتغيرات المستقلة الرئيسية (BRA.DPA.BPA) نسبة -63.16%، -72.36%، 8.06%، -4.13% على التوالي.

أما فيما يخص درجة الارتباط بين قيمة المؤسسة وباقي المتغيرات الثانوية فنجد:

- بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية ومردودية الأصل الاقتصادي حوالي -4.13%، أي أن هناك علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة و مردودية الأصل الاقتصادي وهو غير مطابق لما جاءت به النظرية المالية؛
- وقد بلغ معامل الارتباط بين قيمة المؤسسة ومردودية الأموال الخاصة حوالي -33.68%، أي هناك علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة و مردودية الأموال الخاصة وهو غير مطابق لما جاءت به النظرية المالية؛
- كذلك بينت لنا نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها حيث أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة BPA ونصيب السهم من الأرباح الموزعة DPA حيث بلغ معامل الارتباط أقصى قيمة له بحوالي 92.56%، مما يعني أنه كلما زادت الأرباح المحققة كلما زاد نصيب السهم من الأرباح الموزعة، كذلك وجود علاقة ارتباط قوية بين نصيب السهم من توزيعات الأرباح و مردودية الأصل الاقتصادي حيث بلغ معامل الارتباط 84.27%، في حين، كما اظهرت المصفوفة علاقة ارتباط جيدة بين نصيب السهم من الأرباح المحاجزة ومردودية الأصل الاقتصادي حيث بلغت 46.91% مما يعني أنه كلما زاد نصيب السهم من الأرباح المحتجزة زادت نسبة مردودية الأموال الخاصة، في حين بلغ معامل الارتباط بين نصيب السهم من التوزيعات (BPA) و نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (DPA) ما نسبته 44.29%، بمعنى أنه كلما زاد نصيب السهم من الأرباح المحققة زادت نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، وبلغ معامل الارتباط بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (BRA) ومردودية الأصل الاقتصادي (RE) حوالي 46.91% أي أنه كلما زاد نصيب السهم من الأرباح المحتجزة زادت مردودية الأصل الاقتصادي .

- بلغ أقصى معامل سالب بين بين قيمة المؤسسة (BPR) ونصيب السهم من توزيعات الأرباح (DPA) بمقدار 72.39%، هذا يعني أن زيادة توزيعات الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسة.
- الفرع الثاني: تحليل الانحدار المتعدد**
- يبين الجدول رقم (3-4): نتائج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج.

Dependent Variable: PBR				
Method: Least Squares				
Date: 06/23/21 Time: 16:28				
Sample: 2009 2018				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.890448	0.048269	18.44763	0.0001
BPA	0.046363	0.075729	0.612223	0.5735
DPA	-0.132766	0.077139	-1.721141	0.1603
BRA	-0.021933	0.022759	-0.963707	0.3898
RE	2.588928	1.344449	1.925643	0.1264
RCP	-0.165799	1.010346	-0.164101	0.8776
R-squared	0.887025	Mean dependent var	0.695600	
Adjusted R-squared	0.745806	S.D. dependent var	0.096212	
S.E. of regression	0.048508	Akaike info criterion	-2.930479	
Sum squared resid	0.009412	Schwarz criterion	-2.748928	
Log likelihood	20.65240	Hannan-Quinn criter.	-3.129641	
F-statistic	6.281219	Durbin-Watson stat	2.555652	
Prob(F-statistic)	0.049667			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة و البرنامج الإحصائي EVIEWS10 من الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

$$PBR=0.8908+0.0463BPA-0.1327DPA-0.0219BRA+2.5889Re-0.1657Rcp... (2-5)$$

أولاً: اختبار جودة التقدير (النموذج)

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 88.70% من التغير الحاصل في القيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي ، حيث بلغ معامل التحديد 88.70% أما الباقي 11.30% فتمثل متغيرات لم يتضمنها النموذج.

ثانياً: اختبار معنوية المعالم المقدرة

نلاحظ أن (T) المحسوبة لنصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) تساوي 0.612، أقل من (T) الجدولية والتي تساوي 2.77 عند درجة الثقة 5%، وهو ما تؤكد القيمة الاحتمالية المرفقة $prob=0.5735$ أكبر من 0.05 بالنسبة لهذا المتغير ، ومنه نقبل الفرضية الصفرية H_0 ونرفض الفرضية H_1 ، أي أن β_1 تختلف معنوياً عن الصفر و بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة و قيمة المؤسسة. بالنسبة للمتغير الثاني (DPA) نصيب السهم من الأرباح الموزعة نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية بالقيمة المطلقة (1.721) أقل من القيمة المجدولة 2.77، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المقدرة له تساوي 0.1603 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني رفض الفرضية البديلة H_1 وقبول فرضية

العدم H_0 ، أي أن z_β لا تختلف معنويًا عن الصفر بسبب أن القيمة المرافقة لعمود الاحتمالات **prob** هي أكبر من مستوى الدلالة 5%، وبناءً عليه لا توجد علاقة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وقيمة المؤسسة.

بالنسبة للمتغير الثالث (BRA) نصيب السهم من الأرباح المحتجزة نلاحظ أن القيمة الإحصائية بالقيمة المطلقة (0.93) أقل من القيمة الجدولية 2.77، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المقدرة له والتي تساوي 0.3898 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني رفض الفرضية البديلة H_1 وقبول فرضية العدم H_0 ، أي أن 3β لا تختلف معنويًا عن الصفر بسبب أن القيمة المرافقة لعمود الاحتمالات أكبر من مستوى الدلالة 5%، وبناءً عليه لا توجد علاقة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وقيمة المؤسسة.

ونلاحظ كذلك بالنسبة للمتغير الرابع (Re) أن القيمة الإحصائية $t\text{-stat}$ أقل من القيمة الجدولية، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة المساوية لـ 0.1264 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني رفض الفرضية البديلة H_1 وقبول فرضية العدم H_0 ، أي أن 4β لا تختلف معنويًا عن الصفر بسبب أن القيمة المرافقة لعمود الاحتمالات **prob** هي أكبر من مستوى الدلالة (5%)، وبناءً عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وقيمة المؤسسة.

بالنسبة للمتغير الخامس (Rcp) أن القيمة الإحصائية أقل من القيمة الجدولية (2.77)، وهذا ما تأكده القيمة الاحتمالية المساوية لـ 0.8776 وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05) مما يعني قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، أي أن 5β لا تختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الأموال الخاصة وقيمة المؤسسة.

ثالثًا: اختبار المعنوية الكلية للنموذج

تتم مقارنة قيمة (Fisher) المحتسبة بقيمة (fisher) الجدولية $F(K, N-K, \alpha)$ ، أي $F(5.4, 0.05)$ ، حيث نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة إحصائية فيشر تقدر 6.256 وهي أقل من قيمة (F) الجدولية والمقدرة بـ 6.281219 عند درجة الثقة 0.05، كما أن $\text{Prob}(\text{Fisher})$ تقدر بـ 0.04 وهي أقل من 0.05، مما يعني قبول الفرضية $H_1 (H \neq 0)$ ، أي أن للنموذج المقدر معنوية كلية و المعالم المقدرة له تختلف كليًا عن الصفر.

رابعًا: الارتباط الذاتي للأخطاء

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال إحصائية Durbin Watson والتي تساوي 2.5556 وبعد مقارنتهما مع القيم (4dL, 4du) اللتان تساويان (2.88) و (0.243) على التوالي إضافة إلى القيمتين الأخيرتين (4dL, 4du) واللذان تساويان (1.12)، (3.757) أي في منطقة قبول الفرضية الصفرية H_0 ، مما يعني عدم وجود ارتباط للأخطاء، وهذا يدل على معنوية النموذج.

الفرع الثالث: تفسير نتائج الدراسة

من خلال تحليل الارتباط والانحدار المتعدد نستنتج مايلي:

- يبين النموذج أن الأرباح المحققة BPA تؤثر بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة، فزيادة نصيب السهم من الأرباح المحققة ب وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة في قيمة المؤسسة ب 0.046 وحدة، مما يعني أن المستثمرين يفضلون الاحتفاظ بالأرباح لدى المؤسسة لأنها تخضع لضريبة أقل من الضرائب المفروضة على التوزيعات.

- أثرت توزيعات في شكل أسهم إيجابًا على القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، فزيادة توزيعات الأسهم بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالقيمة المطلقة بـ 0.1327 وحدة، هذه التوزيعات تعتبر كإشارات مالية ترسل للسوق المالي تبرز الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة، مما يدفع المستثمرين من خارج المؤسسة إلى أموالهم فيه، وهذا ما يؤدي إلى زيادة قيمة الأسهم العادية، وبالتالي زيادة قيمة الأسهم العادية، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى: (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات و القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي).

- كما أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة أثر إيجابًا على القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، حيث أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة بالقيمة المطلقة بحوالي 0.02193 وحدة ويفسر ذلك بوجود فرص استثمارية جيدة، وهذا ما يثبت صحة

الفرضية الثانية : (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي).

- كما حظيت مردودية الأصل الاقتصادي بتأثير إيجابي على القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي ، ويفسر ذلك اعتماد المستثمر على النتائج المحققة في التقييم ومراعاته للنتيجة الاقتصادية أكثر وليس النتيجة المالية، حيث أن زيادة مردودية الأموال الخاصة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بـ 0.1657 وحدة .

خلاصة

لقد حاولنا خلال هذا الفصل تقديم دراسة قياسية تحليلية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي في الفترة الممتدة بين 2009 و2018 ، حيث توصلنا إلى أن التقلب في القيمة السوقية للمؤسسة من سنة إلى أخرى يعود إلى التغير في حجم السيولة نتيجة زيادة الفرص استثمارية ، و التغير في حجم المجمع بسبب زيادة استثمارات معينة أو التنازل على استثمارات أخرى، بالإضافة إلى التغير في مردودية الأموال الخاصة التي أثرت سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، وهي نتيجة مناقضة لما جاء به النظرية المالية. كما أن لنصيب السهم من الأرباح الموزعة تأثير على القيمة السوقية لمؤسسة تسيير فندق الجزائر، فاق تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، مما يدل على أن المؤسسة تميل إلى توزيع الأرباح.



الخاتمة

هدفنا من خلال تناول هذا البحث إلى معالجة موضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة ، باعتبار أن قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تؤثر على قيمة المؤسسة ، باختيار مؤسسة تسيير فندق الأوراسي المدرجة في بورصة الجزائر لإجراء الدراسة الاختبارية ، وذلك من أجل الإجابة على إشكالية البحث الرئيسية المطروحة كالتالي : مامدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؟ وشملت الدراسة الفترة الممتدة من 2009 - 2018. وقمنا بمعالجة هذه الإشكالية عبر فصلين باستخدام المنهج الوصفي في الجزء النظري و دراسة حالة، وقد تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد عبر برنامج **EViews10**. وللتعبير عن متغيرات الدراسة تم اخذ كل من نصيب السهم من الأرباح المحققة و نصيب السهم من التوزيعات و نصيب السهم من الأرباح المحتجزة كمتغيرات رئيسية ، ومردودية الأصل الاقتصادي ومر ودية الأموال الخاصة كمتغيرات ثانوية، في حين أخذنا قيمة المؤسسة كمتغير تابع ، وذلك للإجابة عن الإشكالية الرئيسية ، و هكذا تم الوصول إلى عدة نتائج للبحث و اختبار نتائجها وإعطاء توصيات وآفاق الدراسة.

أولاً: نتائج البحث واختبار فرضياته

توصلنا من خلال إعداد هذا البحث إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية و التي يمكن تلخيصها فيمايلي:

- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة و القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات و القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

1- نتائج البحث النظرية:

- تعتبر نظرية القيمة وليدة الانتقادات التي وجهت إلى الربح كهدف اقتصادي تسعى المؤسسات الاقتصادية لتحقيقه ،حيث ظهر بديل عن ذلك وهو تعظيم قيمة المؤسسة.
- وبإدخال حالة عدم التأكد في الدراسات السابقة و النماذج المستعملة، اتخذت النظرية المالية الحديثة مفهوم تعظيم قيمة المؤسسة كهدف بديل عن الربح ،بعدها اتجهت النظرية المالية في دراستها إلى موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة خاصة سياسة توزيع الأرباح.
- وتتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض ، عادة الإستثمار ،وتعد هذه القرارات من أكثر الموضوعات اهتماما في فكر الإدارة المالية المعاصرة.
- وبالنسبة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة لما لتأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة وجدت الإدارة المالية نفسها بين تيارين، الأول مؤيد لتأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة منطلقين من نظريات منها جوردن ولتنر، والآخر ينفي هذا التأثير منها نظرية ميلر ومديغلياني.

2- نتائج البحث التطبيقية:

من خلال دراستنا لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، توصلنا إلى نتائج اختبار صحة الفرضيات كمايلي :

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات و القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

أظهرت نتائج النموذج أن القيمة المعنوية لنصيب السهم من الربح المحقق أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما أن إحصائية **T** تساوي (0.612) وهي أقل من **T** الجدولية (2.77)، بالإضافة إلى قيمة المعامل تساوي (0.046)، هذا يدل على وجود أثر معنوي بين نصيب السهم من الأرباح المحققة و قيمة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، ومنه نثبت صحة الفرضية الأولى.

- **الفرضية الثانية:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة و القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي.
- كشفت نتائج النموذج النهائي أن القيمة المعنوية لنصيب السهم من الربح الموزع أكبر من مستوى المعنوي 5%، كما أن إحصائية T تساوي بالقيمة المطلقة 1.721 ، وهي أقل من الجدولية 2.77 ، بالإضافة إلى ذلك قيمة المعامل تساوي -0.1327، هذا يدل على وجود أقر معنوي سلبي بين الربح الموزع و قيمة المؤسسة، ومنه نثبت صحة **الفرضية الثانية**.
- **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي.
- كشفت نتائج النموذج النهائي أن القيمة المعنوية لنصيب السهم من الربح الموزع أكبر من مستوى المعنوي 5% ، كما أن إحصائية T تساوي بالقيمة المطلقة 0.9637 ، وهي أقل من الجدولية 2.77 ، بالإضافة إلى ذلك قيمة المعامل تساوي -0.0219، هذا يدل على وجود أثر معنوي سلبي بين الربح المحتجز و قيمة المؤسسة، ومنه نثبت صحة **الفرضية الثالثة**.

ثانيا :الاقتراحات

- بناء على ماتقدم يمكن الوصول إلى جملة من الاقتراحات متمثلة فيمايلي:
- ❖ قيام المؤسسات بدراسات و أبحاث فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة على يمتها السوقية،من خلال إيجاد سياسة مثلى تمكنهم من تعظيم قيمتها؛
 - ❖ استغلال سياسة توزيع الأرباح في إحداث أثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة؛
 - ❖ دراسة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة قبل القيام بإجراء التوزيعات؛
 - ❖ الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المسعرة في البورصة، حيث أنه من خلال دراستنا وجدنا 03 مؤسسات فقط تعرض قوائمها المالية السنوية وهي مجمع صيدال، الأوراسي ،أليانس للتأمينات.

ثالثا : آفاق الدراسة

- في ختام هذه الدراسة يمكن القول أن هذه الدراسة كغيرها من الدراسات ، لها بعض النقائص ، إلا أننا نرجو أن تكون بمثابة محاولة لفتح المجال أمام بحوث ودراسات أخرى حول هذا الموضوع ، وفي هذا الصدد نقترح بعض المواضيع التي تستحق المزيد من الدراسة نذكر منها :
- ❖ دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة؛
 - ❖ أثر التدفقات النقدية على قيمة المؤسسة؛
 - ❖ أثر التخفيض في توزيعات الأرباح على قرارات المستثمرين، دراسة سياسة توزيع الأرباح من منظور إسلامي؛
 - ❖ أثر تطبيق آليات الهندسة المالية على قيمة المؤسسة؛
 - ❖ أثر هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.



قائمة المراجع

أ- الكتب:

- 1- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية متقدمة، دار اليازوري، عمان، 2010.
- 2- عدنان تاية النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 3- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2012.
- 4- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 5- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002.
- 6- فايز سليم حداد، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 7- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2011.
- 8- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
- 9- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 10- جسين علي بخيث، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر و التوزيع، الأردن، 2009.
- 11- جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، 2007.

ب- المقالات

- 12- رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مقاربات طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 6/ العدد 10، ديسمبر 2018.
- 13- مليكة زغيب، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، 2004.
- 14- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية،
- 15- هاشم حسين، العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد السابع، جامعة بغداد، 2008.
- 16- محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، دراسة مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مجلة البحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010.
- 17- عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013.
- 18- هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي و الثمانون، جامعة المستنصرية، 2010.

ت- الرسائل والأطروحات الجامعية:

- 19- بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة بمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 03، 2010.
- 20- محمد عصمت بن حمو، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبوبكر بلقايد، تلمسان، 2015/2016.

- 21- علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، نخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- 22- محمد زركي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007/2008.
- 23- غنية الجوري، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011/2012.
- 24- نادية العيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004/2005.
- 25- جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006/2007.
- 26- حورية بديدة، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي، دراسة حالة عينة من الشركات الفرنسية للفترة الممتدة من 2010 إلى 2015، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2011.
- 27- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة-رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2011/2012.
- 28- صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير تخصص المحاسبة و التمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.
- 29- خديجة خوخي، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي للفترة 2007/2008، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2011/2012.
- 30- وليد زيرام، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013.
- 31- بن علي بن جدو، الاستراتيجيات التنافسية و دورها في تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، 2015.
- 32- سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير، نخصص دراسات اقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006.

ثانيا: باللغة الأجنبية

A- Les livres

- 33- jean Michel palou، les méthodes d'évaluation d'entreprise، groupe revenue fiduciaire، paris، 2003.
- 34- Jean barreau et al، gestion financière، 15eme édition، dunod، paris، 2006.
- 35- Jacques teulie & Patrick topsacian، finance، 4eme édition، édition Vuibert، paris، 2005.
- 36- Mondher bellah، gestion financière، 2eme édition، economica، paris، 2004.
- 37- Mondher Cherif، technique modernes d'évaluation des entreprises، ellipses، paris، 2007.

-
- 38- Isabelle cardoret&autres, économétrie appliquée (méthodes,application,corrigées),2 édition, de Boeck ,bruxelles,2009.
- 39- Jean brilman & Claude marie, manuel d'évaluation des entreprise, les éditions d'organisation, paris, 1990.
- 40- Patrick della faille, fusions, acquisition et évaluation d'entreprises, éditions larcier, Bruxelles, 2001.

B- Les thèses

- 41- Marc-André Lapointe, risque, réputation et signalisation par le dividende, thèse de doctorat, université catholique de luvain, faculté des sciences économiques, sociales et politiques, canada, 1995.

C- Les articles

D- Les sites électronique

- 42- www.sgbv.dz
- 43- www.cosob.org
- 44- www.el-aurassi.com

المخلص

هدف الدراسة التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث تناولت الدراسة مؤسسة تسيير فندق الأوراسي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2018، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

وقد خلصت الدراسة في الجانب النظري إلى ظهور أكثر من اتجاه حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فمنها من يرى أن هناك تأثير ومنها من يعارض ذلك، أما في الجانب التطبيقي فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير الإيجابي لكل من نصيب السهم من الأرباح المحققة، ونصيب السهم من الأرباح الموزعة، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة، نصيب السهم من الأرباح المحققة، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة.

abstract

The objective of the study is to identify the extent of the impact of the dividend policy on the value of the institution. The study dealt with the management institution of the El-Aurassi Hotel during the period from 2009 to 2018, based on the multiple linear regression models in order to test the hypotheses of the study.

On the theoretical side, the study concluded that more than one trend has emerged about the impact of the dividend policy on the value of the institution, some of them see that there is an effect, and some are against it, but in the practical side, the study found an effect of the dividend policy on the value of the institution, through The positive impact of each share of realized profits, share of dividends, and share of retained earnings.

Key words: dividend policy, enterprise value, share of realized profits, share of dividends, share of retained earnings