

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية  
والمالية، تخصص مالية

الموضوع:

دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح  
على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة

دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2011

تحت إشراف الدكتور:

عبد الحفيظ دحية

من إعداد الطالبة:

ياقوت موساوي

السنة الجامعية 2012/2013

بسم الله الرحمن الرحيم

"سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم الحكيم"

صدق الله العظيم

(المقرة الآية 32)

## الإهداء

إلى كل من يعمل مخلصاً لوجه الله سبحانه وتعالى؛

إلى رمز العطاء والقلب الكبير أُمي العزيزة؛

إلى والدي الغالي وفاءً و عرفانا؛

إلى.....إخواني.....وأصدقائي الأعزاء؛

إلى كل ذي فضل ومن له حق علي.....من أساتذة ومعلمين؛

إلى كل من يكون لي الحب والاحترام والتقدير؛

.....أهدي هذا العمل المتواضع

ياقوت موساوي

# شكر وتقدير

الحمد والشكر للمولى العظيم الذي وفقنا لإتمام هذا العمل...

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الدكتور دحية عبد الحفيظ على إشرافه وعلى ما قدمه من نصح وتوجيه وإرشاد لإثراء هذه المذكرة فجزاه الله خيرا.

كما أتقدم بجزيل الشكر وأسمى آيات التقدير والعرفان على جميع أساتذة المدرسة العليا للتجارة.

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

والشكر خالص للوالدين والإخوة على مساندتهم وتشجيعهم فبارك الله فيكم وفي ميزان حسناتكم إن شاء الله.

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

ياقوت موساوي

# الفهرس

I	..... الفهرس
IV	..... قائمة الجداول
VI	..... قائمة الأشكال
أ	..... المقدمة العامة
1	..... الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح
2	..... المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول التمويل وعناصر الهيكل المالي
2	..... المطلب الأول: مصادر التمويل
2	..... 1. التمويل عن طريق أموال الخاصة
6	..... 2. التمويل عن طريق الاستدانة
12	..... المطلب الثاني: الهيكل المالي وتكلفته
12	..... 1. محددات الهيكل المالي
19	..... 2. تكلفة مصادر التمويل
25	..... المبحث الثاني: الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح
25	..... المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
25	..... 1. تعريف سياسة توزيع الأرباح
26	..... 2. إجراءات توزيع الأرباح
28	..... 3. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
32	..... المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح
33	..... 1. سياسة التوزيعات النقدية
35	..... 2. سياسات أخرى بديلة للتوزيع النقدي
39	..... الفصل الثاني: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
40	..... المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة
40	..... المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة وتطوره
40	..... 1. تطور هدف المؤسسة
42	..... 2. القيمة بين الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي
43	..... 3. أنواع القيم المختلفة
45	..... 4. العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة
46	..... المطلب الثاني: مؤشرات إنشاء القيمة
47	..... 1. المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية
48	..... 2. المؤشرات ذات الطبيعة المالية
49	..... 3. المؤشرات الهيكلية
51	..... 4. المؤشرات ذات الطبيعة البورصية

53	المبحث الثاني: المداخل المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.....
53	المطلب الأول: تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق
53	1. التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل.....
56	2. التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل.....
60	المطلب الثاني: تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة في ظل فرضيات الكفاءة الاقتصادية للسوق.....
60	1. التيار المؤيد والمعترف بوجود هيكل مالي أمثل.....
70	2. التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل.....
73	المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.....
73	المطلب الأول: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل.....
73	1. سياسة التوزيع في ظل التأكد التام.....
77	2. سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد.....
82	المطلب الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل لسقاط فروض السوق الكامل.....
82	1. سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي.....
84	2. تفسير سياسة توزيعات وفق نظرية المنظمة.....
86	3. نظرية أثر الزبون.....
86	4. سياسة التوزيع ونظرية الإشارة.....
87	5. بعض النماذج لاختبار النظريات.....
91	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية.....
92	المبحث الأول: تقديم بورصة عمان.....
92	المطلب الأول: نشأة بورصة عمان وأطرها التنظيمية.....
92	1. نشأة بورصة عمان.....
93	2. الإصلاحات الهيكلية في بورصة عمان للأوراق المالية.....
93	3. الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية.....
95	4. الأقسام التي تتشكل منها بورصة عمان.....
96	المطلب الثاني: الواقع العملي في بورصة عمان.....
97	1. مميزات الاستثمار في بورصة عمان.....
98	2. تداول الأوراق المالية.....
101	3. علاقة السوق مع الأسواق الأخرى.....
101	4. دور البورصة في توفير المعلومات.....
101	5. مؤشر السوق.....
102	6. قطاعات بورصة عمان.....
103	المطلب الثالث: تطور وأداء بورصة عمان.....
103	1. البورصات العربية.....
105	2. تطور السوق الأولي.....
105	3. تطور أداء سوق الأسهم.....
109	4. تطور سوق السندات.....

109	.....المبحث الثاني: دراسة الحالة
109	.....المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة
109	.....1. عينة الدراسة
110	.....2. حدود الدراسة
110	.....3. تصميم دراسة الحالة
112	.....المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة الاختبارية
113	.....1. تحليل نتائج الارتباط
114	.....2. تحليل الانحدار المتعدد
115	.....3. اختبار مشاكل القياس الاقتصادي
124	.....4. نتائج الدراسة الاختبارية
125	.....5. تطبيق نموذج الدراسة على بورصة الجزائر
127	.....الخاتمة العامة
	.....قائمة المراجع
	.....الملاحق
	.....الملخص



# قائمة الجداول والأشكال

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15	قائمة الدخل العامة وأنواع الرفع	الجدول (1-1)
52	نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة	الجدول (1-2)
104	أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008 – 2011)	الجدول (1-3)
105	تطور أداء سوق الأسهم خلال الفترة (2008 – 2011)	الجدول (2-3)
107	القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا	جدول (3-3)
110	توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات	الجدول (4-3)
113	مصفوفة معاملات الارتباط	الجدول (5-3)
114	نتائج تحليل الانحدار المتعدد	الجدول (6-3)
116	نتائج اختبار White	الجدول (7-3)
117	نتائج انحدار الأموال الخاصة كدالة في الديون الطويلة والديون قصيرة الأجل	الجدول (8-3)
118	نتائج انحدار الديون القصيرة كدالة في الديون الطويلة	الجدول (9-3)
118	نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في الأرباح المحتجزة وإعادة الشراء الأسهم والأسهم المجانية	الجدول (10-3)
119	نتائج انحدار الأرباح المحتجزة كدالة في إعادة الشراء الأسهم والأسهم المجانية	الجدول (11-3)
119	نتائج انحدار إعادة الشراء الأسهم كدالة في الأسهم المجانية	الجدول (12-3)
120	نتائج انحدار الأموال الخاصة كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح	الجدول (13-3)
121	نتائج انحدار ديون قصيرة الأجل كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح	الجدول (14-3)

121	نتائج انحدار ديون طويلة الأجل كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح	الجدول (3-15)
122	نتائج انحدار القيمة السوقية للمؤسسة كدالة في الهيكل المالي (CPTP) وسياسة توزيع الأرباح (DPA,RACH)	الجدول (3-16)
123	نتائج انحدار القيمة السوقية للمؤسسة كدالة في الهيكل المالي (DCTTP,DLTTP)	الجدول (3-17)
123	نتائج انحدار القيمة السوقية للمؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح (DND,RACH,DG)	الجدول (3-18)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
9	سير عملية قرض الإيجار التمويلي	الشكل (1-1)
17	التقديم الهندسي للأثر الإيجابي للرافعة المالية	الشكل (2-1)
18	التقديم الهندسي للأثر السلبي للرافعة المالية	الشكل (3-1)
28	السلم الزمني لدفع التوزيعات	الشكل (4-1)
47	تطور مؤشرات إنشاء القيمة	الشكل (1-2)
54	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة (المدخل صافي الربح)	الشكل (2-2)
54	العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة (المدخل صافي الربح)	الشكل (3-2)
56	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة (المدخل التقليدي)	الشكل (4-2)
56	العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة (المدخل التقليدي)	الشكل (5-2)
57	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة (مدخل صافي ربح العمليات)	الشكل (6-2)
57	العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة (مدخل صافي ربح العمليات)	الشكل (7-2)
59	العلاقة بين متغيرات الاقتراح الثاني لمودجلياني وميلر في غياب الضريبة	الشكل (8-2)
62	أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للشركة	الشكل (9-2)
64	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين معدل المردودية التي يطلبها المساهمون	الشكل (10-2)
65	تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأس المال وعلى قيمة المؤسسة في حالة وجود الضرائب	الشكل (11-2)
67	الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية تكلفة الوكالة	الشكل (12-2)

68	تأثير تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب وتكلفة الإفلاس	الشكل (2-13)
69	العلاقة بين تكاليف التمويل ونسبة الأموال المقترضة	الشكل (2-14)
69	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية التوازن	الشكل (2-15)
88	النموذج البياني لاختبار مصداقية النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة	الشكل (2-16)
95	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	الشكل (3-1)
103	أداء البورصات العربية خلال سنة 2011	الشكل (3-2)
104	أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008 - 2011)	الشكل (3-3)
106	حجم التداول في بورصة عمان خلال فترة (2008 - 2011)	الشكل (3-4)
106	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2008	الشكل (3-5)
106	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2009	الشكل (3-6)
106	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2010	الشكل (3-7)
106	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2011	الشكل (3-8)
112	النموذج المقترح للدراسة الحالية	الشكل (3-9)
115	مقارنة بين السلسلة الأصلية والمقدرة لدالة القيمة السوقية للمؤسسة	الشكل (3-10)
117	التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر	الشكل (3-11)

# المقدمة العامة

كان يُعتقد في السابق أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم الأرباح، حيث وجهت لهذا الهدف عدة انتقادات على رأسها عدم الأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود، ثم ظهر هدف آخر نيوكلاسيكي تمثل في تعظيم ثروة الملاك، والذي وجه له انتقاد عدم الأخذ في الحسبان درجة المخاطرة، ليظهر بعد ذلك الهدف الحديث، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، ويتم تحقيق هذا الهدف إما عن طريق تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، والذي يطرح مشكل كفاءة السوق المالي، أو عن طريق تدنئة تكلفة التمويل وتعظيم المردودية الاقتصادية بعد الضريبة، وهو ما يعرف بالقيمة المضافة الاقتصادية.

بدأت النظرية المالية من سنة 1958 تدرس بشكل عام وبدقة علمية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث بينت أن قرار الاستثمار له تأثير مباشر على قيمة المؤسسة، كما أضافت قرارات التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسة، ثم أضافت قرارا ماليا آخر يتمثل في سياسة توزيع الأرباح، وعليه تحاول جل الدراسات المتعلقة بالقرارات ضمن النظرية المالية معرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من عدمه، وقد كانت محل تيارات مؤيدة ومعارضة لها.

ويتوقف الأداء المالي الإيجابي على قدرة المؤسسة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام؛ فاختلاف المصادر التمويلية يضع المؤسسة بين مجموعة من المزايا والمخاطر، ومهما تنوعت هذه المصادر فيمكن حصرها بين أموال ملكية والاقتراض، وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض انخفاض التكلفة ولكن التوسع في استعمال القروض قد يعكس سلبا على قيمة المؤسسة، وهذا بزيادة المخاطر المالية الناجمة عنه، ولذلك على المؤسسة أن تعمل على الموازنة بين العائد والمخاطر، وقد تناولت العديد من الدراسات هذه القضية، إذ تناولت مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ويعد الرائد في هذه الدراسات ما تناوله كل من مودجلياني وميلر، كما ظهرت العديد من النظريات الحديثة التي حاولت تقديم تفسير أكثر إقناعا حول العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة كنظرية الإشارة والوكالة.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، غير أن ما يميز هذا القرار أنه يعد من أخطر القرارات الإدارية في مجال الاستثمار والتمويل، فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة؛ قرار التمويل باعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تكوّن التمويل الذاتي وبالتالي إمكانية استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة وقرار التوزيع باعتبار عملية توزيع الأرباح ضرورية لإرضاء المساهمين.

كما تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي؛ وهو ما يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة ومسيرها فقط، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحليين الماليين.

## إشكالية الدراسة

على ضوء ما سبق تتجلى معالم إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي التالي:

**هل للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة؟**

وللإجابة على هذه الإشكالية يتم التركيز على النقاط التالية:

- في ظل تعدد مفهوم قيمة المؤسسة وطرق تحديدها والعوامل المؤثرة فيها ما مدى تفسير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة؟
- هل توجد علاقة تفسيرية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة؟
- هل توجد علاقة تفسيرية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة؟
- أي متغير من المتغيرين الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح له تفسير وتأثير أكبر على قيمة المؤسسة؟

## فرضيات الدراسة

في ضوء العرض السابق ومن أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضيات التالية من أجل مناقشتها واختبار صحتها:

- يفسر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح قيمة المؤسسة بدرجة عالية ذات معنوية إحصائية تفوق باقي المتغيرات؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الهيكل المالي وقيمة المؤسسة؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة؛
- تحظى قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة بتأثير ذو معنوية إحصائية لمتغيرات الهيكل المالي أكثر من متغيرات سياسة توزيع الأرباح.

## أسباب اختيار موضوع الدراسة

تم اختيار الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات ذاتية وأخرى موضوعية.

- موضوع البحث يندرج ضمن تخصصنا خاصة وأنه يتناول إحدى القرارات المهمة في الإدارة المالية، والرغبة الشخصية في الاطلاع على الجديد في مجال الإدارة المالية والأسواق المالية؛
- تنوع المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة خاصة في ظل التطور الكبير في المجال المالي، والرغبة في معرفة كيفية الاستغلال الأمثل من قبل المؤسسة لهذه الفرص؛
- معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، ومحاولة بناء قاعدة معرفية تعتمد عليها المؤسسة في الإعلان عن سياسة التوزيع الأنسب لها.
- تعتبر بورصة عمان من أهم البورصات العربية، مع أن سوق الأردن يعتبر من الأسواق الناشئة.



## أهمية الدراسة

هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة؛
- إشكالية تحديد الهيكل المالي الأمثل التي مازالت محل الجدل والبحث؛
- تزداد أهمية الموضوع كون سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم ويتعلق بكل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، وبالتالي فهذه السياسة تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، كما تطرح مشكل تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى والتي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة؛
- البعد الجزئي والمتمثل في معرفة تأثير القرارات الداخلية بالمؤسسة، والبعد الكلي معرفة محددات أسعار الأسهم.

## أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف يمكن حصر أهمها في النقاط التالية:

- الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية (قرار اختيار الهيكل المالي، قرار توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة ومن ثمة على أسعار الأسهم؛
- إبراز العوامل ذات التأثير البالغ والمهم على قيمة المؤسسة قصد اتخاذ القرار الناجع والفعال؛
- اختبار إمكانية تطبيق بعض النماذج في النظرية المالية.

## الدراسات السابقة

بالإضافة إلى العديد من الدراسات السابقة الموثقة التي تم استعمالها في بحثنا تم الاطلاع على عدد من الدراسات الجامعية التي تمت ومضمون مواضيعها قريب من موضوع بحثنا والتي نذكر منها:

1. دراسة حططاش عبد السلام بعنوان: **محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة**، مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2008، حيث قام الباحث بدراسة الهيكل المالي في إطار النظام القديم القائم على الاقتراض بفوائد ونظام المشاركة الذي يقوم على أساس عدم التعامل بالفوائد الربوية، وذلك مع إجراء المقارنة بين النظامين من حيث أوجه التشابه والاختلاف بينهما مع التركيز على بيان الأسس التي يتم بناء عليها الحصول على التمويل المناسب لكل نظام.
2. دراسة حميدي زعرب وصباح شراب بعنوان: **أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005**، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد 15، العدد 2، 2007. خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية: نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل

من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

3. دراسة عبد الوهاب دادان وحورية بديدة بعنوان: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة -حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة 2007-2009-، مجلة الباحث، العدد 10، 2012. وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة؛ هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

4. دراسة James Horne et John Macdonald بعنوان:

**Dividende policy and new equity financing**, journal of finance, vol2, 2002

وخرجت هذه الدراسة بنتائج تشير إلى أنه لا يوجد هناك تأثير سلبي للتمويل بالأسهم الجديدة على التوزيعات النقدية، باستثناء تلك الشركات ذات الإصدارات الجديدة العالمية، وأشارت النتائج أيضا إلى أن من مساوئ الإصدارات الجديدة للأسهم على هذه الشركات أن الأرباح المحتجزة ستزداد وفي المقابل فإن الأسهم المصدرة حديثا ستزداد، مما يوسع قاعدة المساهمين في الشركة، وبالتالي سوف يقلل من حصة كل مساهم من التوزيعات النقدية.

5. دراسة Imed Chir et Fodil Adjaoud بعنوان:

**La politique de dividende des entreprises canadiennes : coût d'agence ou asymétrie d'information ?**, Mai 2004

تمت الدراسة بسوق TURONTO بكندا خلال الفترة الممتدة بين 1995-2000 لـ 1879 شركة وتوصلت النتائج إلى أن الإعلان عن التوزيعات يؤدي إلى عوائد غير عادية كبيرة، وأنه في حال الإعلان عن وجود ارتفاع في التوزيعات سوف تؤثر تأثير إيجابي، أما في حال الإعلان عن انخفاض في التوزيعات فسوف تؤثر تأثير سلبي، وبشكل أكثر مفصل أن العوائد غير العادية تظهر أكثر أهمية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة حيث تتميز بنسبة مرتفعة لملكية المسيرين.

6. دراسة Gemmill Gordon بعنوان: **Capital structure and firm value**, A study of

split-Capital closed end funds in UK, City university business school, 2002

قام الباحث بدراسة تأثير المطلوبات للغير في الشركات الهندسية في بريطانيا على قيمة الشركات فوجد أن تقسيم أموال الشركة إلى أموال ملكية مثل الأسهم، توزيعات الأرباح، وأموال مقترضة يضيف ما نسبة 10% إلى قيمة الشركة وهذا ناتج عن الوفر الضريبي الذي أضافته الأموال المقترضة في الشركة.

7. دراسة Husni Ali Khrawish بعنوان:

**The determinants of the capital structure : evidence from jordanian industrial companies**, review Ecom.&Adm., vol24, N 1, 2010

قام الباحث بدراسة هيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2005، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية والحجم، المخاطر النظامية والديون طويلة الأجل، ووجود علاقة سلبية بين نسبة الرافعة المالية

والديون قضية الأجل وربحية الشركة، كما بينت الدراسة أن الشركات الصناعية الأردنية تعتمد على الأسهم في تمويل استثماراتها وهي تمثل حوالي 70% من هيكلها المالي.

### المنهج المتبع وأدوات الدراسة

تستدعي طبيعة الموضوع استخدام العديد من المناهج البحثية، بحيث تفي بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية، وللإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة الفرضيات، فعند تناول الإطار النظري يكون المنهج المستعمل وصفيًا تحليليًا، لإبراز وشرح أهم مكونات الموضوع، منها المفاهيم الخاصة بالهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وتوزيعات الأرباح، ومن خلال تحليل أبعاده عن طريق النتائج المتوصل إليها.

كما يتم أيضا الاعتماد على منهج التجريبي فيما يخص دراسة الحالة، وهذا من أجل إسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي، إذ يتم استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لتقدير مختلف متغيرات الدراسة، وهذا بالاعتماد على البيانات التي تنشرها المؤسسات والبورصات.

أما فيما يخص أدوات الدراسة ومصادر البيانات فتتمثل فيما يلي:

- الدراسة النظرية (المسح المكتبي): الغرض منها الوقوف على المراجع العربية والمراجع الأجنبية، وكذا الملتقيات والمقالات والدراسات السابقة مع الاستعانة بشبكة الانترنت ذات العلاقة بموضوع الدراسة وذلك بغية شرح وتوضيح المفاهيم الأساسية.
- الدراسة التطبيقية: تم الاستعانة بمزيج من أدوات التحليل المالي، أدوات الإحصاء الوصفي والإحصاء الاستدلالي، من خلال استخدام البرنامج الإحصائي R 2.9.2 لتحليل ومعالجة البيانات المستمدة من القوائم المالية والمحاسبية للمؤسسات عينة الدراسة والتي يتم نشرها في الموقع الرسمي لبورصة عمان.

### حدود الدراسة

بهدف التحكم في الموضوع ومعالجة الإشكالية المطروحة، قمنا بوضع حدود للدراسة تمثلت أساسا في:

**الحدود المكانية:** شملت الدراسة الميدانية عينة من المؤسسات العاملة في القطاع الصناعي والخدمي الأردني والمدرجة في بورصة عمان، وذلك باعتبار هذا البلد من أهم الدول العربية النامية، والذي يعرف سوقه المالي أكبر عدد من المؤسسات المدرجة فيه.

**الحدود الزمنية:** تغطي الدراسة الحالية الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2011 وذلك اعتمادا على الميزانيات المحاسبية وقوائم المالية.

## صعوبات البحث

واجهتنا أثناء إنجاز هذه الدراسة جملة من الصعوبات يمكن حصر أهمها فيما يلي:

- الاختلافات المحاسبية بين الجزائر والأردن، مما يستدعي الإلمام الجيد من أجل التحليل واتخاذ القرار الناجح؛
- صعوبة التنقل لبورصة عمان لإجراء زيارة ميدانية؛
- قلة المراجع باللغة العربية وصعوبة ترجمة بعض المصطلحات العلمية وإيجاد ما يقابلها باللغة العربية والذي قد يؤدي إلى قصور فهم المعنى لدى القارئ.

## هيكل الدراسة

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، فصلين منها خصص للجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع، وإعطاء خلفية جيدة عنه، وخصص الفصل الثالث لدراسة الحالة، أين يتم اختبار الفرضيات من خلال دراسة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان.

**الفصل الأول:** بعنوان "الإطار المفاهيمي للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح" حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، إذ تناول المبحث الأول تصنيف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، ثم تم التطرق لمفهوم الهيكل المالي والعوامل الخارجية المحددة له، ثم لأهم معايير الاختيار والمتمثلة في تكلفة مصادر التمويل، في حين اهتم المبحث الثاني بماهية سياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال التطرق لمفهوم سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيه، كما تم التطرق لأنواع المختلفة لسياسة توزيع الأرباح.

**الفصل الثاني:** تحت عنوان "النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة" وقد تم معالجة هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية، الأول تم فيه عرض للمفاهيم الأساسية للقيمة، ومؤشرات إنشائها، في حين تم التطرق في المبحث الثاني إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق وفرضيات سوق يتميز بالكفاءة الاقتصادية، وفي الفصل الثالث تم عرض للمقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وذلك في ظل فروض السوق الكامل وفي ظل إسقاط هذه الفروض.

**الفصل الثالث:** خصص للدراسة التطبيقية والتي تمت على عينة من المؤسسات العاملة في القطاع الصناعي والخدمي الأردني والمدرجة في بورصة عمان، حيث تم في المبحث الأول التعريف بسوق عمان المالي من حيث نشأته وأطره التنظيمية ثم إلى تطور أدائه، وفي المبحث الثاني تم اختبار الفرضيات الرئيسية من خلال بناء نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، ودراسة تأثير المتغيرات المستقلة (متغيرات الهيكل المالي ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة، وتأثيرها على بعضها البعض.

## الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للهيكل المالي  
وسياسة توزيع الأرباح

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، كونها تعكس قرارات استراتيجية لها من تأثير بالغ على حياة ومستقبل المؤسسة، كما تعكس مختلف السياسات المنتهجة (سياسة التمويل، سياسة الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح) في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة.

إن المؤسسة ومن خلال هدفها في المحافظة على تواجدها واستمراريتها في عالم الأعمال، أضحى لا بد عليها مراعاة ودراسة العديد من المتغيرات الاستراتيجية المتواجدة ضمن محيطها الداخلي والخارجي، ومن الملاحظ أن قضية الهيكل المالي قد استأثرت بجزء مهم من الدراسات المالية، لما لها من أهمية بالغة في التأثير على المؤسسة، فباختبار أن بناء الهيكل المالي المناسب من بين التحديات التي تواجه المؤسسة، نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة، إذ يتوجب عليها التوفيق بين قدراتها الذاتية والعرض الخارجي من مختلف المصادر التمويلية، وهذا في ظل القيود المفروضة، والتي تتمثل في التكلفة والمخاطر الناجمة عنها، إضافة إلى الهدف الأساسي وهو تحقيق أعلى عائد وذلك من خلال تكوين مزيج تمويلي أمثل يحقق أقل تكلفة ممكنة وبدرجة خطر مقبولة، وهذا لتحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها.

كما تمثل سياسة توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة أيضا في مجال الإدارة المالية، وينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين، أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؛ والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه ضياع فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، ومن هنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين: يتناول الأول الإطار المفاهيمي للهيكل المالي بحيث سوف يتم محاولة عرض لكل مفاهيمه الأساسية من مصادر الأموال وتكلفتها والعوامل المؤثرة على الهيكل المالي، بينما سيتم في المبحث الثاني تناول الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح من خلال تقديم مفهوم شامل لهذه السياسة والأشكال الممكنة للقيام بعملية التوزيع.

وعليه فستكون خطة الفصل كما يلي:

- المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول التمويل وعناصر الهيكل المالي
- المبحث الثاني: الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول التمويل وعناصر الهيكل المالي

إن محاولة فهم أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة يستدعي أولاً الإلمام ببعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بطبيعة التمويل في حد ذاته وكذا الخصائص المميزة لكل عنصر من عناصر التمويل؛ وسعياً لتحقيق ذلك، تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، الأول يتناول التعريف بمصادر التمويل والذي من خلاله سيتم بيان مختلف الصيغ والأساليب المتوفرة للحصول على التمويل مع ذكر خصائص كل منها، بينما سيتم في المطلب الثاني تناول محددات الهيكل المالي مع تحليل الرافعة، وكذا التطرق إلى تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي.

### المطلب الأول: مصادر التمويل

نود تحت هذا العنوان التعرف على سبل التمويل المتاحة أمام المسير المالي قبل الحديث عن الهيكل المالي ومحددات الاختيار، يحوي هذا المطلب سبل تمويل الاحتياجات التي تم تقسيمها إلى مجموعتين، الأولى تخص التمويل بالأموال الخاصة والثانية تتعلق بالتمويل بالاستدانة، أين تم عرض أهم الأوراق المالية لكل مجموعة مع الوقوف عند مزايا وحدود كل نوع.

#### 1. التمويل عن طريق أموال الخاصة

تعتبر الأموال الخاصة أحد المصادر طويلة الأجل، وتشمل كل من رأس المال، الاحتياطات ونتيجة الدورة الصافية، حيث ترتفع كل سنة عند تحقيق نتيجة صافية موجبة (ربح) وتنخفض عند تحقيق نتيجة صافية سالبة، وتنخفض كذلك عند دفع التوزيعات على المساهمين، ويكون التمويل عن طريق الأموال الخاصة إما داخليا أو خارجيا، فالأول يتمثل في التمويل الذاتي والثاني يتمثل في رفع رأس المال نقدا.

#### 1.1 التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة)

يعرف التمويل الذاتي على أنه الآلة التي تسمح بتحويل الطاقة إلى عمل<sup>1</sup> حيث أن الأرباح التي تحققها المؤسسة هي حق لحملة الأسهم العادية، إلا أنه يحق للمؤسسة بناء على موافقة حملة الأسهم، تجزئة تلك الأرباح إلى جزئين، أحدهما يطلق عليه بالأرباح الموزعة، والجزء الآخر الأرباح المحتجزة<sup>2</sup>، والتي تشكل أحد أهم مصادر التمويل الداخلي للمؤسسة، وهي تلك الموارد الجديدة الناتجة عن نشاط المؤسسة والمحتفظ بها بشكل مستمر من أجل تمويل عملياتها المستقبلية، والتي يعاد استثمارها في المؤسسة<sup>3</sup>.

#### ❖ مزايا التمويل الذاتي

- ترجع أهمية هذا المصدر إلى الأسباب التالية:<sup>4</sup>
- يحافظ على الاستقلالية المالية ويعتبر أهم مصدر تمويلي للمؤسسات؛
- يعد ضمانا لسداد القروض؛

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 6<sup>ème</sup> édition, Paris, 2005, p785.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وباسين كاسب الخرشة، *أساسيات في الإدارة المالية*، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص 168.

<sup>3</sup> Hubert Bruslerie, *Analyse financière, information financière et diagnostic*, Dunod, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2006, p167.

<sup>4</sup> Jean-Louis Amelon, *Gestion financière*, Maxima, 4<sup>ème</sup> édition, Paris, 2004, p213.

- يجنب المؤسسة أعباء هامة ناتجة عن عمليات مالية كدفع الفوائد وتسديد الأقساط، فيما لو التجأت إلى الاستدانة؛
- تمويل عمليات التوسع والنمو؛
- تخفيف العبء الضريبي حيث يفضل بعض الملاك حجز الأرباح ومن ثم زيادة قيمة أسهمها؛
- تستطيع المؤسسة استخدامه في أي وقت إذا تحقق الربح؛
- يرفع من نسبة الأموال الخاصة إلى الاستدانة، مما يؤدي إلى زيادة القدرة الاقتراضية للمؤسسة، ويزيد من درجة الأمان لدى الدائنين لارتفاع خزينتها كما يساهم في التقليل من مخاطر التوقف عن الدفع والعسر المالي، والتي قد تؤدي إلى تحقيق خطر الإفلاس.<sup>1</sup>

### ❖ حدود التمويل الذاتي

- إذا كان للتمويل الذاتي آثار إيجابية على المؤسسة وأطرافها، فإن له حدودا تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>
- يرتبط مبلغه جزئيا بالنتائج وينخفض عندما تحقق المؤسسة خسائر، وبالرغم من أنه يلعب دورا أساسيا لكنه غير كاف لمتابعة نمو المؤسسة؛
- قد لا تهتم إدارة المؤسسة بدراسة مجالات استخدام التمويل الذاتي في نشاط المؤسسة كاهتمامها بمصادر التمويل الخارجية، مما يؤدي إلى تخصيص سيء للأموال ينتج عنه تكاليف وكالة؛
- احتجاز الأرباح تمثل للمساهمين تكلفة الفرصة البديلة؛
- احتجاز الأرباح من شأنه أن يخفض مبلغ التوزيعات على المساهمين وهذا ما يجعل المؤسسة تفقد جاذبيتها اتجاه المستثمرين المحتملين.

## 2.1 الرفع في رأس المال نقدا

تلجأ المؤسسة إلى رفع رأسمالها نقدا في حالة عدم كفاية مواردها الداخلية، المتمثلة في التمويل الذاتي لتغطية احتياجاتها المالية، بطرح أسهم جديدة في السوق المالي إلى المساهمين الحاليين أو الجدد، وذلك بقرار من الجمعية العامة الاستثنائية في حدود سقف محدد؛ وسيتم التطرق إلى أنواع الأسهم ومزايا وحدود كل منها.

### 1.2.1 الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي للشركة المساهمة، وهي كذلك المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسة وتكوين رأسمالها، وتلجأ للمؤسسات بشكل أساسي لهذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو في حالات التوسعات المستقبلية، وبالتالي فهي عملية غير متكررة؛<sup>3</sup> حيث تمثل الأسهم العادية مصلحة المالكين في المؤسسة، كما أنها تعد الأساس لهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية، حيث أن زيادة سعر السهم في السوق يشير إلى تعظيم تلك القيمة والعكس من ذلك في حال انخفاض سعره في السوق؛<sup>4</sup> ويمكن تعريف السهم العادي بأنه " عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأسمال شركة

<sup>1</sup> J.Barraeu et J.Delhaye, **Gestion financière**, Dunod, 9<sup>ème</sup> édition, Paris, 2001, p353.

<sup>2</sup> L.Honoré, **Gestion financière**, Armand colin, Nathan, 2004, p95.

<sup>3</sup> علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص276.

<sup>4</sup> Frank Fabzzi, **The hanbook of financial instruments**, John Wiley and sons.inc, new jersey, 2002, p67.



المساهمة، تحمل قيمة إسمية تصدرها المؤسسة للحصول على الأموال، وتمنح حاملها عدد من الحقوق كحق المشاركة في الأرباح وإدارة المؤسسة، وحق المشاركة في قيمة ممتلكات المؤسسة عند تصفيتها.<sup>1</sup>

تمتاز الأسهم العادية بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- أنها تعبر عن التمويل الممتلك في أصول المؤسسة، وأنها تشكل الجزء الأساسي من حساب حقوق الملكية في الميزانية العمومية؛
- لا يوجد لها موعد استحقاق، بل تنتهي مع تصفية الشركة؛
- يحصل حاملها على حقوقه ومنها الربح ويتحمل جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة بمقدار مساهمته فيها؛
- تتيح لحاملها الأسبقية في شراء الإصدارات الجديدة من أسهم المؤسسة قبل عرضها على الجمهور؛
- تعطي الحق في اختيار أعضاء الفريق الإداري للمؤسسة وتغييرهم وإبعادهم.

كما يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم العادي:

- **القيمة الإسمية:** وهي القيمة التي يصدر فيها السهم عند تأسيس الشركة، وتكتب على وجه السهم، ويحدد هذه القيمة قانون الشركات في الدولة، ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية.<sup>3</sup>
  - **القيمة السوقية:** تعد المؤشر الحقيقي عن قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية، وهو غير ثابت بل يرتفع وينخفض على ضوء تغير قوى العرض والطلب.<sup>4</sup>
  - **القيمة الدفترية:** وهي عبارة عن قيمة السهم في الدفاتر المحاسبية للشركة، وتمثل حصة حامل السهم من مجمل حقوق المساهمين، والتي تشمل كل من رأس مال الأسهم العادية المدفوع والاحتياطات بأشكالها كافة، والأرباح المحتجزة؛<sup>5</sup> ويعبر عنها بالمعادلة التالية:
- $$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق المساهمين} / \text{عدد الأسهم العادية}$$

#### ❖ مزايا الأسهم العادية

- يوفر التمويل بالأسهم العادية للمؤسسة مجموعة من المزايا هي:<sup>6</sup>
- لا يشكل أي التزام بتوزيع الأرباح على المساهمين؛
- ليس لها تاريخ استحقاق؛
- قد تكون أكثر سهولة في التسويق من أدوات الدين الأخرى ولا سيما إذا كانت الشركة المصدرة لها تتمتع بسمعة جيدة؛
- يزيد من قدرة المؤسسة على الاستدانة.

<sup>1</sup> Jacques Teulie et Patrick Topsacalain, **Finance**, Vuibert, 5<sup>ème</sup> édition, Paris, 2011, p 284.

<sup>2</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص128.

<sup>3</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجندين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص 109.

<sup>4</sup> عدنان عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 365.

<sup>5</sup> علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 277.

<sup>6</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 495.

### ❖ حدود الأسهم العادية

أما عن عيوب التمويل بهذه الأسهم، فتتمثل في:

- تكلفته مرتفعة نتيجة ارتفاع معدل المرودية المطلوب من قبل حملة الأسهم؛
- لا يحقق أي وفورات ضريبية لأن توزيعاتها لا تعد من التكاليف الواجبة الخصم؛
- يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد، مما يفقد المساهمين القدامى السيطرة على قرارات المؤسسة وهذا ما يسمى بآثر ذوبان السلطة، ويمكن التغلب على هذا الأثر بمنح المساهمين القدامى حق الأولوية (الأفضلية) في الاكتتاب.<sup>1</sup>

### 2.2.1 الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند حصة في ملكية الشركة المساهمة العامة، إلا أن حامله يتمتع بالأولوية في مجال توزيع الأرباح والتصفية، فمن جهة يحصل حامل السهم الممتاز على حقه في الأرباح التي تكون محددة سلفاً عند الإصدار قبل حصول حامل السهم العادي على حقه فيها، ومن جهة أخرى يحصل الحامل على نصيبه من متحصلات التصفية عند حل وتصفية الشركة قبل حصول المساهم العادي على حقه فيها، ولكن بعد حصول أصحاب الديون بكافة أشكالها وأجلها على حقوقهم.<sup>2</sup>

### ❖ مزايا الأسهم الممتازة

أهم ما يميز السهم الممتاز ما يلي:<sup>3</sup>

- المتاجرة بالملكية حيث أن إصدار هذه الأداة التمويلية يمكن الشركة من استعمال أموال المودعين دون إشراكهم في إدارة الشركة، كون معظم هذه الأسهم لا تحمل حق التصويت وبالتالي لا تشترك في إدارة الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وهذا من شأنه أن يجنب المساهمين القدامى دخول مساهمين جدد، وما يتبع ذلك من تشتت الأصوات، وإضعاف قوتهم داخل الشركة؛
- الأولوية في الأرباح والأصول على حاملي الأسهم العادية؛
- إمكانية تحويلها إلى أوراق مالية أخرى؛
- زيادة الطاقة الاقتراضية.

### ❖ حدود الأسهم الممتازة

وعلى الرغم من المزايا السابقة للأسهم الممتازة إلا أن ذلك لا يمنع من وجود بعض العيوب تتلخص

فيما يلي:<sup>4</sup>

- ارتفاع التكاليف حيث تعتبر تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أكبر من تكلفة التمويل بالاقتراض، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الأرباح الموزعة لحملة هذه الأسهم لا تعتبر مصروفا خاضعا للضريبة، مقارنة بفوائد السندات أو القروض؛

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 377.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العيد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 17.

<sup>3</sup> جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللطح، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 334.

<sup>4</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 153.

- التزام المؤسسة بتوزيع أرباح تمثل أعباء مالية دورية ثابتة، وهذا من شأنه زيادة أعباء المؤسسة، وخاصة في حالات الركود الاقتصادي، فعلى الرغم من عدم إلزامية التوزيع قانونًا إلا أن الشركات تحرص على عدم التخلف عن دفع هذه التوزيعات سنويًا، حرصًا على سمعتها، والشك بوجود مشاكل في الشركة؛
- زيادة القيود على إدارة المؤسسة، ففي بعض الحالات وخاصة إذا ما واجهت المؤسسة مشاكل ومصاعب مالية، يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت على بعض القرارات من أهمها توزيع الأرباح، وهذا من شأنه زيادة القيود على الإدارة.<sup>1</sup>

## 2. التمويل عن طريق الاستدانة

بعد التعرض لمختلف مصادر التمويل عن طريق الأموال الخاصة، وكذا مزايا وحدود كل مصدر، هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل أهمية بالغة في تمويل المؤسسات، وخاصة في ظل محدودية أموال الخاصة وعدم قدرتها على تغطية كل الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، وتأتي من مصادر خارجية وتتمثل في الاستدانة، ويمكن أن نميز فيها: ديون طويلة ومتوسطة الأجل، وديون قصيرة الأجل.

### 1.2 التمويل عن طريق الديون طويلة ومتوسطة الأجل

تندرج ضمن الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل كل من القروض طويلة ومتوسطة الأجل، السندات والتمويل بالاستئجار.

#### 1.1.2 القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل

هي عبارة عن قروض يلتزم المقترض بسدادها (الفائدة وأصل القرض) لمدة تزيد عن العام،<sup>2</sup> ويتم سدادها في الغالب على أقساط دورية متساوية قد تكون ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية حسب الاتفاق، ويكون التسديد لهذه القروض بحسب جداول خاصة تعدها البنوك لهذا الغرض، وتعد هذه الجداول بالاعتماد على قيمة القرض ومدة استحقاقه، ومعدل الفائدة، وعدد الدفعات؛<sup>3</sup> وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، وقد تكون غير مضمونة في حالات استثنائية ووفقا لمتانة المركز المالي الذي يتمتع به المقترض.<sup>4</sup>

#### ❖ مزايا القروض طويلة ومتوسطة الأجل

- تلجأ المؤسسات إلى هذه القروض لعدة مزايا منها:<sup>5</sup>
- عدم إمكانية طرح أسهم جديدة أو عدم كفاية التمويل الذاتي؛
- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة؛
- يمكن استخدامه في تمويل الأصول الثابتة؛

<sup>1</sup> Edward Fields, **The essentials of finance and accounting for non financial managers**, Amacom books, New York, 2002, p192.

<sup>2</sup> Juliette Pilverdier, **Finance d'entreprise**, Economica, 7<sup>ème</sup> édition, Paris, 1999, p334.

<sup>3</sup> Alain Burloud, Arnaud Tauvroun et Annaïck Guyvarck, **Finance, application et corrigés**, Sup Foucher, Paris, 2009, p88.

<sup>4</sup> عدنان تايه النعيمي وباسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 169.

<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 190.

- يوفر للمؤسسة المرونة من خلال إمكانية تغيير بنود العقد بشكل مباشر في حالة حدوث تغييرات في الظروف الاقتصادية، مما يستدعي تغيير تلك الشروط؛
- تكلفته أقل من إصدار الأسهم، كما أن تكلفته تخفض من الربح الخاضعة للضريبة، مما يسمح بتحقيق وفر ضريبي.

### ❖ حدود القروض الطويلة والمتوسطة الأجل

- وبالمقابل قد تواجه المؤسسة بعض المشاكل تتمثل في:<sup>1</sup>
- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المؤسسة إلى الإفلاس؛
- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقود لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجله؛
- قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة مثلا حظر الحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على أقل تخفيض نسبتها.

### 2.1.2 السندات

تعد السندات من الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال، من خصائصها أنها تكون ذات عائد ثابت وتتمتع بالقابلية على التداول في السوق المالي،<sup>2</sup> وتمثل اتفاق طويل الأجل تلتزم بموجبه المنشأة بتسديد دفعات دورية من الفوائد لحملة السندات،<sup>3</sup> إما كل ستة أشهر أو مرة كل سنة ولها موعد استحقاق طويل نسبيا قد يبلغ 10 سنوات إلى 15 سنة أو أكثر.<sup>4</sup>

وحامل السند دائن له حق استرداد أمواله في تاريخ محدد وهذا الحق قانوني بمعنى أن فشل المشروع في سداد ما عليه من التزامات يؤدي إلى اتخاذ بعض الإجراءات القضائية بالإضافة إلى ذلك فإن للدائن أولوية الحصول على حقه قبل المساهم الممتاز والعادي مقابل الحصول على دخل محدد مضمون سواء ربح المشروع أو لم يربح، وعادة ما يكون معدل الفائدة أقل من معدل الاستثمار الخاص بالمساهمين ولا يشترك في الإدارة أو الرقابة نظرا لأنه لا يتمتع بحق التصويت.<sup>5</sup>

- تتعدد طرق تصنيف السندات، فقد استحدثت خلال نصف القرن السابق أشكال جديدة من السندات تتفاوت في صفاتها وأشكالها، وبشكل عام يمكن تقسيم السندات حسب:<sup>6</sup>
- الجهة المصدرة لها (قطاع الخاص، حكومية)؛
  - التسجيل (اسم مالكيها، اسم حاملها)؛
  - الضمان (مضمونة، غير مضمونة)؛
  - القابلية للتحويل (قابلة للتحويل، غير قابلة للتحويل)؛
  - القابلية للاستدعاء (قابلة للاستدعاء، غير قابلة للاستدعاء)؛
  - ثبات أو عدم ثبات معدل العائد (معدل فائدة صفري، معدل فائدة ثابت، معدل فائدة متحرك).

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 119-120.

<sup>2</sup> فارس ناصيف الشيبيري وغسان سالم الطالب، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 213.

<sup>3</sup> Jacques Teulie et Patrick Topsacalain, **Op-Cit**, p295.

<sup>4</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 114.

<sup>5</sup> جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحج، مرجع سبق ذكره، ص 335.

<sup>6</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص 114-118.

❖ **مزايا السندات**

- ومن مزايا إصدار السندات: <sup>1</sup>
- تكلفة التمويل بالسندات أقل من تكلفة التمويل بالأسهم؛
- عدم مشاركة حاملي السندات في الإدارة؛
- تمتاز السندات بالمرونة بالنسبة للجهة المقرضة من حيث قابلية السندات للتداول، وبالنسبة للجهة المقرضة من حيث منح الشركة القدرة على استدعاء السندات قبل الاستحقاق أو تحويلها إلى أسهم عادية وتحويل الدين إلى حق ملكية؛
- الوفر الضريبي حيث أن فوائد السندات تخصم من الأرباح الخاضعة للضرائب؛
- يمكن الحصول على الأرباح الناتجة من استثمار الأموال المقرضة بعائد أكبر من معدل الفائدة.

❖ **حدود السندات**

- ومن عيوب الاستعانة بالسندات في التمويل الطويل الأجل:
- تمثل السندات تكلفة ثابتة على المؤسسة المستدينة، تؤدي إلى تعريضها إلى مخاطر كبيرة إذا كانت إيرادات المؤسسة متقلبة، فقد يحدث في بعض الحالات عجز عن الوفاء بتلك الالتزامات الثابتة؛<sup>2</sup>
- خسارة المشروع وعدم قدرته على سداد التزاماته قد يؤدي إلى إفلاسه.<sup>3</sup>

3.1.2 **التمويل بالاستئجار**

ظهر هذا النوع في الخمسينيات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية ومنه انتشر إلى بقية دول العالم؛ وكما هو معروف فإن كافة المنشآت تمتلك أصول ثابتة تظهر في ميزانيتها العمومية، التي يعد وجودها من الأمور المهمة والأساسية لتمكين المنشأة من القيام بأنشطتها المختلفة؛ ويمكن الحصول على الأصول الثابتة إما عن طريق شراؤها وامتلاكها وإما عن طريق استئجارها لمدة طويلة نسبياً؛ والتأجير هو اتفاقية قانونية يحصل بموجبها المستأجر على حق استخدام أحد الأصول الثابتة لمدة معينة، مقابل دفع مبالغ محددة، وبمواعيد محددة متفق عليها مسبقاً، ولا يعطي العقد المستأجر الحق أو يلقي على عاتقه التزاماً بتملك الأصول، لا خلال مدة العقد، ولا بعد انتهائها.<sup>4</sup>

ونميز بين نوعين رئيسيين للإيجار هما:

❖ **الاستئجار التشغيلي**

وهو من أبرز أشكال التمويل بالاستئجار وأكثرها شيوعاً وانتشاراً، ويطلق عليه أحياناً استئجار الخدمة، ويعتبر تأجير السيارات، وأجهزة الحاسوب، والشاحنات من أكثر الأمثلة على هذا النوع من الاستئجار؛ ومن أبرز سماته أنه يقوم على أساس تأجير الأصل لمدة قصيرة لا تغطي بالكامل العمر الزمني له بالإضافة إلى إمكانية إلغائه قبل نهاية مدة الإيجار، وعليه نجد أن مجموع أقساط الإيجار لا تغطي تكلفة الأصل بالكامل، الأمر الذي يدفع المؤجر إلى إعادة تأجيره أو بيعه، إلى شركات أخرى عند إلغاء عقد

<sup>1</sup> حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، أطروحة الدكتوراه، تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2009، ص31.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، الإسكندرية، 2003، ص 568.

<sup>3</sup> فارس ناصيف الشيبيري وغانم سالم الطالب، مرجع سبق ذكره، ص214.

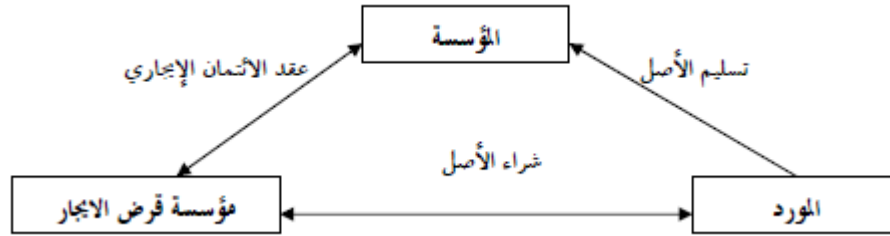
<sup>4</sup> بسام هلال مسلم القلاب، التأجير التمويلي، دار الرؤية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص ص 14-15.

الإيجار من طرف المستأجر، بعد إشعار المؤجر بذلك؛ وهذه الأمور هي من أبرز مزايا هذا النوع من الاستئجار بالنسبة للمستأجر، وخاصة في حالة الأجهزة التي تتصف بحدوث تطورات تكنولوجية متسارعة عليها، إذ يستطيع المستأجر التخلص من الأصل القديم في حالة ظهور أصل أكثر تطوراً وكفاءة.<sup>1</sup>

#### ❖ الاستئجار المالي (الرأسمالي)

يتميز عقد الاستئجار التمويلي بأنه يغطي كل مدة حياة الأصل، عكس عقد الإيجار التشغيلي الذي قد تكون مدته أقل من مدة حياة الأصل الاقتصادية، كما أنه يتميز بأن القيمة الحالية للدفعات الإيجارية الخاصة به تتضمن سعر الأصل المؤجر؛<sup>2</sup> كما أن عقد الاستئجار التمويلي لا يتضمن في معظم الحالات بند ينص على إمكانية إلغاءه، ولكن مع وجود إمكانية لتجديد العقد عند نهاية المدة بنسبة محددة ومتفق عليها، كما يمكن للمستأجر تملك الأصل بقيمة متفق عليها، قد تكون جذابة بالنسبة للمستأجر.<sup>3</sup> ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

#### الشكل (1-1): سير عملية قرض الإيجار التمويلي



Source : Stéphane Griffiths et Jean Cry degos, *Gestion financière de l'analyse à la stratégie*, édition d'organisation, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 2001, p188.

ومن خصائص عقود الاستئجار التمويلي كذلك، أنها لا تقدم أية خدمات صيانة للتجهيزات حيث يتكفل المستأجر بنفقات الصيانة بالكامل، وكذلك بتكاليف التأمين والضرائب العقارية، كما أن عقد الاستئجار التمويلي لا يمكن إلغاؤه، فإذا أراد المستأجر أن ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة دفعات الإيجار المتبقية دفعة واحدة، أما إذا تخلف عن تسديد دفعات الإيجار فإن ذلك قد يؤدي في النهاية إلى إعلان إفلاس الشركة.<sup>4</sup>

#### ❖ مزايا الاستئجار

للتمويل بالاستئجار عدة مزايا نوردتها كما يلي:

- يسهل التمويل بالأصول الضرورية لنمو المؤسسات خاصة الصناعية، إذ يغطي تمويل الأصول بنسبة كاملة؛<sup>5</sup>
- تكلفته ثابتة لا تتغير بتغير سعر الفائدة، بحيث ترتبط مباشرة باستخدام الأصل وتحقق الاقتصاد في الضريبة كونها مصاريف قابلة للخصم؛
- التخلص من قيود الاقتراض وتوفير الأموال لاستخدامات أخرى؛

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 389.

<sup>2</sup> أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، تعريب: سرور علي ابراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 978.

<sup>3</sup> Aswath Damodaran, *Finance d'entreprise :theorie et pratique*, de boeck, 2<sup>ème</sup> édition, Bruxelles, 2006, p667.

<sup>4</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، عنابة، 2008، ص 104.

<sup>5</sup> Khalil Faghali, *Le crédit-bail : outil stratégique de financement*, libanaise science journal, vol 8 n 2, Liban, 2007, p183, disponible sur : [www.cnrs.edu.lb/info/fehgali.pdf](http://www.cnrs.edu.lb/info/fehgali.pdf) consulté le 16/03/2013.

- تناسب قيمة القسط الإيجاري مع التدفق النقدي والتمويل على مدة الاستخدام الحقيقية للأصل؛<sup>1</sup>
- يوفر المرونة التشغيلية؛
- تجنب الإجراءات المعقدة لقرار الشراء؛
- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة.

### ❖ حدود الاستئجار

- أما عيوبه فالتمول بالاستئجار يعاني من بعض الحدود منها:<sup>2</sup>
- تكلفته مرتفعة نسبياً مقارنة بالاقتراض؛
- له طابع الدين من الدرجة الأولى في حالة عدم القدرة على الدفع، بحيث يسمح للجهة المؤجرة من إشهار إفلاس المؤسسة المستأجرة.

### 2.2 التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل

تعتبر الديون قصيرة الأجل ذات أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، وهذا راجع إلى دورها الفعال في سد الحاجات الجارية للاستغلال والتي عادة تكون لأقل من سنة، ويمكن تعريفها كما يلي: تمثل الخصوم المتداولة مصدر تمويل قصير الأجل للمؤسسة، ويكون استخدامها لتمويل احتياجات المؤسسة من الأصول المتداولة، ومنه فإن هدف القروض القصيرة الأجل يتمثل في تمويل الحاجات المؤقتة المرتبطة بالاستغلال الجاري للمؤسسة.<sup>3</sup>

إذن فالتمويل قصير الأجل عبارة عن استخدام المؤسسة لأموال الغير، وذلك لتغطية النفقات الجارية لدورة الاستغلال والتي عادة تكون أقل من سنة، ويمكن تقسيم التمويل قصير الأجل إلى:

- مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث طبيعتها.
- مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث شكلها.

### 1.2.2 مصادر التمويل من حيث طبيعتها

يمكن إدراج تحت هذا البند كلا من:

#### ❖ الائتمان التجاري

هو ائتمان قصير الأجل، يقوم بمنحه الموردون للسلع والخدمات طبقاً لشروط معينة، وينشأ هذا النوع من الائتمان عندما تحصل الشركة على ما تحتاجه من مواد خام أو سلع مختلفة ولا تقوم بسداد قيمتها في الحال، وتسجل هذه العمليات بالنسبة للمشتري تحت الحسابات الدائنة أو أوراق الدفع، في حين يسجلها البائع تحت حساب العملاء أو أوراق القبض.<sup>4</sup>

ويعد الائتمان التجاري المصدر الأساسي للتمويل قصير الأجل في غالبية شركات الأعمال، فنلاحظ أن الشركات الصناعية ومتاجرة التجزئة ومتاجرة الجملة تستخدم هذا المصدر التمويلي بكثافة عالية، بعكس

<sup>1</sup> Eric Garrido, **Le cadre économique et réglementaire du crédit-bail**, édition Revue banque, Tome 01, Paris, 2002, pp38-40.

<sup>2</sup> Jack Forget, **Financement et rentabilité des investissements**, édition d'organisation, Paris, 2004, p121.

<sup>3</sup> Juliette Pilverdier, **Op-Cit**, p349.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 175.

الحال في الشركات الخدمات، كما أن الائتمان التجاري مهم بصفة خاصة للمشروعات الصغيرة، فهي غير مؤهلة لصغر حجمها للحصول على الأموال من المصادر الأخرى.<sup>1</sup>

يتمتع الائتمان التجاري بمزايا كثيرة أهمها:<sup>2</sup>

- سهولة الحصول عليه بسبب عدم الحاجة لإجراء ترتيبات رسمية؛
- الاستمرارية، يتمتع هذا المصدر بقدرة مستمرة على التجديد؛
- التكلفة حيث أن المشتري إذا حصل على جميع الخصومات النقدية التي يمنحها له البائع فإنه يكون قد حصل على ائتمان بدون تكاليف.

### ❖ الائتمان المصرفي

تحصل الشركة على القروض المصرفية قصيرة الأجل من البنوك وتمنح هذه القروض لفترة لا تتجاوز العام وقد تكون في شكل تسهيلات ائتمانية مستمرة وتعرف باتفاقيات تدوير القرض أو خط الائتمان، إذ يتم عقد اتفاق بين الشركة والبنك، يتم بموجبه تحديد الحد الأقصى للائتمان الذي يمنح خلال أي فترة زمنية وعادة ما يتم الاتفاق على خط الائتمان لمدة سنة.

وعادة ما تأخذ مثل هذه القروض شكل الكمبيالة وهي وثيقة تحدد شروط ومدة القرض، بما في ذلك مبلغ وسعر الفائدة وجدول السداد وأية ضمانات أخرى للبنك يتفق عليها مع المقرض وغالبا ما يواجه المقرض الذي يستخدم الائتمان المصرفي عدة مشكلات تتعلق باختيار البنك وتحديد نوع القرض.<sup>3</sup>

### 2.2.2 مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث شكلها

ويمكن أن نجد فيها:

#### ❖ التمويل الغير مضمون (السحب على المكشوف)

هو اتفاق بين البنك والمؤسسة، يمكنها من سحب مبلغ يفوق ما لديها من رصيد دائن في حسابها الجاري، وتتراوح مدة الانكشاف من أسابيع إلى سنة، على أن يستخدم في حدود السقف المتفق عليه؛ وبصفة عامة يكون مرخصا فقط للمؤسسات التي تبدو قادرة على استعادة توازن خزينتها، من خلال تحقيقها لأرباح إضافية تدعم رأس مالها العامل.<sup>4</sup>

#### ❖ التمويل المضمون قصير الأجل

المضمون هو ذلك النوع من التمويل الذي يعزز بأصل معين من قبل المقرض، حيث يمثل الأصل المستخدم كضمانة للتمويل؛ وتعد الضمانة المذكورة بمثابة مصدر مضاف يستخدم في تسديد القرض في حالة فشل المقرض من دفع القرض في الموعد المتفق عليه،<sup>5</sup> وأن الضمانة المستخدمة في عقود التمويل قصير الأجل تكون بالعادة من الأصول المتداولة مثل: الأوراق المالية، الحسابات المدينة أو المخزون.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص32.

<sup>2</sup> حسني عبد العزيز يحيى، مرجع سبق ذكره، ص37.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 171.

<sup>4</sup> Necib Rejem, *La gestion financière à court terme*, Dar El-ouloum, Annaba, 2005, p102.

<sup>5</sup> عنان تايه النعيمي وباسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 153.

<sup>6</sup> فريد راغب النجار، التمويل المعاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص235.



## المطلب الثاني: الهيكل المالي وتكلفته

بعد أن تم التطرق لمختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وتم توضيح مزايا وعيوب كل مصدر، سوف يتم التطرق إلى المزيج الذي تتشكل منه تلك المصادر والذي يعرف بالهيكل المالي، مع توضيح أهم العوامل المؤثرة على تشكيله، ومن ثم التعرض لتكلفة كل عنصر من عناصره.

### 1. محددات الهيكل المالي

تعتبر عملية التعرف على مصادر التمويل المختلفة مهمة بالنسبة للمؤسسة لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد، فنظراً للتداخل بين مختلف القرارات التمويلية والاستثمارية، يترتب على المؤسسة أن تحاول بقدر المستطاع أن تحصل على مختلف المصادر التمويلية لتمويل استثماراتها بأفضل شروط ممكنة، وهذا محاولة منها بناء الهيكل المالي الأنسب لها، بما يتماشى وأهدافها المسطرة وقدرتها، لذا يعتبر الهيكل المالي أحد التحديات التي تواجه المؤسسة.

### 1.1 تعريف الهيكل المالي

الهيكل المالي هو مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة،<sup>1</sup> وهو يتضمن التمويل المقترض وهذا الأخير يشمل كل من التمويل المقترض طويل وقصير الأجل، والتمويل الممتلك وهو بدوره يشمل كل من رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية.<sup>2</sup>

ومن أولى مهمات الإدارة المالية إدارة الهيكل المالي مستهدفة لتعظيم العائد على حق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكل المالي الأمثل تدنية معدل كلفة التمويل، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية، وعليه ينبغي تحديد مزيج التمويل الذي يؤدي إلى تعظيم ربحية المنشأة، وهذا بدوره يتطلب تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل الممتلك والمقترض في الهيكل المالي نظراً لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المنشأة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي، وتعد أفضل توفيق بينهما في الهيكل المالي هي تلك التي تحقق التوازن بين المخاطرة والعائد.<sup>3</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم الهيكل المالي يختلف عن مفهوم هيكل رأس المال ( Structure de capitale)، والذي يتضمن هذا الأخير فقط مصادر التمويل طويلة الأجل أو ما يسمى بالتمويل الدائم والذي يشمل كل من التمويل المقترض طويل الأجل والأموال الخاصة، فهيكلاً رأس المال هو عبارة عن جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد الديون قصيرة الأجل.<sup>4</sup>

### 2.1 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل مالي معين العديد من العوامل التي تحدد معالم هذا الهيكل، إذ تؤدي تغير هذه العوامل إلى التأثير على الهيكل المالي وتغييره هو الآخر، مما يتوجب ضرورة

<sup>1</sup> عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 4، 2006، ص107.

<sup>2</sup> سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008، ص58.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 437.

<sup>4</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، العراق، 2010، ص159.

إعادة النظر فيه كلما احتاجت المؤسسة إلى تمويل إضافي، وذلك من خلال الموازنة بين الخطر والعائد، ومن أهم هذه المحددات:

### 1.2.1 معدل نمو المبيعات واستقرارها

يعتبر معدل نمو المبيعات مقياساً لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم.<sup>1</sup> كما أن هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين فكلما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقراراً استفادت الشركة من رافعة التمويل؛ وقد بين (Titman & Wessels, 1988) أن المبيعات والأرباح تزيد من الطاقة الاستيعابية للاقتراض، وتحمل نسب مديونية عالية في الشركات.<sup>2</sup>

### 2.2.1 حجم المؤسسات

تتوقف قابلية المنشأة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها، فالمنشآت صغيرة الحجم تعتمد على الأموال الخاصة بشكل أساسي، بينما يزداد اعتماد المنشآت على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها.<sup>3</sup>

وقد كشفت الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة ومخاطر الإفلاس، فالمنشآت الكبيرة التي عادة ما يتم نشاطها بقدر من التنوع، تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكلها المالي.<sup>4</sup>

### 3.2.1 هيكل الأصول

يشير (Mayers & Majluf, 1984) إلى أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع بأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هنالك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين؛<sup>5</sup> فالمنشأة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل تفضل التمويل المقترض طويل الأجل، بينما تمتاز المنشأة ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل.<sup>6</sup>

### 4.2.1 اتجاهات رجال الإدارة

وذلك عن طريق تأثيرهم المباشر على اختيار وسائل التمويل، وهذا يرتبط بأمرين هما: التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، أما الأمر الثاني فهو درجة الخطر.<sup>7</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص267.

<sup>2</sup> سليمان شلاش، علي النقوم وسالم العون، مرجع سبق ذكره، ص60.

<sup>3</sup> عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، 2011، ص232.

<sup>4</sup> سليمان شلاش علي النقوم وسالم العون، مرجع سبق ذكره، ص63.

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص59.

<sup>6</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص168.

<sup>7</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص414.

### 5.2.1 موقف المقرضين

إن اتجاهات وآراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمنشأة، حيث تقوم هذه الأخيرة بالمناقشة مع المقرض المحتمل حول إمكانية الاقتراض وتعطي وزنا كبيرا لرأيه؛ وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير طبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة.<sup>1</sup>

### 6.2.1 دورة حياة المؤسسة

تقسم دورة حياة المؤسسة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول، التوسع، النضوج، التدهور، ويساعد هذا التقسيم لدورة الحياة في تحديد استراتيجيات التمويل، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل، ثم يرفع جدا في مرحلة التوسع، ويتناقص في مرحلة النضوج نظرا لتوفر الأموال الذاتية، وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.<sup>2</sup>

### 7.2.1 حجم السيولة

إن السيولة ذات تأثير مزدوج على الهيكل المالي، حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما؛ أما من ناحية أخرى، فقد تستخدم المنشآت التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.<sup>3</sup>

### 8.2.1 المخاطر التشغيلية

المنشأة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبيا يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي، لأن احتمال تعرضها للمخاطر أقل نسبيا بتلك التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية، وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية تجاه تسديد فوائد القروض.<sup>4</sup>

### 9.2.1 الموقف الضريبي

من الأمور التي تشجع المنشأة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد، حيث أن الكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت إمكانية الحصول على وفر ضريبي زادت قدرة الشركة على الاعتماد على الدين في التمويل؛ وفي بعض الحالات تكون الشركة لا تحقق أي وفر ضريبي لكون الشركة غير مطالبة بدفع الضريبة لحصولها على الاعفاء أو لوجود خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي حالة كهذه لا يشجع الوضع الضريبي للشركة على الاقتراض.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 270.

<sup>2</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 168.

<sup>3</sup> سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، مرجع سبق ذكره، ص 61.

<sup>4</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة مرجع سبق ذكره، ص 168.

<sup>5</sup> عنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 438.

### 10.2.1 المرونة

من خلال قدرة المؤسسة على تكييف هيكلها المالي مع الاحتياجات التي تنشأ في ظل الظروف المتغيرة.<sup>1</sup>

#### 3.1 تحليل الرفع

ينتج الرفع عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في هيكل التمويل من أجل تعظيم العائد على حقوق المساهمين،<sup>2</sup> وبشكل عام فإن زيادة الرفع ينتج عنه الزيادة في العائد والمخاطرة. كما أن كمية الرفع في الهيكل المالي (الخليط المستخدم من أموال الدين والملكية في الهيكل المالي للشركة) يمكن أن تؤثر بشكل كبير ومهم على القيمة السوقية للشركة عن طريق تأثيرها على كل من عائد الشركة ومخاطرتها. وأفضل طريقة للتعريف بالأنواع الثلاثة للرفع من خلال قائمة الدخل العامة،<sup>3</sup> كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (1-1): قائمة الدخل العامة وأنواع الرفع

الرفع الكلي	المبيعات	الرفع التشغيلي
	ناقص: تكلفة المبيعات	
	إجمالي الربح	
	ناقص: التكاليف التشغيلية	الرفع المالي
	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	
	ناقص: الفوائد	
	صافي الربح قبل الضرائب	
	ناقص: الضرائب	
	صافي الربح بعد الضرائب	
	ناقص: توزيعات أرباح الأسهم الممتازة	
	الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية	
	صافي الربح للسهم العادي	
الواحد من الأرباح المحققة		

المصدر: نفس المرجع، ص 263.

من الجدول أعلاه نجد بأن:

- الرفع التشغيلي يهتم بالعلاقة بين مبيعات الشركة وصافي الربح قبل الفوائد والضرائب؛
- الرفع المالي يهتم بالعلاقة بين صافي الربح قبل الفوائد والضرائب وصافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة؛

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 405.

<sup>2</sup> مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 3، 2002، ص 90.

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، ص ص 262-263.

- الرفع الكلي يهتم بالعلاقة بين مبيعات الشركة وصافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة.

### 1.3.1 الرافعة التشغيلية

تتعلق رافعة التشغيل بالدرجة التي توجد فيها تكاليف ثابتة في هيكل تكاليف الشركة، أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة من إجمالي الأصول للمشروع، وتعني رافعة التشغيل استخدام تكاليف تشغيلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغير في المبيعات على صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للشركة؛<sup>1</sup> كما ترتفع درجة مخاطر الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في رأسمال المشروع، وتعرض الشركات ذات الكثافة الرأسمالية لمخاطر الرفع لتشغيلي ونعني بارتفاع درجة الرافعة التشغيلية أن أي تغير في المبيعات ينعكس على تغيير كبير أو قليل في أرباح الشركة، أي أن الزيادة في المبيعات ينتج عنه زيادة كبيرة في الأرباح وانخفاض في المبيعات يؤدي إلى انخفاض الربح وهذا يعني أن الرافعة التشغيلية تعد سلاح ذو حدين.<sup>2</sup>

وتنخفض الكلفة الثابتة للوحدة الواحدة مع زيادة عدد الوحدات المنتجة والمباعة ومن بين هذه التكاليف، كلفة الإيجار والأصول الثابتة المعبر عنها بالاستهلاكات السنوية، وتقاس رافعة التشغيل عن طريق المعادلة التالية:<sup>3</sup>

$$Dol = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta Q\%}$$

حيث:

Dol: درجة الرفع التشغيلي؛  $\Delta EBIT\%$ : نسبة التغير في الربح التشغيلي؛  
 $\Delta Q\%$ : نسبة التغير في المبيعات.

ويمكن كذلك حساب درجات رافعة التشغيل عند مستوى معين من المبيعات وبالوحدات عن طريق المعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$Dol = \frac{Q(p - V_c)}{Q(p - V_c) - F_c}$$

حيث:

Q: عدد الوحدات المباعة؛ P: سعر بيع الوحدة؛  
 $V_c$ : التكلفة المتغيرة للوحدة؛  $F_c$ : التكاليف الثابتة.

### 2.3.1 الرافعة المالية

يبين الرفع المالي تأثير التغير في الربح التشغيلي على ربحية السهم، أي أن الرفع المالي يبدأ من حيث انتهى الرفع التشغيلي، ففي حين أن الرفع التشغيلي يبين تأثير التغير في المبيعات على الربح التشغيلي، يأتي الرفع المالي ليوضح تأثير التغير في الربح التشغيلي على الربحية المتحققة للسهم الواحد؛ كما أن الرفع التشغيلي ينتج عن وجود التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف فإن الرفع المالي ينتج عن وجود التكاليف الثابتة المرتبطة بكيفية تمويل المنشأة؛<sup>5</sup> حيث أن تأثير الرافعة المالية يشير إلى أن الزيادة في الربح التشغيلي

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 266.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 165.

<sup>3</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 396.

<sup>4</sup> فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الرياض، 2011، ص 324.

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص 329.



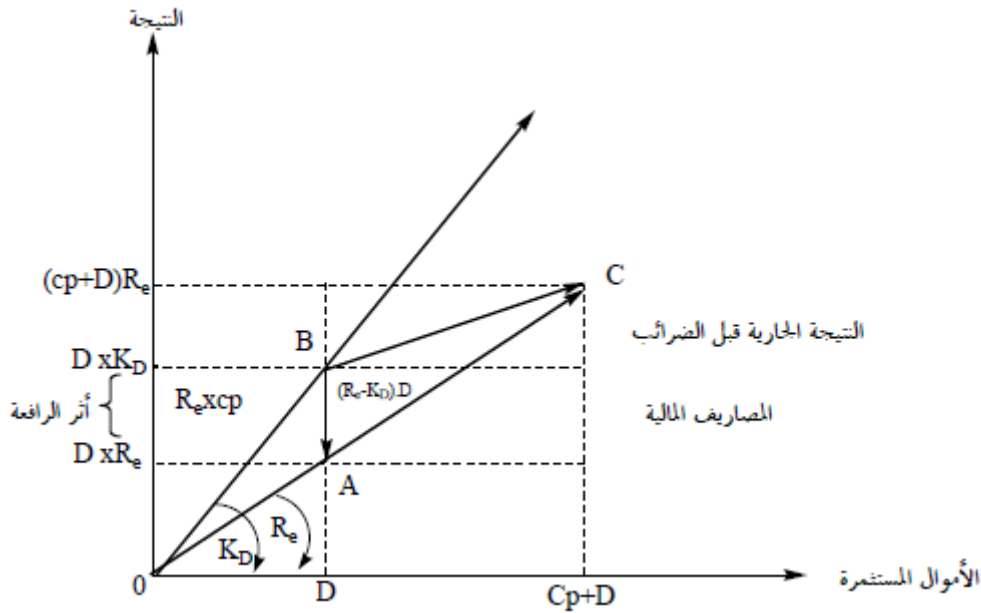
حيث:

$C_p$ : الأموال الخاصة ؛  $D$ : الاستدانة ؛  $R_e$ : المرودية الاقتصادية ؛  $K_D$ : تكلفة الاستدانة.

يتضح من خلال الشكل أن الزاوية  $R_e$  تمثل معدل المرودية المفروض والشعاع  $BC$  يمثل النتيجة التي تعود للأموال الخاصة، أما الزاوية  $K_D$  تبين معدل الفائدة على الاستدانة والشعاع  $OA$  ما هو إلا النتيجة المتحصل عنها بسبب الرفع المالي (أثر الرفع المالي) والشعاع  $AC$  يمثل النتيجة الإجمالية قبل الضريبة. ما يمكن استنتاجه أنه في حالة  $R_e > K_D$  يكون للرفع أثر موجب مما يؤدي إلى زيادة مرودية الأموال الخاصة.

أما في حالة  $R_e < K_D$  يكون الأثر سلبي حيث يمكن توضيح ذلك بنفس الطريقة من خلال الشكل التالي:

### الشكل (3-1): التقديم الهندسي للأثر السلبي للرافعة المالية



Source : idem, p188.

### 3.3.1 الرافعة الكلية

يبين الرفع الكلي أثر هيكل التكاليف وهيكل التمويل على ربحية المنشأة، أي أن الآثار المترتبة على الرفع الكلي ما هي إلا محصلة أو مزيج مركب من الآثار الناجمة عن الرفع التشغيلي والرفع المالي، ففي حين أن الرفع التشغيلي يقيس مخاطر الأعمال أو مخاطر النشاط، والرفع المالي يقيس المخاطر المالية التي تتعرض لها المنشأة، فإن الرفع الكلي يقيس المخاطر الكلية التي تتعرض لها المنشأة؛ وتعني رافعة التمويل الكلية استخدام تكاليف تشغيلية وتمويلية ثابتة من أجل تعظيم أثر التغيير في صافي المبيعات على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة<sup>1</sup>.

إن الزيادة في المبيعات سينتج عنه زيادة في صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة، وبنفس الوقت فإن أي انخفاض في المبيعات سينتج عنه انخفاض أكبر في صافي الربح للسهم العادي الواحد

<sup>1</sup> فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص334.

من الأرباح المحققة، هذا يعني أن الرافعة الكلية أيضا سلاح ذو حدين، فهي تعظم الربح في حال ازدياد المبيعات، وتعظم الخسارة في حالة انخفاضها، وتقاس الرافعة الكلية عن طريق المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$DLT = \frac{\Delta\%EPS}{\Delta\%Q}$$

حيث:

DLT: درجة الرفع الكلي؛  $\Delta\%EPS$ : نسبة التغير في العائد على السهم؛  
 $\Delta\%Q$ : نسبة التغير في المبيعات.

ويمكن كذلك حساب درجات الرافعة الكلية عند مستوى معين من صافي المبيعات، عن طريق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$DLT = \frac{Q(p - V_c)}{Q(P - V_c) - F_c - I(PD * \frac{1}{1-T})}$$

حيث:

Q: عدد الوحدات المباعة؛ P: السعر؛  $V_c$ : الكلفة المتغيرة؛  $F_c$ : الكلفة التشغيلية الثابتة؛  
I: الفوائد؛ PD: المقسوم الممتاز؛ T: معدل الضريبة.

### 4.3.1 العلاقة بين الرفع التشغيلي والمالي والكلي

الرفع الكلي يعكس التأثير المشترك الرفع التشغيلي والرفع المالي على الشركة، فدرجة عالية من الرفع التشغيلي ودرجة عالية من الرفع المالي سوف تجعل درجات الرفع الكلي عالية، والعكس صحيح؛ ويقاس تأثير الرافعة المشتركة بضرب درجة رافعة التشغيل بدرجة رافعة التمويل فينتج التعبير التالي للرافعة الكلية:<sup>3</sup>

$$\text{درجات الرفع الكلي DTL} = \text{درجات الرفع التشغيلي DOL} \times \text{درجات الرفع المالي DFL}$$

## 2. تكلفة مصادر التمويل

تمثل تكلفة مصادر التمويل أهم القيود المحددة لقرار اختيار الهيكل المالي كونها تمثل همزة وصل بينه وبين قيمة المؤسسة؛ فبخصوص التمويل بالاستدانة التكلفة واضحة وصريحة، على عكس التمويل بالأموال الخاصة أين تكلفة ضمنية وغير صريحة، المساهم شريك في الربح والخسارة مما يعني أن تكلفة الأموال الخاصة هي عبارة عن تصور لحد أدنى لا بد من تحقيقه لنيل رضا المساهم الذي يمثل هدف المسير في ظل عدم تعارض المصالح.

### 1.2 تكلفة الأموال الخاصة

تختلف تكلفة الأموال الخاصة من شركة لأخرى ومن قطاع لآخر، فالشركات المدرجة في البورصة على سبيل المثال لديها جملة من الالتزامات نحو حملة الأسهم العادية (توزيع الأرباح، تقديم المعلومات لحملة الأسهم، احترام تنظيم البورصة،...)، وبالتالي تزيد من تكلفة أموالها، بينما تكون شركة عائلية أقل

<sup>1</sup> أيمن الشنطي وعامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الطبعة الأولى، عمان، ص304.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 424.

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص274.



خضوعاً لضغوط المساهمين غير المسيرين وأكثر مرونة في تقريب مصلحة الشركة من مصالح شركائها (أقل التزاماً من حيث نشر المعلومات، أقل قيوداً على توزيع الأرباح،...).

### 1.1.2 تكلفة الأرباح المحتجزة

وهي كلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المنشأة باحتجازها لحين الحاجة إليها وتعادل الفرصة البديلة تلك الأرباح التي تم احتجازها أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمين لو لم يتم احتجاز الأموال؛ وتعد كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة كلفة ضمنية تساوي كلفة التمويل بالأسهم العادية لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين وهي حق من حقوق المالكين، وتتنخفض كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة عن كلفة التمويل بالأسهم العادية لعدم خضوع الأرباح المحتجزة للضريبة على الدخل وأن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر للأموال مباشرة وتحويلها إلى أسهم عادية يجنب الشركة دفع عمولات ترويج الإصدار الجديد أي عدم الخضوع لعمولة الوسطاء.<sup>1</sup>

وفي الوقت الذي تكون فيه مصادر الدين والأسهم الممتازة باعتبارها كوبونات تعاقدية من السهولة تقدير كلفتها، فهناك صعوبات في تحديد كلفة الأرباح المحتجزة باعتبارها كلفة غير مباشرة، ولذلك يمكن تحديد عدة طرق التي يمكن من خلالها قياس كلفة الأرباح المحتجزة منها:

#### ❖ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

إن العائد المتوقع للورقة المالية الذي يهدف إليه المستثمر يتحدد وفق تغير في العائد الخالي من المخاطر و  $\beta$  السوق أو المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها التدفقات النقدية للشركة والعائد في السوق، واستناداً إلى هذا النموذج يمكن أن نحدد كلفة الأرباح المحتجزة بتطبيق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$ER = R_F + \beta (R_m - R_F)$$

حيث:

ER: العائد المتوقع على حقوق الملكية المطلوب احتسابه وفق هذا النموذج؛  
 $R_F$ : العائد الخالي من المخاطرة؛<sup>3</sup>  
 $R_m$ : العائد المتوقع للسوق؛  
 $B$ : مقياس المخاطرة النظامية.<sup>4</sup>

#### ❖ طريقة عائد السند زائد علاوة المخاطرة

تعتمد هذه الطريقة على أساس استخراج معدل العائد على الأسهم العادية وهو تكلفة الأرباح المحتجزة من خلال إضافة علاوة المخاطر المقدرة بين 3% و 5% إلى معدل الفائدة الذي تدفعه الشركة على ديونها.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص323.

<sup>2</sup> أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2012، ص343.

<sup>3</sup> أعتبر العائد على السندات الحكومية قصيرة الأجل هي العائد الخالي من المخاطرة.

<sup>4</sup> تعتبر الأساس في احتساب العائد المتوقع على حقوق الملكية ضمن هذا النموذج.

<sup>5</sup> Davide Evance, **Financial analysis et decision making : tools and techniques to solve financial problems and make effective business decisions**, Mc Graw-Hil, USA, 2003, p147.

### ❖ طريقة أسلوب التوزيعات (العائد زائد معدل النمو)

يتم تحديد كلفة الأرباح المحتجزة على أساس عائد السهم العادي ممثل بالتوزيعات مقسوم على قيمة السهم الصافية مضاف إليه معدل النمو السنوي المتوقع لهذه التوزيعات، ونستخدم المعادلة التالية لاستخراج كلفة الأرباح المحتجزة:<sup>1</sup>

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \text{كلفة الأسهم العادية} \times (1 - \text{الضريبة}) (1 - \text{العمولة})$$

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم} (1 - \text{كلفة الإصدار})} + \text{معدل النمو في الأرباح}$$

### 2.1.2 تكلفة الأسهم العادية

تعرف كلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم) لقاء امتلاكهم له، ويمكن أن يأخذ التمويل بالأسهم العادية شكلين: الشكل الأول يتمثل باحتجاز الأرباح ومن ثم رسملتها، والشكل الثاني يتمثل بإصدار أسهم جديدة. وتمثل كلفة الأسهم العادية معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لمقسوم الأرباح الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المنشأة؛<sup>2</sup> ويمكن حساب كلفة السهم العادي باستخدام أكثر من أسلوب من بينها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>3</sup> ونموذج التوزيعات المخصومة لـ Gordon و Shapiro، والذي يفترض هذا الأخير بأن الأرباح النقدية التي ستوزعها المنشأة كأرباح موزعة في السنوات القادمة سوف تنمو بنسبة ثابتة، الأمر الذي يطلب من المستثمرين تحديد الأرباح النقدية المتوقع توزيعها من قبل المنشأة بعد نهاية المدة الأولى فقط، وبذلك فإن كلفة السهم العادي بموجب النموذج المذكور يتم باستخدام المعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$K_e = \frac{D_1}{NP} + g$$

$$= \frac{D_1}{P_0(1 - F)} + g$$

حيث:

$K_e$ : كلفة السهم العادي؛  $D_1$ : الأرباح الموزعة في السنة الأولى؛  $NP$ : صافي سعر السهم؛  
 $P_0$ : سعر شراء السهم في السوق؛  $F$ : كلفة الإصدار؛  $g$ : معدل النمو في الأرباح.

أما في حالة حساب كلفة الأسهم العادية الجديدة يمكن تحديدها عن طريق حساب تكلفة الأسهم العادية بعد الأخذ بعين الاعتبار بيع الإصدار بأقل تكلفة من قيمته الاسمية والتكاليف العائمة؛ وغالبا ما يتم بيع الإصدارات من الأسهم العادية الجديدة بسعر أقل من سعر السوق، وذلك لعدة أسباب: فعندما يكون السوق في وضع توازن فإن طلبا أكبر يمكن تحقيقه عن طريق تخفيض السعر، وعند إصدار أسهم عادية جديدة فإن نسبة ملكية الأسهم ستتناقص بسبب زيادة عدد الأسهم المتداولة، وبالتالي انخفاض سعر السهم في السوق؛ كما يرى العديد من المستثمرين بأن إصدار أسهم عادية جديدة كإشارة تدل على أن إدارة الشركة تستخدم التمويل عن طريق الملكية لأنها تعتقد بأن سعر سهم الشركة الحالي في السوق أعلى من قيمته الحقيقية؛ وبالأخذ بهذه الأسباب، فإن المستثمرين سيقومون بشراء أسهم هذه الشركة فقط في حالة أن يكون

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 188.

<sup>2</sup> الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2006، ص 21.

<sup>3</sup> نفس نموذج الذي تم التطرق إليه في حساب تكلفة الأرباح المحتجزة.

<sup>4</sup> Narjess Boubakri et autres, *Les principes de la finance d'entreprise*, Québec, Montréal, 2005, p149.

سعر السهم الجديد أقل من سعر السوق، إضافة إلى ذلك فإن تكاليف التي سيتم دفعها من أجل إصدار هذه الأسهم الجديدة وبيعها ستخفض المبالغ التي سيتم تحصيلها نتيجة لبيع هذا الإصدار.<sup>1</sup> ويمكن استخدام نموذج جوردن الذي تم استخدامه لحساب تكلفة الأسهم العادية كنقطة بداية لحساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة  $K_n$ ، وذلك على النحو التالي:<sup>2</sup>

$$K_n = \frac{D_1}{N_n} + g$$

حيث:

$N_n$ : المبالغ المحصلة من بيع الأسهم العادية الجديدة بعد طرح الانخفاض في السعر والتكاليف العائمة.

### 3.1.2 تكلفة الأسهم الممتازة

تعريف تكلفة الأسهم الممتازة يتشابه مع تعريف القروض فتكلفة الأسهم الممتازة تعرف بأنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة؛<sup>3</sup> وهذا المعدل المطلوب هو عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل عليه المنشأة من بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة، ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة من المعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$K_{ep} = \frac{D_p}{V_p(1 - t_{fe})}$$

حيث:

$D_p$ : التوزيعات الثابتة؛  $V_p$ : القيمة السوقية للسهم الممتازة؛  $t_{fe}$ : مصاريف الإصدار.

### 2.2 تكلفة الاستدانة

تضم الاستدانة كل من القروض البنكية المتوسط وطويلة الأجل، السندات، الاعتماد الإيجاري والديون قصيرة الأجل.

### 1.2.2 تكلفة القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل

تكلفة القروض هي معدل التكلفة المحسوبة أخذا بعين الاعتبار الوفرات الضريبية المحققة على الفوائد وعلى اهتلاكات أقساط القروض المسددة ومصاريف الإصدار ويمكن حسابها باستخدام العلاقة التالية:<sup>5</sup>

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{R_t + I_t(1 - IBS)}{(1 + r_d)^t}$$

حيث:

$M$ : قيمة القرض؛  $R_t$ : قسط القرض المسدد في نهاية الفترة  $t$ ؛  $n$ : مدة القرض؛  $I_t$ : مبلغ الفائدة قبل الضريبة للفترة  $t$ ؛  $IBS$ : الضريبة على أرباح الشركات؛  $r_d$ : تكلفة الاقتراض.

وفي حالة تسديد القرض بأقساط ثابتة مع الفوائد فإن العلاقة السابقة تعطي نتيجة مماثلة للعلاقة التالية:<sup>6</sup>

$$r_d = r_{d1} (1 - IBS)$$

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص248.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2009، ص 419.

<sup>3</sup> جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحج، مرجع سبق ذكره، ص 272.

<sup>4</sup> Abdelfattah Bourri, *Gestion financière*, Imprimerie de livre d'art, Tunis, 2007, p140.

<sup>5</sup> *Idem*, p197.

<sup>6</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011، ص323.

حيث:  $r_{di}$ : تكلفة القرض بعد الضريبة على الأرباح.

إن استخدام كلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية للمنشأة التي تسعى إلى تعظيمها، تعتمد بشكل كبير على التدفقات النقدية بعد الضريبة، وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات، فإنها بذلك تؤدي إلى وفورات ضريبية تقلل من كلفة الدين.<sup>1</sup>

### 2.2.2 تكلفة السندات

ما يميز السند عن الدين أن السندات عادة ما تصدر متضمنة مجموعة من التكاليف التي تضاف إلى التكلفة المالية بعد الضريبة على الأرباح، تتمثل هذه التكاليف في علاوة التسديد وتكلفة الإصدار، وعليه يمكن حساب تكلفة السند باستخدام العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$k_d = \frac{i + \frac{I_0 - P_0}{n}}{\frac{I_0 + P_0}{2}}$$

حيث:

$k_d$ : تكلفة السند؛  $n$ : مدة القرض؛  $i$ : مبلغ الفائدة الثابت على السند؛  
 $I_0$ : القيمة الإسمية للسند؛  $P_0$ : القيمة الصافية للسند.

### 3.2.2 تكلفة الاعتماد الإيجاري

هو معدل التكلفة الذي يضمن تعادل قيمة الأقساط المدفوعة مع إجمالي القرض المتحصل عليه، ويمكن حسابه من خلال العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1 - IBS) + A_t \cdot IBS}{(1 + r_{cb})^t} + \frac{VR}{(1 + r_{cb})^n}$$

حيث:

$M$ : سعر حيازة الأصل؛  $L_t$ : قيمة الإيجار المدفوع في السنة  $t$ ؛  $r_{cb}$ : تكلفة الاعتماد الإيجاري؛  
 $IBS$ : الضريبة على أرباح الشركات؛  $A_t$ : مخصصات الاهتلاك في السنة  $t$ ؛  $VR$ : القيمة المتبقية.

### 4.2.2 تكلفة الديون قصيرة الأجل

يتم التركيز على الديون قصيرة الأجل ممثلة في تكلفة الخصم والسحب على المكشوف، وذلك باعتبار تكلفتها تكلفة ظاهرة تعبر عن مكافأة للبنك تختلف عن الديون الموردين التي تأخذ في الحسبان عند حساب التغيير في الاحتياج لرأس المال العامل.

#### ❖ تكلفة الخصم

هو ذلك المعدل الذي يقتطع من قبل البنك والذي يتكون من:<sup>4</sup>

- معدل الفائدة: هو المعدل الذي يحدد بناء على معدل قاعدة بنكية؛
- العمولات والعلاوات: تتغير حسب نوع الاعتماد ودرجة المخاطرة بالإضافة إلى حساب TVA على المصاريف؛

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 415.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2007، ص 568.

<sup>3</sup> Abdelfattah Bourri, **Op-Cit**, p196.

<sup>4</sup> Gérard Charreaux, **finance d'entreprise**, EMS, Paris, 2003, p137.

- الأيام: عندما تقدم الورقة التجارية للخصم في اليوم  $j$ ، فإن عملية الخصم وتحصيل المبلغ ستكون في اليوم الموالي  $j+1$ .

تقدر تكلفة الخصم الحقيقية بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$M - FF = \frac{M}{(1 + Y_d)^{j+3}}$$

حيث:

M: مبلغ الورقة التجارية المراد خصمها؛  
 FF: المصاريف المالية (أجيو)؛  
 $Y_d$ : معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم؛  
 j: المدة ما بين تاريخ تظهير الورقة من أجل الخصم وتاريخ الاستحقاق.

### ❖ تكلفة السحب على المكشوف

سميت بذلك لأن البنك يحل محل المؤسسة في دفع ديونها إلى الموردين وقروض الاستغلال قصيرة الأجل وتحسب تكلفتها بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$M = \frac{M + CFPD + FF}{(1 + Y_q)^j}$$

حيث:

M: مبلغ الاعتماد؛  
 CFPD: العمولة على انكشاف الحساب؛  
 FF: الفوائد؛  
 J: مدة انكشاف الحساب؛  
 $Y_q$ : معدل الاستحداث اليومي (تكلفة السحب على المكشوف).

### 3.2 التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

يقصد بالتكلفة المرجحة للأموال كلفة المزيج الأمثل من مصادر الأموال المتاحة للشركة والتي تشكل هيكلها المالي، أي كلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في الهيكل المالي للشركة للوصول إلى تكوين الهيكل الأمثل لرأسمالها، وهنا يتطلب الأمر توزيع مصادر الأموال من الاقتراض، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة إلى جانب تكلفة هذه العناصر لتحديد الكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وهي المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للشركة، وبعد احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمته في الهيكل المالي ونجمع النتيجة لنحصل على الكلفة المرجحة للأموال،<sup>3</sup> وهي تستخدم للمقارنة بين البدائل المطروحة من مصادر التمويل المتاحة للمشروع ويتم مقارنتها مع العائد لنستطيع بعدها أن نقرر اعتماد الهيكل المالي المثالي<sup>4</sup> والذي يمكن استخراج المعادلة التالية:<sup>5</sup>

$$\text{الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال} = [(\text{نسبة المديونية}) \times (\text{كلفة المديونية})] + [(\text{نسبة الأسهم الممتازة}) \times (\text{كلفة الأسهم الممتازة})] + [(\text{نسبة حقوق الملكية}) \times (\text{كلفة حقوق الملكية})]$$

$$WACC = K_d W_d + K_{ps} W_{ps} + K_e W_e$$

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 325.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 326.

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 250.

<sup>4</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 295.

<sup>5</sup> Davide Evance, Op-Cit, p152.

- كما أن العوامل التي تؤثر على كلفة الأموال في الشركات تنقسم إلى نوعين هما:<sup>1</sup>
- العوامل الخارجية وهي التي لا تخضع لسيطرة الشركة مثل أسعار الفائدة التي تؤثر على كلفة التمويل بالسندات والقروض المصرفية، ومعدلات الضرائب التي تؤثر على كلفة جميع مصادر الأموال لأنها تؤخذ بعين الاعتبار عند حساب كلفة مصادر الأموال بالدين، وكذلك الحال على الأسهم العادية في حالة انخفاض الضريبة على الأرباح.
  - العوامل الداخلية وهي التي تخضع لسيطرة الشركة وأهمها سياسات الشركة في تحديد مكونات الهيكل المالي والأوزان النسبية لمصادر الأموال، وكذلك الحال مع سياسات توزيع الأرباح وحجم الأرباح المحتجزة لدى الشركة، والسياسات الاستثمارية للشركة ودرجة المخاطر لأصول الشركة الحالية ومدى كون الاستثمارات الإضافية تتجه نحو أصول تختلف عن الأصول الحالية ما يؤدي إلى التغيير في المخاطر على أصول الشركة وينعكس ذلك على هيكل المالي.

ويقوم المستثمرون في ظل السوق الكفاء بتنوع محافظهم بشكل جيد مما يعني أن تكلفة رأس المال لا تنطوي على علاوة المخاطر غير النظامية، أي تكلفة رأس المال دالة غير تابعة لمخاطر الأصل الاقتصادي، وتابعة للمخاطر النظامية التي قد تتأثر ببعض الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح

يفرز نشاط المؤسسة في كل دورة نتيجة محاسبية، قد تكون موجبة أو سالبة، وهذه النتيجة في حالة ما إذا كانت هناك تدفقات نقدية يمكن الاحتفاظ بها في شكل احتياطات كتمويل ذاتي، أو توزيعها على المساهمين. ويحتوي هذا المبحث على مطلبين، الأول خصص لتحديد مفهوم الأرباح الموزعة والإجراءات اللازمة لذلك، مع عرض لمختلف العناصر المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، أما الثاني سيتم فيه عرض مختلف بدائل وأشكال التوزيعات.

#### المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

في هذا المطلب سوف يتم محاولة إعطاء تعريف محكم لفكرة سياسة توزيع الأرباح، ثم إجراءات توزيع الأرباح، وأخيرا العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

##### 1. تعريف سياسة توزيع الأرباح

- توجد عدة مفاهيم للسياسة توزيع الأرباح نوجز بعضها في النقاط التالية:
- تلعب سياسة التوزيعات دورا بارزا في التأثير على اتجاهات المستثمرين، وهذا من خلال خلق فرص استثمارية ذات عوائد مغرية وانتهاج سياسة التوزيعات الملائمة لرغباتهم، مما يؤثر على ميولهم الاستثمارية ويزيد في رغبتهم في اقتناء أسهم المؤسسة المواتية لرغباتهم، كما قد تؤثر هذه السياسة

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 196.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen, *Op-Cit*, 2005, p748.

- على الهيكل المالي للمؤسسة وذلك من خلال التأثير في تكلفة التمويل كما سبق الإشارة إليه، إضافة إلى درجة توفير كل من عنصري السيولة والتدفقات النقدية؛<sup>1</sup>
- سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها بغرض إعادة استثمارها.<sup>2</sup> وعادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة؛
  - التوزيعات هي جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها بعد موافقة الجمعية العامة على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورات السابقة، لتلبية احتياجات الملاك أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية؛<sup>3</sup>
  - تستغل المؤسسة الأرباح المحتجزة أساسا في أغراض النمو والتوسع، والتي ينتج عنها الزيادة في الأرباح الموزعة مستقبلا مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة تكون أمام حتمية انتهاج سياسة توزيعات مثلى تمكنها من التوسع مستقبلا وذلك لمحاولة تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، وهذا دون إهمال أهمية التوزيعات الحالية والدور الذي تلعبه في التأثير على اختيارات المستثمرين.<sup>4</sup>

## 2. إجراءات توزيع الأرباح

قبل التطرق إلى إجراءات توزيع الأرباح، نتعرض إلى كيفية تخصيص الأرباح الصافية المحققة للوصول إلى الربح الممكن توزيعه.

الربح الممكن توزيعه يتمثل في الربح الصافي المحقق خلال السنة مخصوما منه الخسائر المرحلة من سنوات سابقة (إن وجدت) مخصوما منه ما تم تجنبه من احتياطات سواء القانونية أو النظامية أو احتياطات أخرى؛ ويجوز أن يضاف إلى الربح الممكن توزيعه بموجب قرار من الجمعية العامة بعض أو كل الاحتياطات، وذلك فقط بالنسبة للاحتياطات التي تملك الجمعية التصرف فيها، كما يشترط أن يتضمن قرار الجمعية العامة بيانا بأوضاع المال الاحتياطي الذي يتم التوزيع منه.<sup>5</sup>

بعد أن يتم إقرار الميزانية وقائمة الدخل، تحدد الجمعية العامة الربح الممكن توزيعه (مع مراعاة ما سبق ذكره)، وتعلن عن نسبة وقدر توزيعات الأرباح، هذه الأخيرة تعد الخطوة الأولى في إجراءات توزيع الأرباح.

ويعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلا، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات والتي تعد من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات،

<sup>1</sup> دريد كمال ال شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص205.

<sup>2</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص390.

<sup>3</sup> علي عبد الله الزغبي، عادل حسن النصيرات ومحمد علي الجبالي، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيع الأرباح النقدية، مجلة الدراسات الاجتماعية، العدد 27، اليمن، 2008، ص278.

<sup>4</sup> محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 8، 2010، ص85.

<sup>5</sup> Alain Burloud, Arnaud Tauvron et Annaïck Guyvarck, **Finance manuel**, édition foucher, paris, 2007, p 201.

وبذلك تتحدد في ضلها آليا الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمرا ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى المتتبعين للأموال المالية للمؤسسات.

## 1.2 مقدار التوزيعات

إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جدا ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في الشركة، ومعظم الشركات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية توزيعات الأرباح، لكن يمكن لمجلس إدارة الشركة تغيير هذه الكمية، بناء على الزيادة أو النقص في الأرباح التي حققتها الشركة.<sup>1</sup> ويتم عموما استخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم، وتمثل في: <sup>2</sup>

مردودية السهم = القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم / سعر السهم السوقي

فمردودية السهم أو غلة التوزيعات عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي فالمستثمر يتجه إلى المؤسسة التي تكون فيها مردودية السهم عالية، أما المعدل الثاني فيمثل:

نسبة التوزيعات = توزيعات الأرباح / الأرباح

وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها.

## 2.2 السلم الزمني لدفع التوزيعات

قد تؤدي عملية التوزيعات إلى إحداث نوع من الحراك على مستوى أسهم المؤسسة المعنية، فالتوزيعات يتم تسليمها بعد عدة أسابيع من تاريخ الإعلان عنها، لذا نميز أهم التواريخ ذات الصلة بهذا الإعلان (خاصة بالنسبة للمؤسسة المدرجة في البورصة) كما يلي:

### 1.2.2 تاريخ الإعلان عن التوزيعات

وفيها يحدد مجلس الإدارة مقدار التوزيعات وتاريخ تسليمها،<sup>3</sup> فهذا اليوم يعد ذا أهمية بالغة كونه قد يتم فيه رفع نسبة التوزيعات أو تخفيضها،<sup>4</sup> وبالمقابل يتم توثيقه على مستوى البورصة والإعلان عنه في مختلف الوسائل المعنية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص300.

<sup>2</sup> Aswath Damodaran, **Op-Cit**, pp892-898.

<sup>3</sup> Steven Bragg, **Accounting reference desktop**, John Wiley and Sons, New York, 2002, P 215.

<sup>4</sup> فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص263.

<sup>5</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 459.



### 2.2.2 تاريخ التسجيل

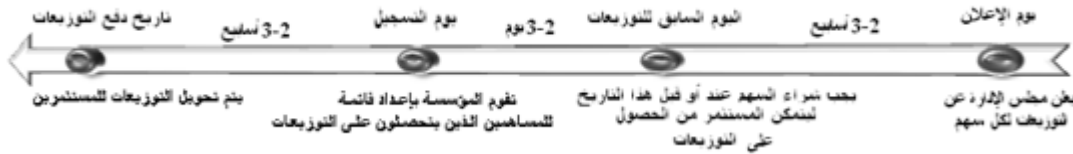
وهو التاريخ الذي تظهر فيه القائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناء عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات.<sup>1</sup>

### 3.2.2 تاريخ الدفع

يوم الدفع يقرر أيضا من قبل مجلس الإدارة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ الشركة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل، وهو في العادة من أسبوعين إلى ثلاثة أسابيع بعد تاريخ التسجيل.

ويمكن تمثيل مختلف هذه التواريخ من خلال الشكل الموالي:

#### الشكل (1-4): السلم الزمني لدفع التوزيعات



Source : Aswath Amodaran, Op-Cit, p896.

### 3. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تعكس سياسة التوزيعات الخطة العامة للمؤسسة والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة أسهمها، إذ تتحكم مجموعة من العوامل في الواقع العملي على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للمؤسسة.

#### 1.3 القيود القانونية

تقوم بعض الدول ومن خلال التشريعات الخاصة بالشركات أو التداول في السوق المالي بتنظيم عملية توزيع الأرباح وتحديد شروطها، ومن بينها أنه لا يجوز للشركة أن تستخدم جزء من رأس المال المدفوع لتوزيع الأرباح ولا يجوز للشركة توزيع الأرباح إذا كانت فاقدة الملاءة المالية ومشرفة على الإفلاس أي أن متطلباتها أكبر من أصولها لأن توزيع الأرباح يضر مصلحة الدائنين وقد تشترط بعض التشريعات احتفاظ الشركة بنسبة معينة من الأرباح الصافية بصيغة احتياطات.

#### 2.3 القيود التعاقدية

إن قدرة المنشآت على توزيع الأرباح تقيدتها الشروط التعاقدية بين المنشأة والمنشآت المقرضة من خلال شروط العقد، فعلى سبيل المثال تمنع بعض الاتفاقيات التعاقدية المنشأة المقرضة من توزيع الأرباح النقدية إلا بعد تحقيق مستوى أرباح معين، أو قد يتم تحديد مبالغ محددة يسمح بتوزيعها أو قد تكون تلك

<sup>1</sup> هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008، ص216.

الأرباح خاضعة لنسبة محددة وليس مبالغ من الأرباح، ومن الطبيعي أن يكون الهدف الأساسي من هذه القيود هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة المنشأة على سداد التزاماتها المالية اتجاههم.<sup>1</sup>

### 3.3 الفرص الاستثمارية المتاحة

إذا لم ترغب الشركة باستثمار أموالها في أصول إنتاجية أو كانت لا ترغب في استهلاك ديونها، يمكن توزيع الأرباح التي حققتها على المساهمين، أما إذا توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة يمكن استخدام الأرباح التي تحققت في تمويلها.<sup>2</sup>

### 4.3 الاعتبارات الضريبية

تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح، ونميز هنا بين ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي:

#### - الضريبة على دخل المساهم

المعروف أن العائد الذي يحصل عليه المساهمون يتم احتسابه كأحد عناصر الدخل عند تحديد الوعاء الضريبي، لذلك نجد أن صافي العائد الذي يحصلون عليه ينخفض بدرجة أكبر كلما كان معدل الضرائب على دخولهم مرتفعاً، أما المساهمون ذوي الدخل المحدود فإن صافي العائد الموزع عليهم ينخفض بدرجة أقل نظراً لأن معدل الضرائب على دخولهم يكون منخفضاً، وبالتالي يتضح أن الشركات التي يتمتع معظم المساهمون فيها بدخول مرتفعة يكون بإمكانها تخفيض مقدار العائد الموزع عليهم الذي يحصلون عليه بسبب ارتفاع معدل الضرائب على دخولهم، أما المساهمون ذوي الدخل المحدود فإنهم يفضلون الحصول على مزيد من العائد نظراً لأن معدل الضرائب على دخولهم يكون منخفضاً.

#### - الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح

قد لا تقوم المؤسسة بإجراء أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وفي المقابل يحصل المستثمر (المساهم) على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية، ويمكن أن تتحقق هذه العملية إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية، وألا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم وسندات، ادونات الخزينة...) فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات، ورغم أن هذا الجزء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة لعدم لجوء المؤسسات لمثل هذا الأسلوب.<sup>3</sup>

#### - الضريبة على دخل المؤسسة

إن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي وذلك بتمويل بعض الاستثمارات عن طريق القروض وهذا يعني أنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالقروض والاستفادة من الميزة الضريبية للتمويل بالمديونية، ويترتب عن هذه الميزة أن يشكل الهيكل المالي من نسبة لا بأس بها من

<sup>1</sup> Christopher Agar, *Capital investment and financing :A practical guide to financial evaluation*, Elsevier, UK, 2005, P 76.

<sup>2</sup> صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2006، ص65.

<sup>3</sup> أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص20.

التمويل الخارجي مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية (أسهم جديدة، حجز الأرباح) فمثل هذا الأسلوب من شأنه أن يزيد من التدفق النقدي الخارجي في شكل فوائد ويكون ذلك على حساب التوزيعات النقدية.<sup>1</sup>

### 5.3 معدل نمو الشركة

تلعب معدلات النمو التي تحققها الشركة دوراً في تحديد نسب توزيعات الأرباح، فشركات النمو السريع مثل شركات الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات والبرمجيات والتي تحقق معدلات نمو سريعة فإنها تحتاج إلى كافة مصادر التمويل المتاحة لتمويل احتياجاتها التنموية وبالتالي فإنها بالعادة توزع أرباح قليلة أو لا توزع أرباح على الإطلاق ويقبل المساهمون الأرباح الرأسمالية الناشئة عن زيادة سعر السهم في السوق نظراً لحجم الأرباح التي تحققها أما الشركات التي دخلت في مرحلة النضوج أو الثبات النسبي في النمو فإنها تلجأ إلى توزيعات نقدية عالية.<sup>2</sup>

### 6.3 توفير السيولة

حيث تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجراء مثل تلك التوزيعات مما يعني أن عدم توافر النقدية يحد من التوزيعات النقدية والبديل قد يكون في الاقتراض لتعويض العجز في الرصيد النقدي.

وعلى الرغم من شيوع مقولة أن الأرباح توزع على المساهمين، إلا أن إجراء التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين، فتوافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا رقم الربح الناتج عن عمليات المنشأة والتي قد تكون ناتجة عن عمليات بيع آجلة لم يتم تحصيلها بعد، وهو ما يعني أن رصيد النقدية المتوافر لدى المنشأة لا يساوي رقم الربح المحقق ويضاف إلى ذلك أن المنشأة الآخذة في النمو والتوسع توجه جزء من النقدية إلى شراء خدمات وأصول ثابتة وهو ما يعني نقص النقدية المتوافرة لدى تلك المنشآت، أي أن العبرة في دفع توزيعات نقدية للمساهمين لا يتوقف فقط على الأرباح المحققة بل على المركز النقدي للمنشأة.<sup>3</sup>

### 7.3 استقرار الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح، 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.

ومن بين السبل لتحقيق ذلك هو أن تقرر من البداية سياسة تجري بمقتضاها التوزيع لنسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، يمكن أن تحافظ عليها حتى لو حدث انخفاض في الأرباح المتولدة مستقبلاً. يضاف إلى ذلك أن مثل هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر عرضة لمخاطر التوقف عن سداد ما عليها من التزامات، ومن ثم تميل إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي؛ وهنا تظهر ميزة سياسة توزيع

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قريبا قص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص ص 403-405.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص 215.

<sup>3</sup> أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سبق ذكره، ص ص 18-19.

نسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، والتي في ظلها نتاح فرصة توفير موارد مالية يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الاستثمارية، دون الحاجة إلى الحصول على المزيد من القروض.<sup>1</sup>

كما تهدف المؤسسات إلى تعظيم الأرباح المتوقعة لتتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح، ونجد أن أغلب المسيرين الماليين يميلون نحو الزيادة التدريجية وغير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح أولاً، والتحرك نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانياً.<sup>2</sup>

### 8.3 التضخم

يؤدي التضخم إلى ارتفاع تكلفة استبدال الأصول الثابتة وعدم كفاية اقتطاعات الاهلاك هذه الأصول، وبالتالي فإن المنشأة تلجأ إلى احتجاز الأرباح في مثل هذه الحالات لتمويل استبدال هذه الأصول، مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وبالتالي انخفاض التوزيعات في فترات التضخم.<sup>3</sup>

### 9.3 بدائل التمويل المتاحة

وتشمل هذه البدائل ما يلي:

#### - تكلفة إصدار أسهم جديدة

إذا احتاجت المنشأة إلى أموال جديدة فإنها يمكن أن تصدر أسهما جديدة أو تحتجز الأرباح؛ ولكن إذا كانت تكلفة الإصدار كبيرة من بينها المصروفات الإدارية، رسوم التسجيل ورسوم قانونية أخرى، والخصومات التي قد تمنح للمشتري لتشجيعهم على شراء الأوراق المالية مما يرفع تكلفة الملكية، هذا إلى جانب احتمال انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية، بسبب الإصدار الجديد؛ فإن المنشأة قد تلجأ إلى تخفيض نسبة توزيع الأرباح واحتجازها لتمويل حاجاتها من الأموال.<sup>4</sup>

#### - الهيكل المالي للمؤسسة وتوفر الطاقة الاقتراضية

يمكن أن يؤثر الهيكل المالي على سياسة التوزيع في المؤسسة؛ فإذا 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 فإن 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 وتتمتع بمركز 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.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2005، ص334.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص 885.

<sup>3</sup> فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص267.

<sup>4</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص402.

<sup>5</sup> Eugene Brigham, Joel Houston, **Fundamentals of financial management**, 10<sup>th</sup> edition, South-Western College Pub, USA, 2003, P633.

### - درجة الرغبة في السيطرة والرقابة على المؤسسة

قد يفضل الملاك الحاليين للمؤسسة الراغبين في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل المؤسسة لاستثماراتها، الأمر الذي من شأنه أن يفقدهم مكانتهم نتيجة الزيادة في عدد المساهمين، لذا يفضلون احتجاز الأرباح وعدم إجراء توزيعات، وهذا لتوفير التمويل الكافي لاستثماراتها!

### 10.3 فرضية المحتوى المعلوماتي أو الإشارات

لقد تم ملاحظة أن زيادة التوزيعات النقدية تكون عادة مصحوبة بزيادة في سعر السهم وبينما يؤدي تخفيض التوزيعات النقدية إلى انخفاض سعر السهم؛ وهذا يشير إلى أن المستثمرون بالإجمال يفضلون التوزيعات النقدية على الأرباح الرأسمالية، بينما نظرية مودجلياني وميلر (MM) تتضمن أن إدارة الشركة تكون مترددة في تخفيض الأرباح الموزعة وبالتالي فهي لا تزيد الأرباح الموزعة إلا إذا كانت تتوقع زيادة عوائد الشركة في المستقبل وبالتالي فإن نظرية (MM) تتضمن أن أي زيادة في العوائد الموزعة أعلى من المتوقع هي "إشارة" أن إدارة الشركة تتوقع عوائد إضافية مستقبلية، والعكس صحيح فإن أي تخفيض في الأرباح الموزعة هو إشارة من إدارة الشركة بأن الشركة تتوقع أن تتخفض عوائدها المستقبلية، وبالتالي فإن نظرية (MM) تجادل بأن ردة فعل المستثمرين في التغيير في سياسة التوزيع ليس بالضرورة بأن المستثمرون يفضلون الأرباح الموزعة على الأرباح المحتجزة وإنما هو توقع بأن سعر السهم للشركة سوف يتغير نتيجة التغيير في الأرباح الموزعة وأن سياسة الأرباح الموزعة هي إشارة من الشركة حول محتوى المعلومات الموجودة لدى إدارة الشركة أو توقعات الإدارة حول العوائد المستقبلية للشركة، حيث أن سعر السهم يتغير ليعكس المعلومات المهمة المحتواة في إعلان توزيع الأرباح، وهذه تسمى نظرية محتوى المعلومات أو نظرية الإشارة.<sup>2</sup>

### 11.3 السياسات التي تتبعها المؤسسات المثيلة

تحاول المؤسسات التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل النمو، ذلك أن إتباع سياسة مماثلة لما هو سائد يمكن أن يكون مبررا لسياسة المؤسسة.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

بعدما تم التطرق لمفهوم سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها، فإنه على المؤسسة أن تأخذ تلك العوامل بعين الاعتبار قبل أن تتخذ السياسة المناسبة لتوزيع الأرباح، وفي هذا الإطار نجد عدة أنواع لتوزيع الأرباح، فإما أن توزع الأرباح نقدا وإما في شكل إعادة شراء المؤسسة لأسهمها أو أسهم مجانية...، هذه السياسات تأخذ بصفة عامة شكلين من التوزيعات إما توزيعات في شكل نقدي وإما توزيعات في شكل عيني.

<sup>1</sup> هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 217.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 458-459.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 337.

## 1. سياسة التوزيعات النقدية

وهي السياسة الطبيعية لتوزيع الأرباح، ويمكن للمؤسسة أن توزع جزء أو كل أرباحها، وتأخذ هذه السياسة الأشكال التالية:

### 1.1 سياسة نسبة توزيع الأرباح الثابتة

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل فيه الشركة؛ ويمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم (DPS) على صافي الربح لكل سهم عادي من الأرباح المحققة (EPS)؛<sup>1</sup> علماً أن نسبة (EPS) تحسب من خلال قسمة صافي الربح (القابل للتوزيع وليس المقرر توزيعه كمقسوم أرباح) على عدد الأسهم المصدرة، إن سياسة توزيع الأرباح التي تعتمد على نسبة ثابتة (كنسبة مقسوم أرباح) تقوم بتثبيت هذه النسبة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع أرباح على المساهمين.

إن المشكلة التي تواجه الشركة التي تعتمد على هذه السياسة في توزيع الأرباح، هو عند تحقيق الشركة مستويات أرباح متدنية في فترة من الفترات، وعند التزامها بنسبة ثابتة لتوزيع الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جداً، أو قد تحقق الشركة خسائر في إحدى الفترات،<sup>2</sup> فإن الشركة ستتوقف عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر (من وجهة نظر عدد من المستثمرين) مؤشراً للحالة المستقبلية للمنشأة، فإن سعر سهم الشركة سوف يتأثر سلباً ويتعرض للانخفاض في السوق المالي.<sup>3</sup>

### 2.1 سياسة توزيع أرباح منتظمة

ترفض هذه السياسة فرضية توزيع إجمالي الأرباح أو الاحتفاظ بها دون توزيعها، فقد لاحظ الباحثون ومن بينهم جون لنتر (1956) بأن المؤسسات تميل إلى إتباع نسبة توزيعات مستقرة نسبياً على المدى الطويل.<sup>4</sup>

وبالتالي تلجأ الكثير من شركات الأعمال إلى اعتماد سياسة توزيع للأرباح بمقدار ثابت لكل سهم عادي، ولذلك فإن أي تغيرات في مقدار الأرباح سواء بارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة المالية في الشركة سوف لن تكون راغبة بزيادة مقدار التوزيع من الأرباح إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموماً فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستمر، وبالتالي يعتبر المساهمون هذه السياسة بأنها سياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 483.

<sup>2</sup> Jean louis Ameton, *L'essentiel à connaitre en gestion financier*, 3<sup>ème</sup> édition, Maxima, Paris, 2002, p 45.

<sup>3</sup> أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 376.

<sup>4</sup> Mondher Bellalah, *Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information*, cahiers de recherche n°200009, université paris IX Dauphine, p 5.

<sup>5</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 871.

وتتجه الكثير من المنشآت نحو سياسة التوزيع المستقرة لعدة أسباب:

- يعتقد كثير من المديرين أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم؛<sup>1</sup>
- إن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، أما سياسة التوزيع الغير مستقرة فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض أسعار الأسهم؛<sup>2</sup>
- لا تميل المنشآت إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بفروض الإشارة، والتي تعني أن المستثمرين ينظرون إلى التغيير الذي يحدث في التوزيعات على أنها إشارة أو علامة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل، فإذا خفضت الإدارة من التوزيعات فهي إشارة أو معلومات تدل على أن الإدارة تتنبأ بانخفاض المكاسب في المستقبل مما قد يخفض من سعر السهم، والعكس إذا زادت الإدارة من التوزيعات بنسبة غير متوقعة فهذه من وجهة نظر المستثمرين، علامة أو إشارة أو معلومة تدل على أن الإدارة تتنبأ بمكاسب كبيرة ستحققها المنشأة في المستقبل مما قد يزيد من سعر السهم في السوق؛<sup>3</sup>
- بالإضافة فإن الكثير من المستثمرين يفضلون الحصول على مبلغ نقدي ثابت كعائد على أموالهم المستثمرة في الأسهم، وذلك لتغطية نفقاتهم المعيشية المتكررة مما يجعلهم يقبلون على شراء أسهم الشركات التي تتبع تلك السياسة، وعند المفاضلة بين الحصول على مبلغ نقدي ثابت على صورة عائد نقدي أو القيام ببيع بعض الأسهم للحصول على الأموال اللازمة فإن الكثير من المستثمرين يفضلون الحصول على مبلغ نقدي ثابت بدلا من بيع الأسهم نظرا لأنهم يدفع عمولات متنوعة عند القيام ببيع تلك الأسهم.

### 3.1 توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الرواج

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، هذه السياسة مستخدمة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

وباستخدام هذه السياسة فإن الشركة تعطي المساهمين دخل ثابت يزيد من ثقتهم في الشركة، وكذلك تعطيهم زيادة في توزيعات الأرباح تسمح لهم بمشاركة الشركة في أرباحها في الأوقات الجيدة.<sup>4</sup>

### 4.1 سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات

يؤدي التضخم وإعادة استثمار الأرباح المحتجزة إلى زيادة مقدار الأرباح، كما يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون، ومن ثم فهم يفضلون النمو المنتظم في التوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد الشركة معدل نمو مستهدف للتوزيعات.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 399.

<sup>2</sup> Eugene Brigham, Joel Houston, Op-Cit, 2003, P 651.

<sup>3</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 400.

<sup>4</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 314.

<sup>5</sup> أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

### 5.1 سياسة الأرباح المتبقية

- تقتضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الموازنة الرأسمالية المثلى، بمعنى أن هذا يتم حسب الخطوات التالية:
- تحديد احتياجات الموازنة الرأسمالية المثلى؛
  - تحديد المبلغ المطلوب من التمويل الذاتي (المساهمين) لتمويل تلك الموازنة؛
  - احتجاز المبلغ المطلوب وتوزيع الباقي.

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرون يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة<sup>1</sup>.

ويترتب على تطبيق سياسة الفائض تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توافر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة، ففي حالة عدم توافر مثل هذه المشروعات تقوم الشركة بتوزيع الأرباح بالكامل كعائد نقدي للمساهمين أما في حالة وجود عدد من تلك المشروعات يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة، فإن الشركة قد تقوم باحتجاز الأرباح بالكامل دون أن يتم توزيع أي عائد نقدي على حملة الأسهم.

### 2. سياسات أخرى بديلة للتوزيع النقدي

رغم أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي، إلا أن المؤسسة تستطيع أن توزع أرباحها على عدة أشكال أخرى منها:

#### 1.2 توزيعات أرباح على شكل أسهم مجانية

تقوم الشركات في بعض الأحيان بتوزيع أرباح للمساهمين الحاليين على شكل أسهم مجانية، وغالبا ما تقوم الشركات بتوزيع الأسهم المجانية كبديل أو لدعم توزيعات الأرباح النقدية<sup>2</sup> وتقوم هذه السياسة على أساس احتجاز كامل الأرباح المتحققة وإعطاء المساهمين أسهم بشكل منحة بدلا من توزيع الأرباح مما يؤدي إلى إعادة هيكلة مكونات التمويل بحقوق الملكية دون أي تغيير في قيمة مساهمة حقوق الملكية برأس المال الشركة أو بحصة المساهم في رأسمال الشركة أو نسبة الربح من حقوق الملكية<sup>3</sup> وبالرغم أن الأسهم التي يتم توزيعها ليست بالذات قيمة لذاتها إلا بعد عرضها في السوق المالي وبيعها، إلا أن المستثمرين يفضلون أحيانا هذا النوع من التوزيعات.

من وجهة نظر حملة الأسهم الذين سيستلمون الأسهم الجديدة المصدرة، فإنهم لن يستفيدوا شيئا ذو قيمة حالما يتم توزيع الأسهم الجديدة عليهم، والسبب في ذلك أنه بزيادة عدد الأسهم فإن ربحية السهم الواحد سوف تنخفض بنفس نسبة الزيادة بالأسهم الجديدة المصدرة، كما أن القيمة أو السعر السوقي للأسهم التي يمتلكها المساهمون سوف لن تتغير، وبما أن توزيع الأسهم الجديدة سوف يكون متناسبا مع حجم الملكية السابقة ولكل مساهم، فإن نسبة ملكية كل مساهم سوف تبقى ثابتة ولن تتغير، ولذلك فإن حصته

<sup>1</sup> Mondher Bellalah, Op-Cit, p 5.

<sup>2</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص315.

<sup>3</sup> دريد كمال ال شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص224.



بالأرباح المستقبلية سوف لن تتغير، ولكن عندما تحقق الشركة أرباحا وتقوم باتخاذ قرار بالتوزيع النقدي، فلا شك أن أسعار الأسهم السوقية ترتفع وبذلك يستفيد حملة الأسهم من ذلك الارتفاع.<sup>1</sup>

ومن وجهة نظر الشركة فإن تكلفة إصدار الأسهم المجانية التي تتحملها الشركة أكبر من تكلفة توزيعات الأرباح النقدية، لكن هناك بعض الميزات التي تبرر هذه الزيادة في التكلفة؛ فالشركة تقدم للمساهمين شيئا بدون أن تستخدم النقد؛ وبشكل عام، عندما تحتاج الشركة إلى نقد من أجل تمويل النمو فيها، فإنها تستخدم الأسهم المجانية، وعندما يعرف المساهمين بأن الشركة تقوم بإعادة استثمار تدفقاتها النقدية من أجل زيادة أرباحها المستقبلية، فإن قيمة الشركة السوقية لن تتغير على الأقل، لكن إذا تم توزيع أسهم مجانية واستخدام النقد لدفع التزامات وديون قديمة على الشركة، فإن ذلك قد يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للشركة.<sup>2</sup>

ويعود قيام الشركة بتوزيع الأرباح على صورة أسهم إلى عدة أسباب رئيسية هي:

- الرغبة في توسيع قاعدة ملكية الشركة حيث أن معظم المستثمرين يقومون ببيع الأسهم الإضافية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرين جدد بما يؤدي إلى توسيع قاعدة ملكية الشركة؛
- الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب كثير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء السهم إلا عند انخفاض سعره إلا مستويات مناسبة؛ ويرجع انخفاض سعر السهم الناتج عن القيام بتوزيعات على صورة أسهم إلى أن مثل هذه التوزيعات سوف تؤدي إلى زيادة عدد أسهم ملاك الشركة مما يؤدي إلى انخفاض نصيب كل سهم من تلك الأسهم من أصول الشركة، ويترتب على ذلك انخفاض من سعر السهم بالسوق؛
- تعطي عملية توزيع أسهم مجانية محتوى معلوماتي حول توقعات الشركة المستقبلية حيث أنها تعطي انطباعا بأن الشركة ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها مما يدل على نجاح أعمالها.

## 2.2 إعادة شراء الأسهم

تزايد عدد الشركات التي تستخدم هذا الشكل من أشكال توزيع الأرباح؛ حيث تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق المالي بدافع رئيسي هو توزيع نقود أكثر على المساهمين فطالما أن العوائد والأرباح التي تحققها الشركة ثابتة نسبيا، فإن تقليل عدد الأسهم المصدرة (عن طريق شراء بعضها) سوف يزيد من حصة أو ربحية السهم الواحد، وبالتالي سوف يزيد سعر السهم في السوق المالي، وعليه يمكن القول أن تأثير قرار الشركة بإعادة شراء الأسهم يشابه تأثير قرار الشركة بتوزيع الأرباح النقدية.<sup>3</sup>

عندما تنوي المنشأة إعادة شراء مجموعة من الأسهم القائمة من السوق، يتوجب عليها لفت انتباه حملة الأسهم إلى تلك النية؛ ويجب أن تحيطهم عن الغرض من إعادة شراء الأسهم (الاستحواذ، خيارات الأسهم، التقاعد، أو لإعادة التنظيم)؛ وعادة ما تتم إعادة شراء الأسهم بثلاث طرق هي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 380.

<sup>2</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 318.

<sup>3</sup> أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 381.

<sup>4</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 496-497.

- شراء أسهم المنشأة في السوق المفتوحة وبسعر السهم المتداول في السوق، وتتم عملية الشراء عن طريق وسيط مما يستوجب في هذه الحالة دفع عمولة للوسيط، وتؤدي هذه العملية إلى رفع سعر السهم في السوق المالي حتى تتم عملية الشراء؛
- تلجأ المنشأة إلى تقديم العروض الخاصة بإعادة الشراء، وتكون هذه العروض رسمية يحدد فيها عدد الأسهم المراد شراؤها والسعر المحدد لشراء السهم الواحد، والذي يكون أعلى من سعر السهم السائد في السوق المالي وذلك من أجل جذب البائعين، وفي حالة عدم تحقيق المنشأة لهدف إعادة شراء العدد المطلوب من الأسهم، عندها تلجأ إلى شراء الأسهم المتبقية عن طريق عمليات السوق المفتوح؛ وتفضل المنشآت أسلوب العروض عند إعادة شراء أعداد كبيرة من الأسهم، كونها تتيح فرص متساوية أمام حملة الأسهم للاستفادة من العروض الذي تقدمه المنشأة؛
- شراء أسهم من مستثمر واحد أو مجموعة من مستثمرين الرئيسيين في الشركة، وفي هذه الحالة فإنه يتم التفاوض على السعر، ويراعى أن يكون السعر في هذه الحالة عادلا حتى لا يؤدي انخفاض السعر إلى خسارة لبقية المستثمرين.

يوجد العديد من الأسباب وراء قرار إدارة المنشأة في إعادة شراء الأسهم، وأهم هذه الأسباب:

- الرغبة في تحسين مستوى ربحية السهم حيث يؤدي إعادة شراء الأسهم إلى تخفيض عدد الأسهم وبالتالي زيادة نصيب السهم من الربح؛
- الرغبة في زيادة الطلب على السهم بالسوق بهدف زيادة سعر السهم ويتم ذلك عادة في الحالات التي ينخفض فيها سعر السهم بسبب زيادة المعروض من الأسهم مما يشجع الشركة إلى إعادة شراء أسهمها للتخفيف من آثار زيادة العرض على سعر السهم؛
- الرغبة في التخلص من صغار المستثمرين بسبب كثرة المصروفات الإدارية التي تتحملها الشركة في حالة وجود عدد كبير من صغار المستثمرين ممن يمتلكون أعداد محدودة من الأسهم؛ في مثل هذه الحالات تتحمل الشركات مصروفات كبيرة لإرسال التقارير والمعلومات المختلفة لهؤلاء المستثمرين؛
- إمكانية استخدام الأسهم المشتراة في عمليات الاندماج حيث تقوم بعض الشركات بإعادة شراء جزء من أسهمها بغرض استخدامها في برامج التوسع عن طريق الاندماج مع شركات أخرى.

لكن مقابل ذلك هناك بعض السلبيات من جراء إعادة شراء الأسهم من بينها:<sup>1</sup>

- قد يؤدي شراء الأسهم إلى مشاكل في سيولة المنشأة بسبب انخفاض حجم النقدية؛
- يمكن لتخفيض عدد الأسهم أن يجعل من المنشأة هدفا أسهل للسيطرة عليها من شركة أخرى، بسبب انخفاض عدد الأسهم التي يجب على الشركة الأخرى الحصول عليها للسيطرة على الشركة المستهدفة، ومن ناحية أخرى فإن إعادة شراء الأسهم بسعر أعلى قد يمنع شركة أخرى من السيطرة على هذه الشركة عن طريق شراء الأسهم بسعر أعلى من السعر السوقي.

<sup>1</sup> فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 273.

### خلاصة الفصل

تبين من خلال هذا الفصل أن للمؤسسات العديد من المصادر التي يمكن لها الاعتماد عليها لتمويل مختلف أوجه نشاطها، وتختلف هذه الصيغ من حيث طبيعتها كخصائص كل منها لتمويل مختلف أوجه نشاطها؛ كما تلعب التكلفة هنا دوراً رئيسياً في تحديد مجموعة المصادر التي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها كما سبق التطرق إليه، فالمزيج التمويلي الذي تهدف المؤسسة إلى تكوينه لا بد أن تكون تكلفته أدنى ما يمكن، مما يسمح لها بتعظيم عوائدها.

كما يجب أن ننبه إلى أهمية إدارة سياسات توزيع الأرباح، وذلك من ناحية طرق التوزيع المتداولة وأشكال التوزيعات وأهم العوامل المؤثرة فيها والتي تم التطرق إليها في هذا الفصل بالشرح والتحليل، في الإطار الذي يمكن المؤسسة من تعظيم القيمة السوقية لأسهمها وبالتالي زيادة ثروة ملاكها؛ حيث أن سوء إدارة المنظمة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، قد يؤدي بها إلى مواجهة عدة مشاكل خاصة بين الإدارة والملاك.

وبعد أن تم التطرق لمختلف العناصر المكونة للهيكل المالي وأهمية الحاجة إلى سياسة توزيع الأرباح في المنظمات، سيتم التطرق في الفصل الثاني إلى أهم الاجتهادات في مجالين الهيكل المالي وتوزيعات الأرباح، من خلال استعراض لأهم النظريات التي تناولت أثر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

## الفصل الثاني:

النظريات المفسرة لتأثير الهيكل  
المالي وسياسة توزيع الأرباح  
على قيمة المؤسسة

يعتبر هدف المؤسسة الإطار الذي تتخذ القرارات على ضوءه، وقد تطور هذا الهدف بتطور النظرية المالية، حيث اعتبرت النظرية المالية الكلاسيكية أن المؤسسة تهدف إلى تعظيم أرباحها، لكن سرعان ما انهار هذا المفهوم، ولم يدم مسعى النظرية المالية الكلاسيكية طويلا في ظل الظروف غير المؤكدة إلى جانب انفصال الملكية عن الإدارة مما أدى إلى بروز النظرية المالية الحديثة وهدف تعظيم قيمة المؤسسة. اتخذت النظرية المالية الحديثة مفهوم تعظيم قيمة المؤسسة (ثروة المساهمين) كهدف للمؤسسة، وعليه أصبح الاهتمام يركز على تأثير القرارات الاستراتيجية على قيمة المؤسسة، وبما أن قرار الهيكل المالي الأمثل وقرار توزيع الأرباح محل الدراسة، سيتم محاولة في هذا الفصل معرفة مدى تأثير هذه القرارات على قيمة المؤسسة.

ومن أجل ذلك سيتم التطرق في هذا الفصل إلى الإطار النظري لقيمة المؤسسة، وذلك بالتعرف على التطور الذي شهدته هذا المفهوم ومؤشرات خلق القيمة، والعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، ثم سيتم عرض لمختلف النظريات التي حاولت تفسير تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وذلك في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق وفي ظل إسقاط هذه الفرضيات. وعليه فستكون خطة الفصل كما يلي:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة
- المبحث الثاني: المداخل المفسرة لتأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة
- المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة

يرتكز الفكر المالي الحديث على نظرية قيمة المؤسسة، حيث يشير في سياقها إلى أن هدف المؤسسة المعاصر هو تعظيم قيمتها؛ فقد كان ولا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محل اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين والخبراء المحاسبين كون أن غالب القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة؛ ولإلقاء الضوء أكثر على هذا الموضوع سوف يتم التطرق إلى مفهوم قيمة المؤسسة انطلاقاً من التطور الذي شهده، بالإضافة إلى تحديد قيمة المؤسسة ومؤشرات خلق القيمة.

### المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة وتطوره

يكاد يكون مصطلح القيمة يجاور مصطلح المؤسسة في أغلب الأبحاث والمقالات المعاصرة، فهما مصطلحان متلازمان ومقترنان ببعضهما البعض، دلالة على أهمية الأول واقترانه بالثاني، وربما أيضاً دلالة على أهمية الثاني واقترانه بالأول.<sup>1</sup>

فقبل التطرق إلى مفهوم قيمة المؤسسة، لا بد أن نرجع إلى تطور هدف المؤسسة، انطلاقاً من هدف تعظيم الربح إلى هدف تعظيم قيمة المؤسسة ثم إلى مفهوم القيمة والتطور الذي شهدته على مر السنين، مروراً بالفكر الاقتصادي ثم الفكر المحاسبي فالفكر المالي.

#### 1. تطور هدف المؤسسة

تسعى المؤسسة إلى تحقيق أهداف متعددة، وقد تكون هذه الأهداف تقليدية نشأت بنشوء الشركات وظهورها للوجود، وهذه الأهداف عادة ما تنبع من النوازع الذاتية للأفراد ومؤسسي الشركات الهادفة إلى تحقيق منافع شخصية كما أن هذه الأهداف قد تكون متطورة بشكل يساير التطورات الحاصلة في مفهوم المنشأة في عالمنا المعاصر؛ وفيما يلي يتم توضيح لماهية هذين الهدفين:

#### 1.1 هدف تعظيم الربح

يرتبط مفهوم تعظيم الربح ارتباطاً وثيقاً بالملاك، كما يحتل مكاناً بارزاً في أسلوب تقييم أداء الإدارة من وجهة نظرهم؛ وبناء عليه فإن تعظيم الربح كهدف يسعى أصحاب رأس المال إلى تحقيقه يصبح المرشد الرئيسي للإدارة في اتخاذ القرارات المالية، كما يتم تقييم أداء الجهاز المالي أو الوظيفة المالية بناء على مدى مساهمتها في تحقيق هذا الهدف.<sup>2</sup>

ولقد تعرض تعظيم الأرباح كهدف محوري للقرارات المالية لمجموعة من الانتقادات في الفكر المالي الحديث أهمها:

- من الانتقادات الأساسية التي توجه إلى هدف تعظيم الأرباح أو تعظيم ربحية السهم الواحد كهدف للمؤسسة كونه يتجاهل التوقيت الزمني للتدفقات النقدية، فحساب قيمة الربح المحاسبي من خلال القيم المطلقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة تؤدي إلى نتائج غير منطقية لعدم مراعاة مفهوم القيمة المالية، وذلك بإهمال الفجوة الزمنية بين جانبي الحساب وكذلك الأمر بين الإيرادات والمصروفات، وينطبق

<sup>1</sup> عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، وقلة، 2006، ص 43.

<sup>2</sup> جمال الدين مرسي وأحمد عبد الله اللحلح، مرجع سبق ذكره، ص 21.

- الانتقاد إذا قام المستثمر عند شرائه للأوراق المالية كنوع من الاستثمار بالمقارنة بين القيمة المدفوعة في الورقة المالية الآن، وبين مجموعة التوزيعات النقدية المحتملة على مدار سنوات الاستثمار المقبلة.<sup>1</sup>
- إن هدف الربح لا يأخذ في حسابه المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة والمتمثلة في عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المتوقعة لها، فتعظيم الربح المحاسبي كهدف مالي محوري للقرارات المالية للمؤسسة يجعلها أكثر احتمالاً لإقرار مشروعات استثمارية ذات درجات عالية من الخطورة وذلك بناءً على العلاقة الفردية بين تعظيم الربح والمخاطر المرتبطة بتحقيقه.<sup>2</sup>
- إن هدف تعظيم الربح قد يضر بالمنشأة بالأمد الطويل، وذلك أن مدير المالي للمنشأة قد يزيد من الأرباح الحالية للمنشأة عن طريق تقليص تكاليف التدريب أو تخفيض نفقات البحث والتطوير وضغط نفقات بحوث التسويق والتعرف على حاجات الزبائن أو حتى قد يلجأ إلى تقليص نفقات الإعلان والترويج، ومهملاً بذلك أهمية هذه النفقات على استمرار الوضع التنافسي للمنشأة بالأمد الطويل والمحافظة على حصتها السوقية بالرغم مما قد ينجم عنها زيادة بالأرباح ولكن بالأمد القصير.<sup>3</sup>
- بالإضافة إلى الانتقادات السابقة، فيعاب على هذا الهدف عدم وضوح النظرة إلى الأرباح، فمفهوم تحقيق الأرباح يتصف بالغموض الشديد والانتساع، فهناك الربح من وجهة نظر الاقتصاد وهناك الربح من وجهة نظر المحاسبة، وهناك صافي التدفق النقدي والذي يعني صافي الربح بعد الضريبة مضافاً إليه الاهتلاك، كما أن هناك الأرباح الموزعة والأرباح المدورة، والربح على المدى الطويل والربح على المدى القصير.<sup>4</sup>

من التحليل السابق يمكن أن نستنتج أن هدف تعظيم الأرباح أو تعظيم ربحية السهم الواحد هو هدف لا يمكن قبوله كمحور للقرارات الإدارية المالية، لأنه هدف غير منطقي بالنسبة للمؤسسة في إطار الفكر المالي المعاصر، ونظرًا لأن الإدارة المالية لا بد وأن تسعى إلى هدف محدد وواضح، لذلك فقد أصبح هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد أو هدف تعظيم ثروة المساهمين استراتيجية مثلى للإدارة المالية ومحورًا لقراراتها.<sup>5</sup>

## 2.1 هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة

جعلت الانتقادات السالفة الذكر والموجهة للربح الباحثين في مجال النظرية المالية الحديثة يتخلون عنه، وبعد معالجة المخاطر المرتبطة بالأرباح وإدخال القيمة الحالية في الاعتبار، بالإضافة إلى التحديد الدقيق لمدلولية الهدف المذكور بالشكل الذي يلغي صفة الغموض المرتبطة بتعظيم الربح، أصبح هدف المؤسسة هو تعظيم قيمة المؤسسة أو بمعنى آخر تعظيم ثروة المساهمين، وبشكل أكثر تحديداً، فإن تعظيم القيمة يعني تعظيم كل من صافي القيمة الحالية الموجبة وتعظيم معدل العائد الداخلي على الاستثمار.<sup>6</sup>

فقد أصبح هدف تعظيم ثروة المساهمين أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية مطلباً أساسياً للمساهمين أكثر من أي وقت مضى، مما دفع المساهمون في المؤسسات الأمريكية والأوروبية إلى

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 18.

<sup>3</sup> أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

<sup>4</sup> جمال الدين مرسي وأحمد عبد الله اللالح، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>5</sup> عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية: الأطر النظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية،

الأردن، 2006، ص 28.

<sup>6</sup> هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة

الجزائر، 2008، ص 32.

ممارسة ضغوط على المؤسسات لتعظيم ثروة المساهمين، الأمر الذي حدا بالعديد من تلك المؤسسات لتبني ما يطلق عليه مدخل ثروة حملة الأسهم، أما نظرية التمويل فقد اقترحت هدف تعظيم ثروة المساهمين كهدف أساسي للمؤسسات المساهمة منذ وقت طويل ليحل محل الهدف التقليدي،<sup>1</sup> حيث يستفاد من هذا الهدف لأغراض عديدة منها حالة البيع، الشراء، التصفية، الانفصال، التأمين و لأغراض رقابية أو ضريبية... الخ من الأمور التي تستلزم معرفة قيمة المنشأة.<sup>2</sup>

كما أن هدف تعظيم القيمة السوقية للمنشأة يعتبر كنتاج للقرارات المالية في الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح من جانب ويتضمن العناصر التالية من جانب آخر:<sup>3</sup>

- القيمة الزمنية للنقود، ويقصد بها أن دينار اليوم هو أكبر من دينار الغد، ويكمن السبب في ذلك إلى ظروف التضخم وتفضيل الاستهلاك الحالي، بجانب إمكانية استثمار دينار اليوم للحفاظ على الأقل على القوة الشرائية مستقبلاً، أو لتعظيم ثروة الدينار؛
- مخاطر التدفقات النقدية، ويقصد بهذه المخاطرة درجة تقلب التدفقات المتوقع أن تحصل عليها المنشأة من استثماراتها، وبالتالي استقرار التدفقات من عدمها تؤثر على أسعار الأسهم في السوق؛
- توقيت الحصول على التدفقات النقدية، أي عمد أي نقطة زمنية يمكن للمنشأة أن تحصل للتدفقات النقدية لاستثماراتها.

## 2. القيمة بين الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي

سوف نتطرق بإيجاز إلى الأسس النظرية لمفهوم القيمة حسب ما جاء به الفكر الاقتصادي والفكر المحاسبي وأخيراً الفكر المالي كما يلي:<sup>4</sup>

### 1.2 القيمة في الفكر الاقتصادي

يعتبر آدم سميث أول من ساهم في بلورت المفهوم العلمي للقيمة وظهور وتأسيس نظرية تدرس القيمة، وفي الفكر الاقتصادي تمثل القيمة الحكم المعطى على أهمية سلعة (بالمفهوم الواسع سلعة أو خدمة). يميز تاريخ النظريات المفسرة للقيمة بين تيارين رئيسيين:

- التيار الأول: والذي يبحث في تفسير القيمة بعوامل موضوعية، والتي تتمثل في تقليل التكلفة، هذه التكلفة التي تعبر أحيانا عن التكلفة المركبة وأحيانا عن التكلفة البسيطة.
  - التيار الثاني: يبحث في أساس القيمة في العوامل الذاتية أو يفسر القيمة حسب المنفعة والندرة.
- وانطلاقاً مما سبق فإن القيمة في الفكر الاقتصادي تتحدد على أساس المنفعة والتكلفة، الأولى يحصل عليها المستهلك نتيجة استخدامه للسلعة (طلب) والثانية يتحملها المنتج للسلعة (العرض)، وبين الطلب والعرض يتم الوصول لسعر السلعة.

<sup>1</sup> جلال ابراهيم العبد، مؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح ومؤشرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد 44، العدد 1، جامعة الإسكندرية، مارس 2007، ص 65.

<sup>2</sup> عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 29.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 26-27.

<sup>4</sup> هوارى سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 16-31.



## 2.2 القيمة في الفكر المحاسبي

على عكس الفكر الاقتصادي الذي انحصر فيه مفهوم القيمة على قيمة السلعة فقط، وذلك نتيجة قدمه وعدم تزامنه مع ظهور المؤسسة بمفهومها الحالي. فمفهوم القيمة في الفكر المحاسبي يرتبط بقيمة السلعة (عناصر الميزانية) بالإضافة إلى قيمة المؤسسة (تجميع الأصول المنفصلة)، فيعتبر الفكر المحاسبي في مجال القيمة الرائد في عمليات القياس لعناصر الميزانية، كما أن بدايات عملية تقييم المؤسسات (كمجموعة من العناصر) هي ذات أصول محاسبية.

## 3.2 القيمة في الفكر المالي

ربط الفكر المالي مفهوم القيمة بالمؤسسة، وعليه يحاول الفكر المالي التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بنظرية قيمة المؤسسة، فموضوع القيمة كان مطروحا بشدة، لكن كان ذلك مرتبطا بقيمة الأسهم والأصول والذي كان معتمداً في جميع دراسات الفكر المالي التقليدي ولأنه في هذه الفترة كان هدف المؤسسة هو تعظيم الربح فلم تثر إشكالية البحث عن قيمة المؤسسة ولا حتى مفهومها؛ ومع ظهور النظرية المالية الحديثة ظهرت نظرية قيمة المؤسسة كما هي عليه الآن، وبالتحديد مع بداية دراسات مودجلياني ومليير في سنة 1958، أما مفهوم القيمة في المالية التي تمثل إطاراً لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم والقياس، فقد ظهر مع أعمال وليامس سنة 1938.

وأخيراً بعد التطرق لمفهوم القيمة في كل من الفكر الاقتصادي والمحاسبي والمالي، يتضح لنا التطور الذي حصل لمفهوم القيمة حتى الوصول إلى قيمة المؤسسة، فمع الفكر الاقتصادي كان تفسير القيمة يقتصر على قيمة السلعة، أما في الفكر المحاسبي الذي يتميز بكتابات عديدة على مستوى التنظيم، فتناول تفسير القيمة فيما يخص جوانب قياس القيمة، وفيما يخص الفكر المالي فمفهوم القيمة يرتبط بقيمة المؤسسة هذه الأخيرة التي اتخذها الفكر المالي هدفاً للمؤسسة.

## 3. أنواع القيم المختلفة

من الشائع في اقتصاد السوق هو أن تحديد قيمة سلعة معينة يتم بتفاعل قوى العرض والطلب، إلا أنه في بعض الأحيان يتعذر تطبيق آليات السوق لسبب أو لآخر، لنجد أنفسنا مجبرين على إعطاء قيمة نظرية لتلك السلعة (الأصل)، لذا قد وجدت عدة نماذج لقياس القيمة تحدد ظروف ودوافع معينة حسب كل حالة، ونشير إلى أن هذه النماذج تفيد في مجال تقييم الأصول وبالأخص المادية منها، والتي يمكن إدراجها على النحو التالي:

## 1.3 القيمة السوقية

هي تعبير عن قيمة الأصل في السوق أي تقدير للأصل؛ فالقيمة السوقية للسهم مثلا، "تحدد على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، ومعنى هذا أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للشركة"، ويطلق عليها كذلك القيمة النقدية وهي الجانب النقدي للأصول عند تحويلها إلى مالك آخر أو بيعها، وقيمة الأصل في السوق تعكس أهمية المنشأة وإجماع المشتريين المحتملين للأصل.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> السعيد بريكة وسمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، مداخلة بالملتقى الدولي الأول حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، يومي 14 و15، أبريل 2009، ص 4.

### 2.3 القيمة الدفترية

هي مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي، وتعتبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية للأصل المعني ناقص جميع الاهتلاكات.

بالنسبة للمنشأة الاقتصادية هي بمثابة تحديد للتكلفة الأصلية للأصول مع طرح الاحتياطات مثل الاهتلاكات، الديون المعدومة. أما بالنسبة لشركات المساهمة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل أساساً في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية وذلك بعد خصم جميع الالتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة. وبعبارة أخرى فهي تتمثل في قسمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة إن وجدت على عدد الأسهم العادية.<sup>1</sup>

### 3.3 قيمة التصفية

إن القيمة تحت التصفية ليست نوعاً منفصلاً عن القيمة قائمة بذاتها، ولكن تمثل طرفاً يتم التقييم في ظلها؛ وتنتج هذه القيمة عند التصفية الجبرية أو الإلزامية لأصول المؤسسة لسبب أو لآخر، وتواجه قيمة الأصول في هذه الحالة خطر التقييم بسعر متدنٍ جداً، وتحسب قيمة التصفية انطلاقاً من المبلغ الصافي المحصل عليه من سعر البيع منقوصاً منه جميع تكاليف وعمولات عملية التصفية.<sup>2</sup>

### 4.3 القيمة الاستثمارية

هي عبارة عن حاصل إجمالي للتدفقات المستقبلية لأصل ما، أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته؛ مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما:<sup>3</sup>

- القيمة الإضافية التي يمكن أن تحقق خلال السنوات اللاحقة.
- حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم والظروف العامة.

### 5.3 قيمة التأمين

عموماً يتم حساب وتحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسة التأمين والزبون لتغطية مخاطر مرتبطة بأصل معين.<sup>4</sup>

### 6.3 قيمة شهرة المحل (GOODWILL)

الشهرة هي نوع خاص من الأصول غير المادية وتنشأ عندما تكون المنشأة ككل قيمة أكبر من قيمة أصولها المادية والمعنوية، ويتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع نظير منشأة الأعمال المكتسبة والقيمة السوقية العادلة للأصول المكتسبة مع استبعاد الخصوم.<sup>5</sup>

### 7.3 القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية

في إطار قيام آدم سميث بمعالجة القيمة، عند تناوله لكيفية تحديد قيمة المبادلة وبناءً على فكرة تقسيم العمل، نجده يفرق بين استعمالين لكلمة القيمة، فيوضح أن إحداها تدعى قيمة الاستعمال، ويقصد بها منفعة

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 17.

<sup>2</sup> هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

<sup>3</sup> السعيد بريكة وسمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>4</sup> هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

<sup>5</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 15.

الشيء من قدرة الاستعمال، أما الأخرى فتدعى قيمة المبادلة وتعني ما للشيء من قدرة على شراء سلع أخرى، وقدم سميث مثاله الشهير عن التناقض الذي يمكن أن يسفر عنه وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع العملي أثبت أنه يمكن أن نجد شيئاً ما يتمتع بقيمة استعمال كبيرة، في حين أن قيمته التبادلية ضئيلة أو منعدمة، والعكس صحيح، ومثال ذلك المال والماس.<sup>1</sup>

القيمة الاستعمالية لأصل ما غير مرتبطة بملكية وإنما مرتبطة بكيانه التشغيلي، أما القيمة التبادلية فهي مرتبطة بالشيء المملوك، والقيمة التبادلية أقل من القيمة الاستعمالية، ومثال ذلك وسائل العمل في المنشأة، فقيمتها الاستعمالية أعلى بكثير من قيمتها التبادلية.

### 8.3 القيمة المتبقية

هي قيمة الأصل بعد إهلاكه (محاسبياً) كلية، ولكنه لا زال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه؛ والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه.

بعد ما تم استعراضه يمكن الوصول إلى أن مفهوم قيمة المؤسسة أو المقصود بقيمة المؤسسة هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي تولدها المؤسسة. كما أن المؤسسة المسعرة في السوق المالي نجد أن سعر سهمها يعكس التوقعات المستقبلية بشأن المؤسسة وبالتالي يعكس أيضاً قيمة المؤسسة؛ فقيمة المؤسسة تعني القيمة السوقية لأسهمها وتعظيم قيمة المؤسسة يعني تعظيم أو زيادة أسعار أسهمها المدرجة في السوق المالي أو تعظيم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية لها.<sup>2</sup>

### 4. العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

نجد أنه ابتداءً من سنة 1958 أين ظهر مقال مودجلياني وميلر والذي يدور حول تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة، بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة علمية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة. حيث تقوم بدراسة كل من قرار التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح، وفيما يلي ملخص لتأثير القرارات المالية كل على حدا على قيمة المؤسسة:

#### 1.4 تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة

انطلاقاً من عمل مودجلياني وميلر 1958 الذي يشير في عنوانه لنظرية الاستثمار، تظهر أهمية قرار الاستثمار، والتي كانت تمثل صلب دراسات النظرية المالية الكلاسيكية والحديثة معاً. ويؤثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة من خلال تدنية تكلفته وفي المقابل زيادة مردوديته.

#### 2.4 تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة

أي تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ويقصد بالهيكل المالي البحث عن مصادر التمويل في المؤسسة، والتي تتمثل في كل من الأموال الخاصة والديون. تعتبر نظرية الهيكل المالي من النظريات التي تمثل نواة النظرية المالية إلى جانب نظرية الاستثمار، وفي ظل بروز تعظيم قيمة المؤسسة كهدف تتشده وترتكز عليه النظرية المالية، بدأ التساؤل والبحث في مدى إمكانية تأثير الهيكل المالي على لمؤسسة.

<sup>1</sup> السعيد بريكة وسمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

وتحاول النظرية المالية الحديثة أن تعطي إطاراً للبحث من خلال تقديم النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تحاول أن تجيب في جزء منها عن إمكانية تقليل تكاليف الحصول على الأموال من خلال وضع هيكل مالي مناسب، ومن ثم رفع قيمة المؤسسة؛ وبصفة عامة، وفي الواقع العملي ومع وجود كل من الضرائب على أرباح المؤسسات، بالإضافة إلى تكاليف الإفلاس والوكالة، يؤثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة انطلاقاً من تخفيض تكلفة التمويل إلى الحد الذي تصبح فيه قيمة المؤسسة أعلى ما يمكن.

### 3.4 تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قرار الاستثمار والتمويل، والتي تناولتها العديد من النظريات في إطار نظرية توزيع الأرباح، ويتضح تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة انطلاقاً من الكيفية التي يتم بها التصرف في الأرباح بين احتجازها أو توزيعها.

#### المطلب الثاني: مؤشرات إنشاء القيمة

تهدف المؤسسة الاقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة في بورصة القيم إلى تعظيم قيمتها لفائدة المساهمين أو لجميع الأطراف المهتمة بها، وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة من جهة، وبالنظر لتطور نظرية هدف المؤسسة من جهة أخرى؛ ولعل ما يبرر ويدعم ذلك، هو أن استمرارية المؤسسة -هدف إنشائها- مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمدى خلق القيمة *création de la valeur*، لذلك يتعين على مسيري المؤسسات توجيه مختلف القرارات نحو ذلك الهدف.<sup>1</sup>

لقياس خلق القيمة، نجد العديد من المؤشرات تختلف بحسب طبيعة مكوناتها، حيث نجد مؤشرات ذات طبيعة محاسبية ومالية ومهجنة (محاسبية ومالية) وبورصية، وقد عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985 والتي اتسمت نوعية المؤشرات في هذه الفترة بالطابع المحاسبي والمالي فهي ذات صلة مباشرة بقياس العوائد والأرباح.

وفي الفترة الممتدة من 1985 إلى غاية سنة 1995 أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي صورة واضحة حول إمكانات المؤسسة ومدى قدرتها في تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية، فضلاً عن عدم نفعية المؤشرات المحاسبية (الأرباح، مدة الإهلاك...) في فترات التضخم والوهم النقدي. وفي هذه الفترة سرعان ما تفتنت النظرية المالية للمؤشرات المحاسبية ذات صلة 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.

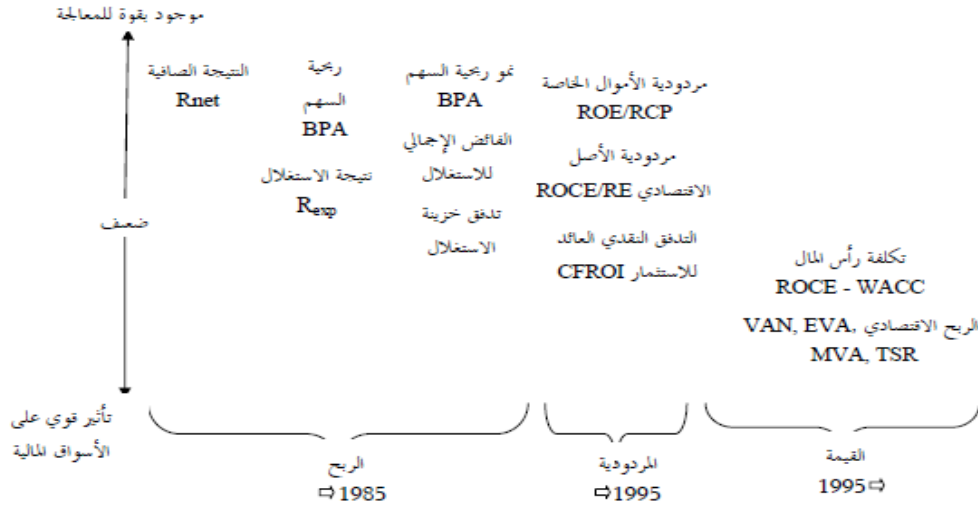
وابتداءاً من سنة 1995 تداركت النظرية المالية أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية جنباً وموازاة مع المؤشرات السوقية (البورصية)، لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة، الأمر الذي يفسر أن المؤشرات الاقتصادية أخذت بعين الاعتبار الضوابط والوسائط الخارجية التي تواجهها المؤسسة الاقتصادية في محيطها الخارجي وذات تأثير فعال

<sup>1</sup> هوارى سويسبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 7، ورقة، 2010، ص55.

على مركزها الداخلي بالإضافة إلى الوسائط الداخلية ذات صلة مباشرة بسوق البورصة ألا و هي قيمة المؤسسة الناتجة عن الثروة الداخلية المتراكمة.<sup>1</sup>

يمكن تلخيص ما سبق في الشكل التالي:

### الشكل (2-1): تطور مؤشرات إنشاء القيمة



Source : Pierre Vernimmen, Op-Cit, 2005, P625.

نقوم الآن بعرض مؤشرات خلق القيمة، انطلاقاً من المؤشرات المحاسبية ثم المؤشرات ذات الطبيعة المهجنة يليها المؤشرات المالية وأخيراً المؤشرات البورصية:

#### 1. المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية

حسب رأي الكاتبين Pascal Quiry و Yanne le fur فإن هذه المؤشرات هي الأجدر حتى لو كانت ذات طبيعة محاسبية وتهمل إلى حد كبير الخطر، وسوف ندرك بسرعة أنه ليس من الممكن تعظيم القيمة عن طريق تعظيم هذه المؤشرات، حتى لو كانت ذات صلة بمعامل القيمة أو معدل العائد المطلوب. استعمال هذه المؤشرات لا يؤدي إلى الاعتقاد بأن هناك نسبة ثابتة ومنطقية بين تحسين هذه المؤشرات وخلق القيمة.

#### 1.1 ربحية السهم الواحد BPA

يتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه،<sup>2</sup> ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم، لكن هناك اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، حدد المعيار المحاسبي الدولي مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر، حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، والآثار المترتبة عن إصدارها من جهة، وحسابه لنشاط الاستغلال وللنشاط الإجمالي من جهة

<sup>1</sup> عبد الغني دادن، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

<sup>2</sup> انظر الجدول (2-1) ص 52.

أخرى؛ كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة، وغير المسعرة الإعلان عن ربحية السهم.<sup>1</sup>

### 2.1 معدلات المردودية المحاسبية

معدلات المردودية المحاسبية تتمثل في:

- معدل المردودية الاقتصادية Re أو ROCE.

- معدل مردودية الأموال الخاصة Rcp أو ROE.

المردودية الاقتصادية هي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأصل الاقتصادي، والمردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة. تستخدم المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين...<sup>2</sup>

### 3.1 التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأصل الاقتصادي بقيمة الإجمالية بالعلاقة التالية:

$$CFROI = \frac{EBE}{I_{BRUT} + BFR}$$

حيث:

EBE: الفائض الإجمالي للاستغلال؛ BFR: الاحتياج في رأس المال العامل.

### 4.1 الأموال الخاصة للسهم CPPA

يعطي هذا المؤشر صورة عن ذمة المساهم؛ ويسمى بالإنجليزية (Price to Book Ratio PBR)، واستخدامه يشبه إلى حد كبير استخدام مضاعف السعر إلى العائد PER وله حالتان:

- مؤشر PBR أكبر من الواحد، يعني المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المردودية المفروضة.

- المؤشر أقل من الواحد دليل على أن المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المردودية المفروضة.<sup>3</sup>

### 2. المؤشرات ذات الطبيعة المالية

يترجم هذا المؤشر عملية إنشاء أو تدمير القيمة الناتجة عن استخدام الموارد المالية بالمؤسسة؛ ويوجد مؤشر وحيد ذو طبيعة مالية كونه يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود (الاستحداث)، بالإضافة إلى البعد التوقعي الخارجي.

<sup>1</sup> Philippe Tourron et Hubert Tondeur, **Comptabilité en IFRS**, édition d'organisation, Paris, 2004, p 391.

<sup>2</sup> السعيد بريكة وسمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

<sup>3</sup> Pascal Quiry et Yann Fur, La lettre vernimmen.net, N° 86 Avril 2010, P 5.

### 1.2 القيمة الحالية الصافية (VAN)

يتم الحصول على القيمة الحالية الصافية من خلال البحث عن التدفقات المالية المتوقعة (وذلك بأخذ بعين الاعتبار كل أخطار هذه التوقعات)، وكذلك معدل المرودية المطلوب "K" من أجل تمويل المؤسسة. خلق القيمة هو إذن مساوي للفرق بين قيمة الأصل الاقتصادي والقيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي، هذه الأخيرة التي تمثل قيمة الأموال المستثمرة في المؤسسة، بينما قيمة الأصل الاقتصادي تتمثل في القيمة الحالية لهذه الأموال المستثمرة ومنه:

خلق / تدمير القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي - القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي.

هذا المؤشر (VAN) يقيم أو يفقد مدى الرضا في توقعات المستثمرين الذي يسعون إلى تحديد الأموال التي ضحوا بها لمدة معينة حتى يسمحوا للأصل الاقتصادي للمؤسسة بأن يكون أعلى من قيمته المحاسبية.<sup>1</sup>

### 3. المؤشرات الهجينة (محاسبية / مالية)

بعدما تم عرض المؤشرات المحاسبية في البداية ثم التطرق للمؤشرات المالية، سوف يتم في هذه الخطوة تناول بعض المؤشرات التي جمعت بين النوعين السابقين، والمتمثلة أساسا في القيمة الاقتصادية ومعدل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار.

### 1.3 القيمة الاقتصادية المضافة أو الربح الاقتصادي (EVA/PE)

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم الطرق لقياس خلق القيمة، والتي نالت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين من خلال الدراسات التي تناولتها، بالإضافة لما حققته من شهرة في أوساط المهنيين من خلال تبنيها من طرف مكاتب الاستشارة ذات السمعة العالمية، فمنذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي استعمل هذا المؤشر لخدمة المساهمين كأداة اتصال بين المسيرين والمساهمين لتوفير المعلومات.

تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنها طريقة للتحفيز، بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للتسيير، فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.

وتتمثل الفكرة الأساسية لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في الاعتماد على الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، حيث تتحرك قيمة المؤسسة ارتفاعا وهبوطا تبعا للربح الاقتصادي لها، والواقع أن حساب الربح الاقتصادي للمؤسسة يتطلب إجراء العديد من التعديلات، ومن ثم يمكن تعديل القيمة الدفترية لتعكس القيمة الاقتصادية، وعليه إذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة أكبر من القيمة الاقتصادية، فإن الإدارة تكون قد نجحت في خلق قيمة سوقية إضافية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 7<sup>ème</sup> édition, Paris, 2009, PP 688-693.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم عبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 491-495.

من أجل حساب EVA هناك بعض العناصر التي يجب أن يتم تعديلها من أجل إعطاء قراءة اقتصادية لهذه العناصر، وتتمثل هذه التعديلات في: <sup>1</sup>

- الخسائر الاستثنائية للسنوات السابقة، والتي لا بد من إعادة معالجتها وإضافتها للأصل الاقتصادي؛
  - قيمة فائض القيمة Good Wills يجب إرجاعه في شكله الإجمالي brut وتصحيح التدهور في الاهتلاك المتراكم، أما فائض القيمة السالب Bad Will فيجب اقتطاعه من الأصل؛
  - المعالجات الأخرى تتعلق بالمؤونات الخاصة بالضريبة المؤجلة، والاهتلاكات المرتبطة بالقيمة الاقتصادية للاستثمارات، وتقييم المخزونات بقيمهم الاستبدالية replacement.
- يمكن الوصول للمفهوم الأساسي للقيمة الاقتصادية المضافة (من وجهة نظر تقنية)، من خلال الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد المالية التي استخدمتها،<sup>2</sup> وتعطى بالعلاقة التالية:

$$AVA = AE.(Re - K)$$

حيث:

- EVA : الربح الاقتصادي/القيمة الاقتصادية المضافة؛ AE : الأصل الاقتصادي؛
- Re : معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة؛ K : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

### 2.3 معدل التدفق النقدي العائد من الاستثمار CFROI

هو عبارة عن معدل العائد المحقق من استثمارات المنشأة، وعند مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) نستطيع معرفة ما إذا هدمت أو خلقت المنشأة حيث: <sup>3</sup>

- إذا كان CFROI أكبر من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال فهناك خلق للقيمة؛
  - أما إذا كان CFROI أقل من تكلفة رأس المال فهناك تدمير للقيمة.
- الهدف من هذا المؤشر هو تقييم المنشأة ككل عن طريق تطبيق التدفقات المالية لاختيار المشروع أو الاستثمار الملائم وتمويله أيضا؛ ولحساب هذا المؤشر يجب معرفة التدفقات النقدية التشغيلية بعد الضريبة والتي تحسب كما يلي: <sup>4</sup>

التدفقات النقدية التشغيلية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + الاهتلاكات + مؤونات الاستغلال - الحاجة من رأس المال العامل للاستغلال.

وبالتالي يمكن حساب معدل التدفق النقدي العائد من الاستثمار من خلال المعادلة الآتية:

$$CFROI = \frac{\text{التدفقات النقدية للاستغلال بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة}}$$

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, **Op-Cit**, 2009, p686.

<sup>2</sup> هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 61.

<sup>3</sup> Pierre Vernimmen, **Op-Cit**, 2009, P685.

<sup>4</sup> السعيد بريكة وسمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص 16.



#### 4. المؤشرات ذات الطبيعة البورصية

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

#### 1.4 القيمة السوقية المضافة MVA

يتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة بالبورصة، حيث يمكن اعتبار المؤسسة منشئة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي (الرسمة البورصية مضافا إليها قيمة الاستدانة الصافية) وبين القيمة المحاسبية له موجب تماما. يتم في معظم الحالات افتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية والمبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، أين أصبح القيمة المضافة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسمة البورصية والمبلغ المحاسبي للأموال الخاصة؛<sup>1</sup> تحسب بالعلاقة التالية:

$$MVA = CB - M CCP$$

حيث:

CB: الرسمة البورصية؛

MCCP: المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة؛

MVA: القيمة المضافة السوقية.

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

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

#### 2.4 عائد المساهم الكلي TSR

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات، أي أن تكون الأسعار متذبذبة كثيرا، وبالتالي تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر.

يتم حساب TSR مثل معدل مردودية المساهم حيث يشتري السهم في بداية المدة، ثم يحصل على توزيعات، والتي يفترض غالبا أنه يتم إعادة استثمارها في شراء أسهم جديدة، بالإضافة إلى أن المساهم يقيم محافظته للأوراق المالية، على أساس آخر سعر للسهم، وانطلاقا مما سبق يعطى TSR كما يلي:<sup>2</sup>

$$TSR = \frac{(p_1 - p_0) + D_1}{p_0}$$

حيث:

P<sub>0</sub>: سعر السهم في بداية المدة؛

D : توزيعات السهم؛

P<sub>1</sub> : سعر السهم في نهاية المدة .

ومن أجل إعطاء هذا المؤشر معنوية أكثر، يستحسن حسابه على فترات طويلة (من 5 إلى 10 سنوات) كمتوسط حسابي، وهذا من أجل تخفيض التغيرات السعرية الشاردة.

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, *Op-Cit*, 2005, P631.

<sup>2</sup> *Idem*, P632.

بعدما تم التطرق لمؤشرات إنشاء القيمة بمختلف أنواعها المحاسبية، المالية، المهجنة والبورصية الخاصة بالمؤسسات والأوراق المالية وتطورها التاريخي؛ يبقى الإشكال المطروح حول تقييم مؤشرات، حيث نعرض الجدول الموالي الذي يمثل بدوره تقييما لهذه المؤشرات أين يتم حصر نقاط القوة والضعف لكل مؤشر.

**الجدول (1-2): نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة**

المؤشر	نقاط القوة	نقاط الضعف
BPA	- بساطة وسهولة الحساب؛ - يسمح بحساب المضاعف PER.	- اهمال جانب المخاطرة؛ - عدم مراعاة الأموال المستثمرة وتكلفتها - يشمل كل الدورات خاصة الاستثنائية؛ - اعتقاد أن تعديل ربحية السهم يؤدي إلى تعديل قيمة المؤسسة.
RE, RCP	- سهولة الحساب؛ - يسمح بحساب أثر الرفع المالي.	- محاسبي، ولا يراعي البعد المالي ولا السوقي؛ - محدود الاستعمال لدورة واحدة؛ - ساكن.
CPPA	- أفكاره بسيطة.	- مقارنة جد بعيدة مع خلق القيمة؛
VAN	- الأخذ في الحساب التوقعات المستقبلية وتكلفة الأموال وعامل الخطر؛ - اعتماده على اعتبار القيمة الزمنية للقود.	- صعوبة الاستخدام من طرف المحلل الخارجي.
EVA/PE	- مؤشر بسيط يأخذ بمفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛ - تحفيز على تخفيض مشاكل الوكالة لا يتأثر بتذبذبات الأسعار؛ - يمكن استعماله للمؤسسات غير المسعرة؛ - تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.	- يصعب تحديد K عند استخدام الأوراق المالية المهجنة؛ - لا يأخذ في الحساب المصاريف المالية والإهلاكات؛ - ساكن كونه يخص دورة واحدة.
CFROI	- لا يوجد حدود زمنية للنتائج السنوية.	- معقد في حسابه
MVA	- يقيس خلق القيمة المتراكم وليس السنوي؛ - البساطة وسهولة الحساب.	- يخضع لتذبذبات الأسواق المالية؛ - مشكل كفاءة السوق المالي؛ - لا يمكن تطبيقه بالمؤسسات غير المسعر.
TSR	- الاعتماد على المدى الطويل وقياس الأداء التاريخي؛ - التعبير عن مردودية المساهمين.	- حسابه على مدى قصير جدا يجعله خاضع إلى تذبذبات الأسواق المالية؛ - لا يهتم بتقسيم الوقت أو تجزئته.

المصدر: من إعداد الطالبة.

## المبحث الثاني: المداخل المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

بعد أن تطرقنا في الفصل الأول للمفاهيم الأساسية للهيكل المالي، وذلك من خلال مختلف سبل تمويل الاحتياجات المالية المتاحة أمام المؤسسة ومؤشر اختيار المزيج أو الهيكل المالي، ليتم بعد ذلك التطرق لأهم مؤشر والمتمثل في تكلفة مصادر التمويل.

وسيتم تخصيص هذا المبحث لعرض أهم المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ومن أجل ذلك تم تقسيمه إلى مطلبين؛ حيث سيتم التعرض في المطلب الأول إلى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق، أما في المطلب الثاني فسيتم دراسة هذا التأثير في ظل فرضيات الكفاءة الاقتصادية للسوق.

**المطلب الأول: تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق**  
بعدما تم التطرق لأهم المفاهيم التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي، سوف يتم التعرض في هذا المطلب إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي وذلك في ظل فرضيات وشروط السوق ذو الكفاءة التامة، والتي يمكن أن يتم تقسيمها إلى تيارين، تيار مؤيد لفكرة وجود هيكل مالي أمثل وتيار ينفي هذه الفكرة.

### 1. التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل

يخلص أصحاب هذا الطرح إلى وجود تأثير للتغير في هيكل المؤسسة المالي على تكلفة رأس المال ومن ثم على قيمة المؤسسة، مما يدل على وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى حد ممكن من خلال تكلفة رأس المال إلى حد أدنى؛ ويندرج ضمن هذا التيار مدخل صافي الربح والمدخل التقليدي.

#### 1.1 مدخل صافي الربح

يرى مؤيدو مدخل صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمنشأة وتدنية تكلفة الأموال عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي، ويقوم هذا المدخل على الافتراضات الآتية:<sup>1</sup>

- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك، فمعدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على السندات أو الاقتراض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.
- درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (السندات)، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

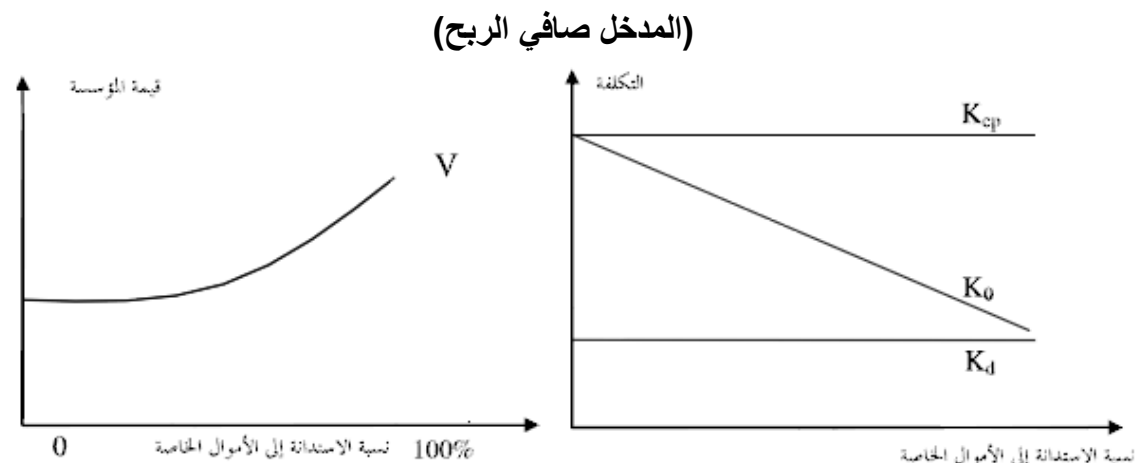
إن تحليل الفروض أعلاه، تعطي تصورا واضحا لمضمون هذه النظرية، حيث يتضمن الاقتراض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، وطالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية؛ كما يشير الاقتراض الثاني، فإن الزيادة في الاعتماد على الاقتراض يعني في الواقع الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبيا مقارنة بأموال الملاك، الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة

<sup>1</sup> Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, **Un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financier, N 131, p 12.

مقارنة بأموال الملاك، وبالتالي انخفاض التكلفة الكلية للأموال، ومع ثبات ربح العمليات يؤدي إلى زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، الأمر الذي يحمل في طياته زيادة القيمة السوقية للمنشأة.<sup>1</sup>

هذا ويمكن تصوير هذه العلاقة بيانياً، وذلك عند مستويات مختلفة من نسبة الاقتراض لتحديد أثر هذه النسبة على تكلفة الأموال وأيضاً على قيمة المنشأة والشكل الموالي يبين هذه العلاقة.

الشكل (2-2): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة



مصدر: منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص99.

ويتضح من الشكل أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الملكية، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض، حيث أن انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المنشأة، فإن الهيكل المثالي لرأس المال الشركة طبقاً لهذا المدخل هو ذلك الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة (حتى لو كانت 100%) وهو ما يوضحه الشكل أعلاه.

إن العيب الأساسي في هذا المدخل هو افتراض أن الملاك سوف لن يطالبوا بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد على الاقتراض وهو افتراض غير واقعي على اعتبار أنه من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسبة الاقتراض في الهيكل المالي، ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرضون لها، وتبعاً لذلك سوف يطالب الملاك بعائد أعلى نظير زيادة المخاطرة. علاوة على ذلك، فإن افتراض أن القروض ستظل ثابتة رغم ارتفاع نسبتها في المزيج التمويلي، وهو كذلك افتراض غير واقعي على اعتبار أنه من المتوقع أن يتعرضوا لدرجات خطر مرتفعة وتحول جزء من المخاطر من الملاك إليهم وهذا بسبب زيادة مخاطر الإفلاس وعدم القدرة على تسديد الديون، وخصوصاً تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر العسر المالي للمنشأة، وبناءً على ذلك، فمن المتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للشركة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص317.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص322.

## 2.1 المدخل التقليدي

يتشابه هذا المدخل مع المدخل السابق حيث أنه يفترض وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وعندها تصل قيمة المنشأة إلى حدها الأقصى؛ كما أن هذا المدخل يستخدم نفس الطريقة المتبعة في مدخل صافي الربح فيما يتعلق بتقدير قيمة المنشأة، غير أنه يختلف عنه فيما يتعلق بالافتراضات الأساسية لهذا المدخل والتي تتعلق أساساً بثبات تكلفة مصادر التمويل.<sup>1</sup>

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة تجعل من تكلفة الأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.

أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل الممتمك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في شركة الأعمال، وهم يفترضون أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتمك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك؛ كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

وتبعاً لهذا المدخل فإن تغيرات تكلفة رأس المال (قيمة المؤسسة) نسبة إلى التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي، يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل أساسية وهي:<sup>2</sup>

- في مرحلة أولى، تكون تكلفة الأموال الكلية ثابتة نسبياً إضافة إلى ثبات تكلفة الاقتراض، وتكون المزايا المحصلة من الاقتراض في الهيكل المالي أكبر من الزيادة في تكلفة أموال الملكية، ويتوقع من خلال انخفاض تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة الارتفاع في قيمتها، وهذا كلما زادت نسبة الرفع المالي.
- أما في مرحلة ثانية، فإنه وبمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة معينة من الرفع المالي، فإنه لا يكون بعدها أي تأثير يذكر للاقتراض على قيمة المؤسسة، ويرجع أساساً هذا إلى أن الزيادة في تكلفة أموال الملكية والتي ترجع أساساً إلى الخطر المالي، تلغي المزايا الناتجة عن الاقتراض، وعند هذا المستوى أو المدى من الاقتراض فإنه لا يكون أي تأثير للهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة.
- وخلال مرحلة ثالثة، وبتزايد الاقتراض المعتمد من قبل المؤسسة في هيكلها المالي بما يفوق الحدود المعقولة، فإن المزايا الافتراضية تفقد أهميتها، نظراً لكون العوائد المطلوبة من قبل الملاك (تكلفة الأسهم) تفوق هذه المزايا، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ما ينعكس بالسلب على القيمة السوقية للمؤسسة. ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح مختلف المراحل السابقة:

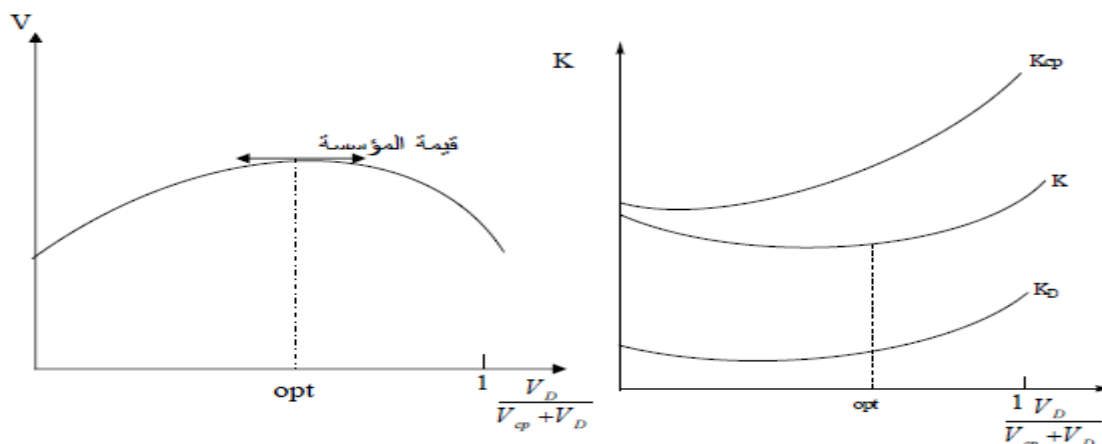
<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمة زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 194.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 330-332.

الشكل (2-5): العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة

الشكل (2-4): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة

(المدخل التقليدي)



مصدر: منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 106.

ويظهر من الشكل البياني 1 و2 اتجاه تكلفة الأموال نحو الانخفاض مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي في صياغة الهيكل المالي، حتى تصل منحنى تكلفة الأموال إلى أدنى انخفاض لها لتشكل هذه النقطة ما يعرف بنقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وفي هذه النقطة تكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى، وبعد هذه النقطة يأخذ منحنى التكلفة للأموال بالارتفاع لتتخفض بالمقابل القيمة السوقية للشركة، وفق ما تم تفسيره أعلاه.

## 2. التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

يرى أصحاب هذا التيار عدم وجود علاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ويستبعد تأثير الهيكل المالي عليهما، مما يجعلهم يرفضون فكرة وجود هيكل مالي أمثل خلافاً لسابقيهم؛ ويتضمن هذا التيار مدخل صافي ربح العمليات ومدخل مودجلياني وميلر.

### 1.2 مدخل صافي ربح العمليات

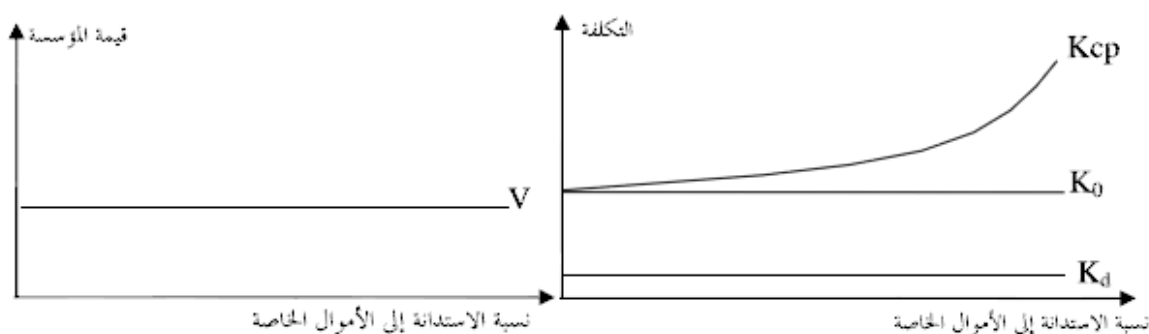
على عكس المدخلين السابقين، فإن مؤيدي هذا المدخل يساندون وجهة النظر المنادية بالقطعية الموجودة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، فحسب هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن القرارات التمويلية ولا تتأثر بالتغيرات في الهيكل المالي.

ويقوم هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أياً كانت نسبة المديونية في المنشأة، وذلك رغم أنه يفترض أيضاً أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض بينما تكلفة الملكية (أي العائد الذي يطلبه الملاك) سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، ويستند هذا المدخل على أن زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية، ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الملكية يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج عن زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو

التكلفة المنخفضة نسبياً، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة، وبالتالي قيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر الهيكل المالي.<sup>1</sup>

ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي:

الشكل (6-2): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة  
 الشكل (7-2): العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المنشأة  
 (مدخل صافي ربح العمليات)



مصدر: منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص104.

وينضح من الشكل (6-2)، أن كل من تكلفة الاستدانة وتكلفة رأس المال ثابتة، بينما نجد الأموال الخاصة تنزايد بزيادة نسبة الاستدانة، وحسب هذا المدخل لا يوجد ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وبالتالي ستظل تكلفة رأس المال ثابتة، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة كما هو مبين في الشكل (7-2).

## 2.2 مدخل النظرية الحديثة لمودجلياني وميلر (MM)

تتفق فروض مودجلياني وميلر في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش مودجلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمنشأة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل مالي مثالي،<sup>2</sup> وفي دراستهما عام 1958 قدما تبييراً منطقياً لما توصلوا إليه.<sup>3</sup>

ويمكن شرح ما توصل إليه مودجلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال، والتي شكلت أساساً لنظريتهم الشاملة، وهي:<sup>4</sup>

- تعمل شركات الأعمال في ظل سوق المنافسة الكاملة وبناء على ذلك فإن هذه الشركات تستطيع دخول السوق لشراء أو بيع ما ترغب فيه من أوراق مالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية أضف إلى ذلك إمكانية قيام الأفراد بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل فيها شركات الأعمال على القروض؛

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، ص311.

<sup>2</sup> Barreau Delahaye, *Gestion financière manuel & application*, 9<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2000, p157.

<sup>3</sup> See : Franco Modigliani, Merton Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, The American economic review, Vol. 48, No. 3, Jun. 1958, pp. 261-297.

<sup>4</sup> عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص109.

- كافة الشركات تعمل في ظل سوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن الشركات العاملة في السوق متاحة وللجميع ومجانية؛
  - كافة المستثمرين يتصرفون في الأسواق المالية بطريقة رشيدة وعقلانية؛
  - يتم تصنيف المؤسسات إلى مجموعات حسب درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، مما يعني أن المؤسسة تنتمي إلى مجموعة مخاطر معينة إذا تميزت الإيرادات المتوقعة بنفس صفات المخاطر للمجموعة، وقد افترض (M&M) أن المؤسسات العاملة في نفس مجال الصناعة تتعرض إلى نفس المخاطر؛
  - تتبع الشركات سياسة توزيع للأرباح تقتضي بتوزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة أضف إلى ذلك عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.
- يرتكز تحليل مودجلياني وميلر على فكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها (أصولها الاقتصادية) وأن قيمة هذه الأصول تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض لها العائد، بعبارة أخرى مهما كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن قيمة استثماراتها.<sup>1</sup>

## 1.2.2 الاقتراح الأول proposition1

تشير نظرية مودجلياني وميلر إلى أن القيمة السوقية لأي شركة (مقترضة أو غير مقترضة) مستقلة تماماً عن هيكلها المالي، وأن القيمة السوقية للشركة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تخلقه الشركة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار ويناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها شركة الأعمال.<sup>2</sup>

كما يلاحظ من الاقتراح الأول لمودجلياني وميلر أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية أي بفعالية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن صياغة الهيكل المالي.

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي شركة تنتمي إلى مخاطرة معينة كما يلي:<sup>3</sup>

$$V = V_D + V_{CP} = \frac{RE}{K_{CP}}$$

حيث:

RE: صافي ربح العمليات؛  $K_{CP}$ : تكلفة الأموال الخاصة.

وكما هو واضح من المعادلة السابقة، أنه ضمن المقترح الأول من النظرية وفي حال عدم وجود ضرائب فإن قيمة الشركة مستقلة عن الهيكل المالي، حيث أن القيمة السوقية للشركة تتحدد على مقدار

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص316.

<sup>2</sup> Franco Modigliani, Merton Miller, **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**, Op-Cit, p268.

<sup>3</sup> Idem, p269.



صافي ربح العمليات ومعدل الخصم والذي يمثل العائد المطلوب على الاستثمار المناسب لشريحة الخطر الذي تنتمي إليه الشركة وليس على تشكيلة الهيكل المالي في الشركة أي أنها مستقلة تماما عن مستويات الرفع المالي.<sup>1</sup>

### 2.2.2 الاقتراح الثاني proposition2

يعتبر مودجلياني وميلر أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الافتراض يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي إلى نفس مجموعة الخطر لكنها لا تعتمد على الافتراض في هيكلها المالي، بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناتجة عن الافتراض، وبالتالي فإن تكلفة أموال الملكية تزداد بنسب كافية للمحافظة على ثبات تكلفة الأموال، في ظل الاعتماد المتزايد على القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، وباعتبار هذه الأخيرة مصدر رخيص نسبياً، الأمر الذي يلغي الزيادة في تكلفة الأموال، وقد صاغ كل من مودجلياني وميلر المعادلة الموالية، والتي تعبر عن الاقتراح الثاني الذي قدماه:<sup>2</sup>

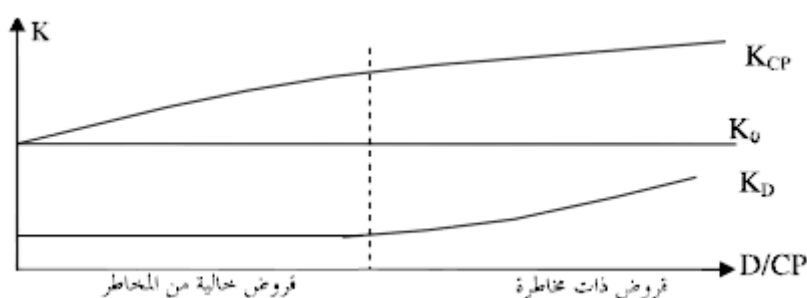
$$K_{CP} = K_0 + (K_0 - K_D) \frac{D}{CP}$$

حيث:

$K_{CP}$ : معدل المرودية المطلوب لمؤسسة مستدينة (تكلفة الأموال الخاصة)؛  $K_D$ : تكلفة الاستدانة؛  
 $K_0$ : معدل المرودية المطلوب لمؤسسة غير مستدينة من نفس فئة المخاطرة، ويعادل تكلفة الأموال الخاصة.

ويمكن تمثيل معادلة هذا الاقتراح بالشكل التالي:

#### الشكل (2-8): العلاقة بين متغيرات الاقتراح الثاني لمودجلياني وميلر في غياب الضريبة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 137.

يشير هذا الشكل إلى أنه بعد بلوغ نسبة محددة من الافتراض تبدأ مخاطر عدم القدرة على التسديد في الظهور وهو ما سيؤدي إلى زيادة في معدل العائد المطلوب على القروض بعدما كان ثابتاً قبل هذه النقطة، في مقابل انخفاض نسبة زيادة معدل العائد المطلوب على الملكية وهذا راجع إلى انتقال جزء من مخاطر الأعمال (التي كان يتحملها حملة الأسهم لوحدهم) إلى المقرضين وهذا على نحو تبقى فيه تكلفة الأموال ثابتة دون تغير.

<sup>1</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 204.

<sup>2</sup> Franco Modigliani, Merton Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, Op-Cit, p271.

### 3.2.2 انتقادات فروض مودجلياني وميلر

لعل أهم قصور فيما افترضه يكمن في ضرورة توفر فرضية كمال السوق والذي يتوقع أن تؤدي فيه عملية المراجعة دورها، وإلا فمن المتوقع أن تقشل في إعادة التوازن لسوق رأس المال وهذا للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- الافتراض القائل بأن الأفراد والشركات يمكنهم الإقراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة هو افتراض غير صحيح من الناحية العملية، لأن حجم وأصول الشركات تجعل لديها قدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد؛
- ليس من الصحيح أن الرفع المالي الشخصي هو بديل للرفع المالي للمنشأة، فوجود مسؤولية محدودة للشركات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كلا من الشركات والأفراد في مواضع مختلفة داخل السوق المالي، فإذا اقتربت الشركة المقترضة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثروتهم المستثمرة في الشركة؛ أما إذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فإنه في حالة تعرضه للإفلاس فقد يفقد استثماراته في الشركة ويمتد ذلك ليشمل جزءا من ثروته الشخصية، وهو ما يعني أن المستثمر في ظل عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر؛
- افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات (تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية) افتراض غير واقعي فإذا تحمل المستثمر هذه التكاليف أثناء قيامه بهذه العمليات فقد يزيل ذلك أي مزايا ناجمة عن عملية المراجعة؛
- عدم وجود أي نوع من الضرائب هو الآخر افتراض غير واقعي.

### المطلب الثاني: تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة في ظل فرضيات الكفاءة الاقتصادية للسوق

بعدما تم التطرق إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي وذلك في ظل فرضيات السوق ذو الكفاءة التامة، إذ تعد تلك الفرضيات نظرية غير قابلة للتحقق، حيث يتم إسقاطها والتسليم فقط بافتراض الرشادة، وبالتالي الاحتفاظ بهذا الفرض، يعني أننا بصدد الكفاءة الاقتصادية؛ لكون الواقع لا يخلو من وجود ضرائب وتكاليف الصفقات والمعلومة وتكلفة الإفلاس وتضارب المصالح المؤدي إلى تكاليف الوكالة، والتي من شأنها أن تؤثر على اختيار الهيكل المالي وعلى قيمة المؤسسة، وهذا ما جعل نظريات تتدارك نقائصها بخصوص وجود هذه العناصر وبأخرى إلى الظهور لتفسير الهيكل المالي. سيتم التعرض من خلال هذا المطلب إلى هذه النظريات في ظل سوق يتميز بالكفاءة الاقتصادية، مع اتباع نفس التقسيم المعتمد في المطلب السابق، لملاحظة التغيرات التي طرأت على النظريات ومدى تمسكها بوجهة نظرها، فيما يتعلق بوجود هيكل مالي أمثل من عدمه.

#### 1. التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل

يسلم أصحاب هذا التيار بفكرة وجود هيكل مالي أمثل تصل عنده قيمة المؤسسة إلى أقصاها وتكون عنده تكلفة رأس المال عند أدنى مستوى لها ويتضمن هذا التيار ثلاث نظريات، منها المتمسكة بوجهة نظرها وأخرى تعترف في ظل وجود الضرائب على الأرباح بهذه الفكرة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 346-347.

### 1.1 نظرية مودجلياني وميلر في ظل وجود الضريبة

بعد نشر مودجلياني وميلر أطروحتهما الشهيرة سنة 1958 والتي أكدا من خلالها أنه ليس هناك علاقة بين قيمة المؤسسة والهيكل المالي، تعرضا لانتقادات كثيرة خاصة بعدم واقعية الافتراضات التي قامت عليها أطروحتهما أهمها توافر شروط السوق التام، عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسة وعلى دخل المستثمر، وكرد فعل لذلك قام مودجلياني وميلر سنة 1963 بنشر مقالة تصحيحية أسقطا فيها افتراض عدم وجود ضرائب على أرباح الشركات.<sup>1</sup>

النتيجة التي توصل إليها كل من مودجلياني وميلر كانت كالتالي: الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات يقود إلى تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة، فمن بين الميزات التي تتحها الاستدانة أنها تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح، ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية.<sup>2</sup>

ومن هذا المنطلق لا يرفض مودجلياني وميلر الادعاء بأنه في حالة وجود الضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط.<sup>3</sup>

$$V_B = V_A + V_{AEI} \quad \text{أي أن:}$$

حيث:

$V_B$ : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة؛  
 $V_A$ : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة؛  
 $V_{AEI}$ : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين.

ويمكن الحصول على القيمة الحالية للوفورات الضريبية من خلال العلاقة التالية:<sup>4</sup>

القيمة الحالية للوفورات الضريبية = قيمة الديون \* معدل الفائدة \* معدل الضريبة / معدل الخصم.

كما يمكن توضيح ذلك من خلال المنحنيات البيانية في الشكل التالي:

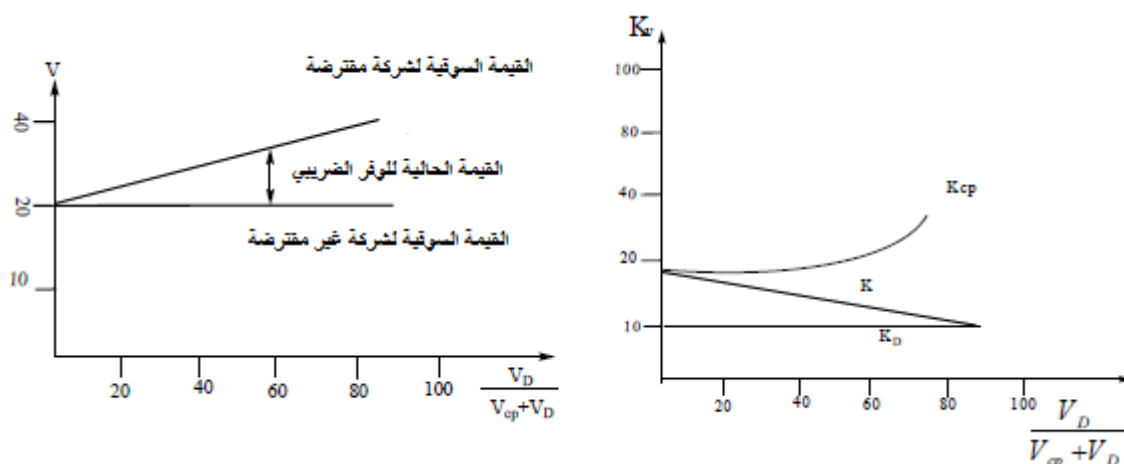
<sup>1</sup> See : Franco Modigliani, Merton Miller, **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**, American Review, vol 53, 1963, pp 433-443.

<sup>2</sup> **Idem**, p 434.

<sup>3</sup> عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص111.

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص812.

### الشكل (2-9): أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للشركة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص164.

ومن الملاحظ أن الوفرات الضريبية لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة على تحقيق الربحية الكافية، وحسب هذا المنطق فإن هيكل المالي الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الاستدانة أكبر ما يمكن، ومنه وفي ظل وجود الضريبة على الأرباح فإنه يتوجب على المؤسسة تعظيم حجم الديون في هيكلها المالي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب الملحقة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة.<sup>1</sup>

فرض مودجلياني وميلر في هذا المدخل وجود نقيض واحد من نقائص السوق ذات الكفاءة التامة وهو وجود الضرائب، وخلص إلى أن استخدام القروض يتولد عنه وفورات ضريبية، وهي العامل الوحيد الذي من شأنه التأثير على قيمة المؤسسة لكن في حقيقة الأمر قد يترتب على الاستدانة عواقب وخيمة تتجسد في تكلفة الإفلاس.

## 2.1 نظرية التوازن la théorie de la trade off

تفترض هذه النظرية وجود معدل تمويل أمثل (نسبة مستهدفة) للاستدانة ينشأ نتيجة لمحصلة التوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفرات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة،<sup>2</sup> وقد عرفت هذه النظرية مرحلتين حيث تم الأخذ في المرحلة الأولى محصلة التوازن بين الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس أما في المرحلة الثانية فقد تم إدخال تكلفة الوكالة على النموذج السابق.

### 1.2.1 تكلفة الإفلاس

لقد استبعد مودجلياني وميلر من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستدانة، وعلى إثر المقال التصحيحي لهما المتعلق بإيضاح الأثر الضريبي للفوائد على قيمة المؤسسة قام العديد من الباحثين بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاستدانة.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص407.

<sup>2</sup> Jean wet, Determining the optimal capital structure a practical contemporary approach, Meditari accountancy research, Vol 14, N2, 2006, p4.

## ❖ مضمون تكلفة الاستدانة

تواجه المؤسسة خطر الإفلاس كلما ظهرت القروض كأحد البنود المكونة لهيكلها المالي، وخاصة في الحالات التي تكون المؤسسة عاجزة عن أداء مستحققاتها المالية في أجالها، الأمر الذي ينجم عنه تكاليف إضافية تدعي بتكاليف الإفلاس، وتعرف تكلفة الإفلاس على أنها عدم قدرة المؤسسة على دفع التزاماتها المالية في آجال استحقاقه.<sup>1</sup>

هذه المخاطر (الإفلاس) لا تتعرض لها مؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل أصولها، حيث أنها لا تلتزم اتجاه المساهمين برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها، كما أنها لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباح ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية.

وتتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس سواء كانت مباشرة (مختلف المصاريف كأتعاب المحامين، تعويضات تسريح العمال، مصاريف إدارية،...) أو غير مباشرة (عدم إمكانية الحصول على تمويلات، تخفيض قروض الموردين،...)<sup>2</sup>.

## ❖ تأثير تكلفة الإفلاس

يدرك الدائنون جيدا أنهم قد يكونون عرضة لتحمل جزء من تكاليف الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحققاتهم المالية (حقوقهم)، ولحماية أنفسهم من هذه المخاطر فإنهم يقومون منذ البداية بنقلها إلى المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع معدل الفائدة على الديون (القروض)، بالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال تعرض المؤسسة للإفلاس. إن قيام الدائنين بنقل تكاليف الإفلاس إلى المساهمين أي أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس، وطالما أن المساهمين لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل مردودية أعلى لتعويضهم عنها؛ وهذا يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ومعدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة).<sup>3</sup>

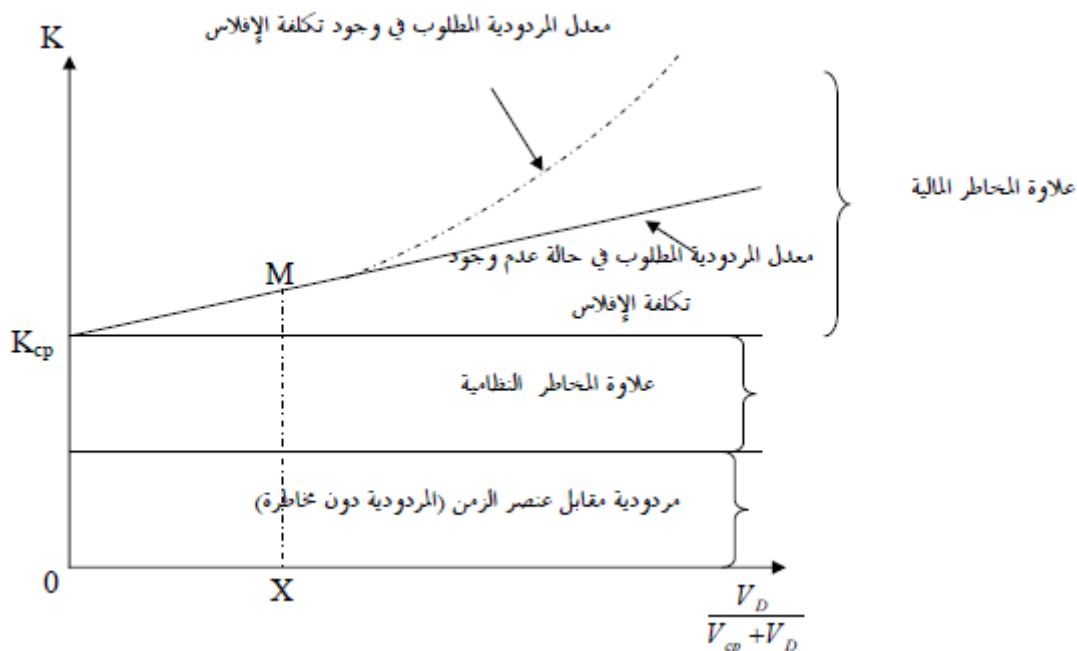
يمكن من خلال الشكل الموالي تبيان تأثير الإفلاس على تكلفة الأموال مع افتراض عدم وجود ضرائب وهذا الفرض الأخير لغرض التبسيط وتبيان أثر الإفلاس جيدا.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص241.

<sup>2</sup> Pierre vernimmen, Op-Cit, 2005, p644.

<sup>3</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص814.

**الشكل (2-10): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين معدل المردودية التي يطلبها المساهمون**



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص174.

يتضح من خلال الشكل أنه في حالة اعتماد المؤسسة كلياً على الأموال الخاصة في تمويل أصولها الاقتصادية فإن معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة  $K_{cp}$ ) يكفي لتعويضهم عن عنصر الزمن (تأجيل الاستهلاك) ومخاطر الاستثمار (النشاط)، أما في حالة اللجوء إلى الاستدانة لتمويل جزء من الأصول فإن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع كل زيادة في نسبة الاستدانة بالهيكل المالي بسبب ارتفاع المخاطر المالية وذلك في علاقة خطية إلى غاية النسبة  $X$ .

أما إذا تخطت نسبة الاستدانة النقطة  $X$  وهي النقطة التي تبدأ فيها مخاطر الإفلاس بالظهور سوف يقوم الدائنون بنقل هذه المخاطر إلى المساهمين (رفع معدلات الفائدة على الديون) مما يؤدي إلى ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين بمعدل أعلى من الزيادة في نسبة الاستدانة.

❖ **تأثير كل من تكلفة الإفلاس والضرائب على قيمة المنشأة**

تشير نتائج التحليل السابق أن الزيادة في الرفع المالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، ومنه تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛ وذلك راجع إلى تخفيض التكلفة الفعلية للاستدانة بسبب الاقتصاد في الضريبة، وهذا كله في حدود معينة، لكن عند تجاوز نسبة من الرفع المالي تظهر تكلفة الإفلاس مما يعطي الاعتماد على الاستدانة خاصيتين متضادتين إحداهما تخفض في تكلفة رأس المال والأخرى ترفع منها؛<sup>1</sup> وتعرف عملية الموازنة بين مزايا وتكاليف التمويل بالديون بنظرية التوازن للهيكل المالي

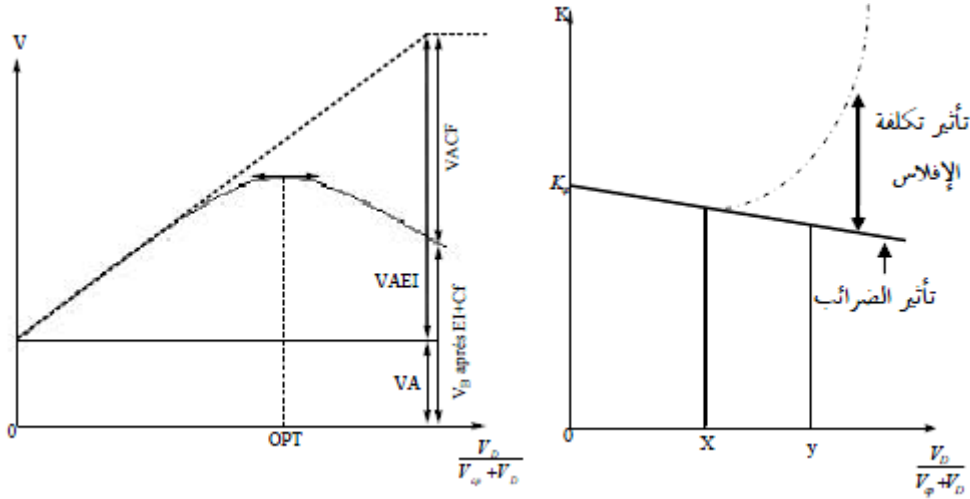
<sup>2</sup>.La théorie de trade off

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص174.

<sup>2</sup> Mayers.S.C, **The capital structure puzzle**, Journal of finance, vol 34, 1984, p577.

ولتوضيح ذلك نستعين بالشكل الآتي:

### الشكل (2-11): تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأس المال وعلى قيمة المؤسسة في حالة وجود الضرائب



المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 417-418.

يتضح من خلال الشكل أنه عند عدم وجود رفع مالي فإن تكلفة رأس المال هي تكلفة الأموال الخاصة، وعند البدء في الرفع المالي تبدأ تكلفة رأس المال في الانخفاض؛ بسبب ما تحققه الاستدانة من اقتصاد في الضريبة، حيث لا توجد تكلفة الإفلاس قبل النقطة ذات الفاصلة  $x$ ، بعد تجاوز هذه النقطة تظهر تكلفة الإفلاس بسبب زيادة الاستدانة مما يجعل تكلفة الأموال في انخفاض، ولكن بمعدلات أقل، يعود ذلك إلى أن اقتصاد في الضريبة يفوق تكلفة الإفلاس حتى بلوغ النقطة ذات الفاصلة  $y$ ، وبعد هذه النقطة تبدأ تكلفة رأس المال في الزيادة بسبب تجاوز تكلفة الإفلاس قيمة اقتصاد في الضريبة، وعليه يمكن القول بأن النقطة ذات الفاصلة  $y$  هي النسبة المثلى لتحقيق أدنى تكلفة لرأس المال.

أما عن قيمة المؤسسة فيتبين أنها في زيادة بسبب اقتصاد في الضريبة، والتي تفوق تكلفة الإفلاس (قبل  $y$ ) إلى أن تصل إلى قيمتها القصوى عند  $y$ ، والتي تمثل الحد الأدنى لتكلفة رأس المال، بعد تجاوز هذه النقطة تبدأ قيمة المؤسسة في التدهور بسبب تكلفة الإفلاس التي فاقت قيمتها قيمة الاقتصاد في الضريبة.

لو لم يتم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس، يكمن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة وغير المقترضة في القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وهي النتيجة التي توصل إليها مودجلياني وميلر، لكن عند أخذها بعين الاعتبار يكون الفرق بين القيمتين يتمثل في القيمة الحالية للوفرات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والذي نعبر عنه بالمعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$V_B = V_A + VAEI - VACF$$

حيث:

VACF: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

<sup>1</sup> Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, Op-Cit, p15.

### 2.2.1 نظرية تكلفة الوكالة

أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها (الملاك؛ المسيرين؛ المقرضين)، مما سينعكس حتماً على تشكيل الهيكل المالي،<sup>1</sup> ولقد جاءت نظرية الوكالة لترسي قواعد التعاقد المثلى، والتي تضمن حل الصراعات بين مختلف الأطراف الناشطة في المؤسسة.

وتنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي إنما تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك، دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعتهم، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدراً للتناقض، الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية.<sup>2</sup>

وتنعكس تكاليف الوكالة على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقرضين، ففي حال استعمال أموال الملكية في تمويل الاستثمار قد تخلق حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل (الملاك) والوكيل (المسير) درجة قصوى من تكلفة الوكالة، ففي ظل استحواذ الوكيل على كافة المعلومات عن المؤسسة وعدم قدرة الموكل على مراقبة هذا الأخير، هذا الظرف حتماً سينعكس سلباً على قيمة المؤسسة.

ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك،<sup>3</sup> الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة في المؤسسة، خاصة في ظل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المؤسسة.

وتزداد تكلفة الوكالة بسعي كل طرف في المؤسسة وراء تعظيم مصالحه الشخصية دون مراعاة لباقي الأطراف الأخرى في المؤسسة، وقد أبرز كل من Jensen & Mekling أن تكاليف الوكالة تتمثل في تكاليف الرقابة للتأكد ومتابعة أداء الوكيل من طرف الموكل، وكذلك تكاليف الالتزام لتبرير القرارات المتخذة من طرف الوكيل، وتعبر التكاليف المتبقية عن تكاليف الفرص البديلة.

ويمكن توضيح العلاقة التي تربط الهيكل المالي بتكلفة الوكالة من خلال الشكل الموالي:

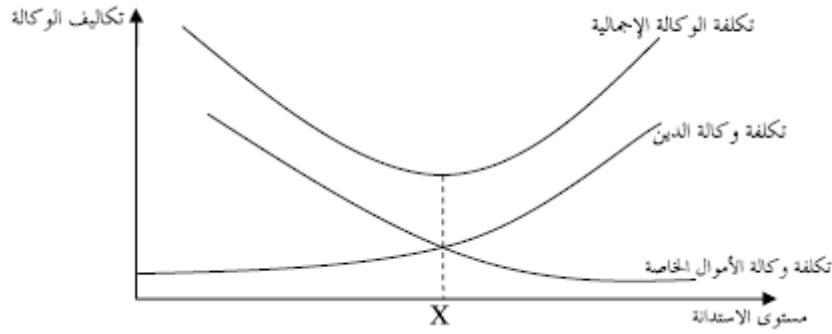
<sup>1</sup> Michael Jensen, William Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of financial economics, October 1976, Vol 3, No. 4, pp 305-360.

<sup>2</sup> Stephen ROSS, The economic theory of agency : the principal's problem, American economic association, Vol. 63, No. 2, MAY. 1973, pp. 134-139.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 653.



### الشكل (2-12): الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية تكلفة الوكالة



Source : Ziane Ydriss, *La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises : une étude sur données de Panel*, Modem, Université Paris X Nanterre, p7, <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf>, consulté le 4/04/2013.

يتضح من خلال الشكل أن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي تؤدي من جهة إلى انخفاض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية ومن جهة أخرى إلى ارتفاع تكاليف الوكالة للديون، من ثم يمكن الوصول إلى نسبة الاستدانة المثلى للهيكل المالي حينما يصل مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو لحقوق الملكية إلى أدنى حد لها (عند النقطة X).

تتمثل خصوصية نظرية الوكالة في رفضها لفرضية تطابق المصالح بين أطراف المؤسسة (مساهمين، مسيرين، مقرضين) ومحاولة إيجاد خصائص العقود المثلى بين هذه الأطراف المتناقضة وذلك عن طريق قرارات مالية مناسبة، فالهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية هو نتاج المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تسمح بحل التعارض في المصالح (تخفيض تكاليف الوكالة).

إلا أن أهم ما يعاب على هذه النظرية إهمالها لتأثير الوفورات الضريبية وتكاليف الإفلاس الناجمة عن الاستدانة عند تحديد الهيكل المالي الأمثل، لذلك الأخذ بعين الاعتبار للوفورات الضريبية إلى جانب تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس مَهَّد إلى ظهور صورة أخرى لنظرية التوازن (معدل التمويل الأمثل) بين مزايا وتكاليف التمويل بالديون.<sup>1</sup>

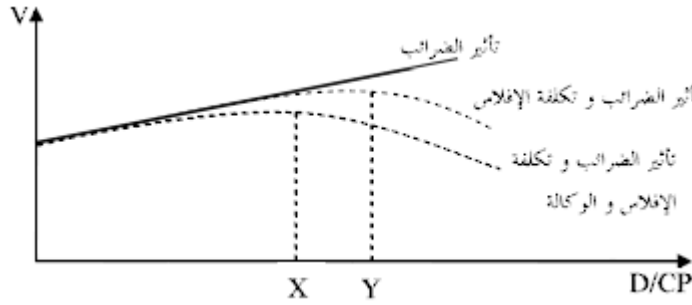
#### 3.2.1 نظرية التوازن بالمفهوم الواسع

سمحت هذه النظرية التي طرحها Myers سنة 1984 بإدخال تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس والذي من شأنه أن يؤثر على النسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة وبالتالي على مكونات الهيكل المالي الأمثل، أي أنه سترتب على ظهور تكلفة الوكالة، تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي<sup>2</sup> وهو ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>1</sup> Idem, p7.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص182.

الشكل (2-13): تأثير تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب وتكلفة الإفلاس



المصدر: نفس المرجع، ص182.

يتضح من الشكل أعلاه، أن هناك ثلاث منحنيات لقيمة المؤسسة ولمستويات مختلفة، فكلما تضمن الهيكل المالي للمؤسسة تكلفة جديدة، كلما انحدر منحني القيمة إلى الأسفل، وهذا ما يدل على العلاقة العكسية بين قيمة المؤسسة والتكاليف التي يتضمنها الهيكل المالي، حيث نلاحظ انخفاض النسبة المثلى للاستدانة على الأموال الخاصة من النقطة Y التي تصل عندها قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس إلى حدها الأقصى إلى النقطة X، باعتبار أن النقطة X هي تلك التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة مع مجموع تكلفتي الإفلاس والوكالة، وقبل أن تبلغ النسبة D/CP هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس.

تقضي نظرية التوازن بمفهومها الواسع بأن نسبة الاستدانة المثلى التي تشكل الهيكل المالي الأمثل، تسمح بالموازنة أو المراجعة بين مزايا وحدة إضافية الدين، المتمثلة في الوفورات الضريبية الناجمة عن خصم مصاريف الفوائد وتخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة وعبوبها المتمثلة في تكاليف الإفلاس وارتفاع تكاليف وكالة الديون المالية؛<sup>1</sup> أو بعبارة أخرى أن القرار المحدد للنسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه كل من تكلفتي الإفلاس والوكالة. لتصبح القيمة السوقية للمؤسسة معبر عنها بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$V_B = V_A + VAEI - VACF - VACA$$

حيث:

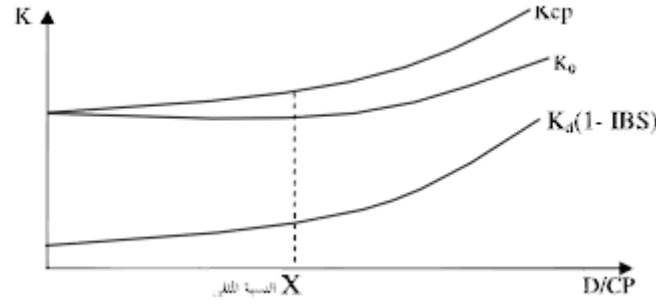
VACA: القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

كما يمكن الربط بين القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال في ظل نظرية التوازن كما في الشكل التالي:

<sup>1</sup> Francisco Sogorb-mira et José Lopez-Gracia, **Pecking order versus trade-off : An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure**, édition junio, 2003, p4. Disponible sur <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf>, consulté le 13/04/1013.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص182.

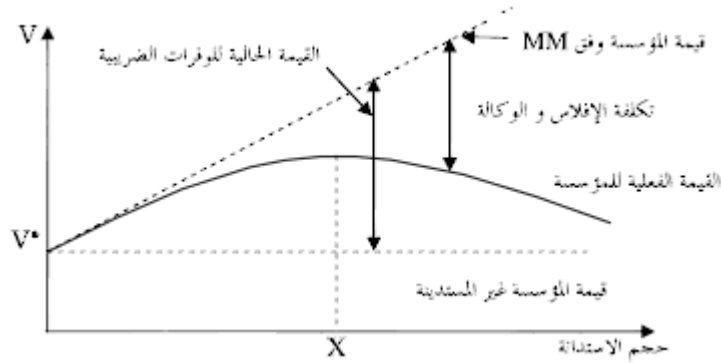
الشكل (2-14): العلاقة بين تكاليف التمويل ونسبة الأموال المقترضة



المصدر: نفس المرجع، ص221.

يتضح من الشكل أعلاه، أن تكلفة الأموال الخاصة  $K_{CP}$  ترتفع وذلك للتعويض عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرض لها المساهمون نتيجة الاستدانة، كما ترتفع تكلفة الاستدانة  $K_d(1-IBS)$  للتعويض عن تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. ولما كانت الاستدانة رخيصة نسبياً، فإن زيادة نسبة  $D/CP$  إلى حد معين، يترتب عليه انخفاض في تكلفة رأس المال  $K_0$  ويستمر الحال إلى النقطة التي تتساوى فيها تكلفة الإفلاس والوكالة مجتمعة مع القيمة الحالية للوفرات الضريبية أي عند النقطة  $X$ ، عندها تكون تكلفة رأس المال قد وصلت إلى حدها الأدنى والقيمة السوقية للمؤسسة إلى حدها الأقصى<sup>1</sup>، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل (2-15): القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية التوازن



المصدر: نفس المرجع، ص219.

حيث نلاحظ من الشكل أعلاه، أنه إذا ما ذهبنا المؤسسة إلى أبعد من النقطة  $X$ ، سوف ترتفع تكلفتنا الإفلاس والوكالة لتزيد عن الوفرات الضريبية، مما يترتب عليه ارتفاع في تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

إذا ما يؤخذ على هذه النظرية، أنها لا تشير إلى المستوى الحقيقي الأمثل للهيكل المالي، فالأمثلية موجودة لكن لا يمكن تعميمها<sup>2</sup> وذلك لصعوبة الصياغة الكمية الدقيقة للعوائد والتكاليف المصاحبة للاستدانة<sup>3</sup>، التي تمكن من إحداث التوازن الذي يصل بالقيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد لها؛ كما أن هذا الهيكل المالي الأمثل يتغير عبر الزمن مع التغير الذي يطرأ على ظروف المؤسسة (أي حساسيتها إلى

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص220.

<sup>2</sup> Alain Burland, Annaik Guvvarch et Arnaud Thauvron, Op-Cit, p196.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص222.

مختلف تكاليف ومزايا الاستدانة)<sup>1</sup> وعلى سوق رأس المال، مما يضيف عليه صفة الديناميكية، فالمؤسسة التي تنتمي لفئة مخاطر عالية ينبغي عليها أن تخفض من نسبة الاستدانة، لكون التقلب الكبير في العائد يحمل في طياته احتمال أكبر للتعرض لمخاطر الإفلاس، وبالتالي قد لا تذهب تلك المؤسسة بعيدا بنسبة الاستدانة، وقد تميل إلى التوقف عن الاستدانة قبل أن تصل إلى النقطة التي تتعادل فيها قيمة الوفرات الضريبية مع تكلفة الإفلاس والوكالة.<sup>2</sup>

كما أن المؤسسات المنتمية إلى قطاعات الأنشطة التي تستخدم أصول مادية هامة مثل الصناعة، تكون أكثر استدانة من المؤسسات التي تعتمد على أصول غير مادية كمؤسسات الخدمات والتكنولوجيا، ويعود ذلك إلى أن مؤسسات النوع الثاني عادة ما ينتهي إفلاسها بحصيلة ضئيلة من أموال التصفية وهذا يعني ارتفاع تكلفة الإفلاس والوكالة، أي أن قيمة الوفرات الضريبية سوف تتعادل مع تكلفة الإفلاس والوكالة عند مستوى استدانة منخفض نسبيا؛ وفيما يخص الضريبة، فالمؤسسات التي تتمتع بمستوى عالي من الربحية وتخضع لمعدل ضريبة مرتفع، قد يكون من صالحها التوسع في الاقتراض وذلك مقارنة بمؤسسة مماثلة تخضع لمعدل ضريبة منخفض، ويعود ذلك إلى أن الخضوع لمعدل ضريبة مرتفع، يعني ارتفاع حجم الوفرات الضريبية وهو ما قد يكفي لتغطية مستوى عالٍ من تكلفة الإفلاس والوكالة.

## 2. التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

يرى أصحاب هذا التيار أن فكرة الهيكل المالي الأمثل هي فكرة غير مقبولة ولا وجود لها، ويندرج ضمنه ما يسمى بالنظرية الحديثة للمشروع التي ظهرت في منتصف السبعينات على إثر الانتقادات الموجهة للنظريات السابقة وتتضمن نظريتين.

### 1.2 نظرية الإشارة

بالموازاة مع عدم تماثل المعلومات التي تميز الأسواق المالية، فإن المعلومات التي يتم نشرها من قبل المؤسسة لا تكون بالضرورة حقيقية وصادقة، فهذه النظرية تؤكد على أن مدراء المؤسسة الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات (Signals) خاصة وفعالة، تميزها عن غيرها من المؤسسات ذات الأداء الأقل، وما يميز هذه الإشارات الصعوبة في تقليدها من المؤسسات ذات الأداء الضعيف.<sup>3</sup>

ويمكن القول أن المعلومات الخاصة بالمؤسسة قد لا تكون متوفرة لدى الجميع، وهذا استنادا إلى نظرية عدم تماثل المعلومات، إذ يكون المسيرين على علم أفضل بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة كما يمكنهم تهيئة معلومات لا يدركها المستثمرون والتي يعملون من خلالها على توجيه المستثمرين نحو التفاوض بتحسين التدفقات المستقبلية للمؤسسة أو تقليل المخاطر، الأمر الذي يسمح بخلق قيمة لهم، ولكن في كثير من الأحيان لا يتم فهمها بنفس الطريقة وإن كانت متوفرة ومنشورة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Waelheyns Nico, Cynthia Van hulle, **Capital structure dynamics in private business groups**, 2009, p5, disponible sur :

<http://www.mbs.ac.uk/research/accountingfinance/documents/Capitalstructuredynamicsinprivatebusinessgroups.pdf>, consulté le 13/04/2013.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص223.

<sup>3</sup> Rifki Samira et Abdessadeq Sadq; **Op.cit**, p18.

<sup>4</sup> شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، 2010، ص144.

وتكون هذه الإشارة إما كوصف لتكلفة رأس المال، توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة، لكن الإشكال يبقى في مدى صدق هذه الإشارات.<sup>1</sup>

فجوهر النظرية يقوم على توفر معلومات للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة، وقيمة مشاريعها، وخاصة فيما يتعلق بجانب تكوين هيكلها المالي (الدين، الأسهم)، فحسب Ross<sup>2</sup> (1977) مستوى المديونية إنما تمثل إشارة تعكس حالة المؤسسة، فهي بذلك إنما ترسل إشارات إلى السوق تعكس التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة؛ وبذلك فهي تحاول التعبير عن المؤسسة من خلال الهيكل المالي، فغالبا ما يكون اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل استثماراتها كإشارة على أن التوقعات الخاصة بمستقبل المؤسسة تكون سلبية، وهذا لتقلص سعر السهم وبالتالي التأثير على قيمتها السوقية.<sup>3</sup> خاصة عند توفر البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وباعتبار أن المستثمر يسعى دائما للبحث عن الإشارات التي تنعكس عليه بعائد مغري، أو تقلص من درجة المخاطرة،<sup>4</sup> فالإدارة بهذا التصرف إنما تهدف إلى مشاركة الخسائر مع المستثمرين الجدد، مما يحدث انخفاضا في أسهمها، وعلى العكس من ذلك في ظل التوقعات المباشرة بشأن مستقبل المؤسسة، فهذه الأخيرة إنما تعمل على تجنب إصدار أسهم جديدة، وتعمل على الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي لها.<sup>5</sup>

## 2.2 نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

وتسمى بنظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (نظرية التمويل التسلسلي) وتعتبر من بين أهم النظريات الحديثة المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة ظهرت منتصف الثمانينات، وتفترض وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل.

كان الميلاد الحقيقي للنظرية على يد Donaldson سنة 1961<sup>6</sup> حيث أجرى 172 دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الأمريكية، وتتلخص أبعاد هذه النظرية فيما يلي:<sup>7</sup>

- المؤسسات تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي (الذاتي)، المتمثل في الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك؛
- تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح الموزعة، أن تكون الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك كافية (في الظروف العادية) لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة؛
- تتبع المؤسسات سياسات توزيع ثابتة للأرباح، بغية تجنب التغيرات المفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على إنقاص في قيمة الأرباح الموزعة؛

<sup>1</sup> Paul Asquith and David Mullins, **Signalling with dividends : Stock repurchases, and equity**, Issues-financial management, Vol. 15, No. 3, 1986, pp 27-44.

<sup>2</sup> Stephen Ross, **The determination of financial structure : The incentive-signalling approach**, The Bell journal of economics, Vol. 8, No. 1, 1977, pp 23-40.

<sup>3</sup> Paul Asquith and David Mullins, **Op-Cit**, p 41.

<sup>4</sup> عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010، ص320.

<sup>5</sup> عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمقلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مرجع سبق ذكره، ص113.

<sup>6</sup> Bede Joing et Patrick Verwijmeren, **To have a traget debt ratio or not : What difference does it make ? applied financial economics**, RSM Erasmus university, p2. Disponible sur : [http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1023581](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1023581) consulté le 03/04/2013.

<sup>7</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 301-302.

- إذا لم تكف حصيلة بيع الأوراق المالية إلى جانب التمويل الذاتي لمواجهة الاحتياجات المالية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى الاقتراض مباشرة أو إصدار سندات، ثم يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وفي النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

ومن خلال ما سبق ترى هذه النظرية أن السلم التمويلي للمؤسسات يكون كالآتي<sup>1</sup>:

- التمويل الذاتي؛
- الاقتراض (الاستدانة)؛
- في حالات استثنائية التمويل بالأسهم.

شهدت نظرية التمويل التسلسلي ثلاث نماذج من قبل مؤيديها، نستعرضهم باختصار فيما يلي:

### 1.2.2 نموذج 1984 Myers & Majluf

افترض Myers & Majluf أن مسيري المؤسسة يملكون معلومات ليست متاحة للغير (عدم تماثل المعلومات)، وأنهم يعملون وفقاً لمصلحة المساهمين؛ وأن مستقبل المؤسسة غير مبشر حينما يتوقع أن يسعى المسيريون لإصدار أسهم عادية جديدة قصد جلب المزيد من المستثمرين ليتحملوا جزءاً من الأثار السلبية المحتملة وبالتالي تخفيف العبء على الملاك، وبهذا سيبدو أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المستقبليين بأنه إشارة غير مباشرة.<sup>2</sup>

ومنه خلصوا إلى أنه إذا كان مسيري المؤسسة يعملوا وفقاً لمصلحة المساهمين فإنهم لن يقوموا بإصدار أسهم جديدة،<sup>3</sup> وبدل ذلك يستخدموا إصدار ديون خالية من الخطر لتمويل الاستثمار المقترح وبالتالي لا تنخفض أسعار الأسهم في السوق المالي.<sup>4</sup> وانتهى النموذج إلى أن المؤسسة تلجأ عند تمويل استثماراتها الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي)، ثم الديون الأقل مخاطرة وفي النهاية إصدار أسهم عادية.

### 2.2.2 نموذج Williamson

يفترض هذا النموذج أن أطراف التعاقد (المساهمين، المسيرين والمدينين) ذو رشادة محدودة في التفكير والحساب وأن الأطراف الأخرى التي ستتعاقد معها سيغيرون سلوكهم ليصب في مصلحتهم بعد إمضاء العقد.<sup>5</sup>

وإذا كان العقد متعلق بالتمويل فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله هي الفاصل في اختيار مصدر التمويل، فإذا كان الأصل الخاص المراد تمويله هو مشروع بحث وتطوير، فإنه سيلقى القبول من قبل المساهمين أكثر من المقرضين، كونه لا يولد مردودية منتظرة في المواعيد المقدرة،<sup>6</sup> وبالتالي سيمول عن طريق الرفع في رأس المال بإصدار أسهم جديدة لا يكون حجمها كبير.

وبالمقابل إذا كان الأصل المراد تمويله غير خاص، يكون الاقتراض مصدراً ملائماً لتمويله لأنه بسيط والعوائد المترتبة عنه تكون بشكل منتظم.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 250.

<sup>2</sup> Myers. S.C and Majluf. N.S, **Corporate financing and investement when frim's have informations that investors do not have**, Journal of financial economics, VOL. 13, 1984, pp187-221.

<sup>3</sup> عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 326.

<sup>4</sup> Myers. S.C, **The capital structure puzzle**, Op-Cit, pp 575-592.

<sup>5</sup> Ziane Ydriss, **Op-cit**, p 9.

<sup>6</sup> عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 326.

وبالتالي حسب Williamson<sup>1</sup> فإن درجة الخصوصية تظل العامل المحوري الذي يفسر أخيرا نمط التمويل.

### 3.2.2 نموذج Myers 1990

ضمن هذا النموذج يفترض Myers أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة،<sup>2</sup> وهذا من خلال زيادة الأموال الخاصة، وبالتالي يكون الرفع في رأس المال أفضل من الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي.

بالتالي ومن أجل الاستثمارات تفضل المؤسسة احتجاز الأرباح بدلا من اللجوء إلى الزيادة في رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، ومنه يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال. وعليه ترتب أولوية مصادر التمويل وفق نموذج Myers حسب التسلسل التالي: التمويل الذاتي، زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة.<sup>3</sup>

### المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

بعد أن تم عرض في الفصل الأول المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، و ذلك من خلال المفهوم، الأساسيات والعوامل المؤثرة فيها وكذا الأنواع والأشكال التي تكون عليها، سيتم تخصيص هذا المبحث لأهم النماذج و النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، يتم تناول في المطلب الأول إلى أهم النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة، أما المطلب الثاني إلى أهم النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل اختلال افتراضات السوق الكفاء.

### المطلب الأول: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل

تم تخصيص هذا المطلب لعرض ومناقشة بعض المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة، باعتبارها متغير بالغ الأهمية، وذلك تحت فرضية تحقيق افتراضات السوق الكفاء، أين تغيب كل من الضريبة، تكاليف الصفقات، تكلفة المعلومة وعدم تماثلها.

#### 1. سياسة التوزيع في ظل التأكد التام

تقوم النظريات التي تعمل في ظل التأكد التام على مجموعة من الأسس والتمثلة أساسا في توفر كل المعلومات للمؤسسة، هذا إلى جانب أن الاستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة ومحددة مسبقا ودون وجود مخاطرة، ومعدل المرودية المطلوب مساوٍ للمتوقع. وتتمثل أهم هذه النظريات في:

<sup>1</sup> Oliver Williamson, *Corporate finance and corporate governance*, The journal of finance, VOL 43 ,N 3, jul.1988 pp 567-591.

<sup>2</sup> عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص326.

<sup>3</sup> Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, *Op-Cit*, p 20.

### 1.1 نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودجلياني وميلر 1961

جاء مودجلياني وميلر من خلال مقالهما سنة 1961 ليؤكدوا دعمهما للنهج القائل بعدم تأثير قيمة السهم بسياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة إما من خلال التوزيع أو الاحتجاز، وذلك من خلال نظريتهما المسماة: عدم ملائمة التوزيعات Dividend Irrelevance Theory.<sup>1</sup>

يرى مودجلياني وميلر في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير حتماً بالقدرة الإيرادية للمؤسسة ووفقاً لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز.<sup>2</sup>

ولقد اعتمد كل من مودجلياني وميلر في تحليلهما على مجموعة من الافتراضات الأساسية والمتمثلة

في<sup>3</sup>:

- اعتبار المستثمر رشيد؛
- تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس مال كاملة، حيث يتصف فيه المستثمرون بالرشد التام، إضافة إلى إتاحة كافة المعلومات مع عدم وجود تكلفة للمعاملات، وعدم قدرة مستثمر واحد على التأثير في سعر الأسهم في السوق؛
- كما افترض عدم وجود ضرائب، أو أنها لا تختلف عنها في التوزيعات على الأرباح الرأسمالية؛
- إتباع المؤسسة لسياسة استثمارية تتميز بالثبات؛
- تكون المعلومات المتاحة عن مستقبل المؤسسة نفسها عند المستثمرين والإدارة؛
- وفي ظل عمل المؤسسة في ظروف التأكد التام، فإنه يمكن للمستثمرين التنبؤ بالتوزيعات والأسعار المستقبلية للأسهم، إضافة إلى وجود تكلفة تمويل واحدة ملائمة لكل المؤسسات في السوق، مع عدم وجود مخاطر.

وانطلاقاً من الفرض الأخير (افتراض أن المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام) فقد أكد كل من مودجلياني وميلر، أن القيمة السوقية للمؤسسة هي مستقلة في تغيراتها عن أي تصرفات تمارسها الإدارة المالية عند اتخاذها لقرارات توزيع الأرباح،<sup>4</sup> كون فكر مودجلياني وميلر يقوم على أن ثروة المساهمين قبل إجراء توزيعات تتمثل في القيمة السوقية للأسهم العادية، والتي تعكس الأرباح التي تحققت خلال الفترة، فإذا ما قررت المؤسسة توزيع جزء من تلك الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم بعد الإعلان عن إجراء توزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم، أي أن سياسة التوزيع لا تمثل شيء بالنسبة لحامل السهم، فإذا ما أجريت توزيعات فسوف تزيد ثروته بمقدار هذه التوزيعات، وتنخفض إذا لم تجري أي توزيعات، وبالتالي المؤسسة تختار سياسة التوزيع التي تناسبها،

<sup>1</sup> See : Franco Modigliani, Merton Miller, **Dividend policy, growth, and the valuation of shares**, The journal of business, Vol. 34, No. 4. Oct. 1961, pp 411-433.

<sup>2</sup> محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

<sup>3</sup> عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والحوافد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 1، 2003، ص 44.

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 917.



دون أن تشغل نفسها بمدى جاذبية هذه السياسة لحملة الأسهم. وبالتالي فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على تحقيق الأرباح.<sup>1</sup>

ومن أجل إثبات وجهة نظر موجلياني وميلر رياضيا، فإنهما يفترضان أن الهيكل المالي للمؤسسة يتكون فقط من الأموال الخاصة في التمويل، إذا قررت المؤسسة دفع توزيعات لا بد من التمويل بالرفع في رأس المال، ومن ثمة تصبح المعادلة مكونة من الموارد والاستخدامات كالآتي:<sup>2</sup>

$$N \cdot DPA = \Delta N \cdot P_1$$

حيث:

N: عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛  
P<sub>1</sub>: سعر السهم بعد دفع التوزيعات.

بما أننا في حالة التأكد المطلق، والأرباح ثابتة، وبنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال الخاصة ما يلي:

$$N \cdot P_0 = (N + \Delta N) \cdot P_1$$

نلاحظ أن سعر السهم السوقي تغير

$$\begin{aligned} N \cdot P_0 &= N \cdot P_1 + \Delta N \cdot P_1 \Rightarrow N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + N \cdot DPA \\ \Rightarrow N(P_0 - P_1) &= N \cdot DPA \Rightarrow P_0 - P_1 = DPA \end{aligned}$$

ونلاحظ من المعادلة الأخيرة، أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأي زيادة/تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض/زيادة في القيمة السوقية للأموال الخاصة بنفس المقدار.

## 2.1 نظرية 1989 VAN HORNE

قدم فان هورن (VAN HORNE)، نموذجا يؤكد فيه على أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة السهم في بداية الفترة، وتساوي القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عنه خلال الفترة، وتتمثل هذه التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في بداية الفترة. والمعادلة التالية توضح ذلك كما يلي:

$$P_0 = (DPA + P_1) / (K + 1)$$

حيث:

K: معدل الاستحداث أو معدل المردودية المطلوب.

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N\* سهم، فإن المعادلة تصبح ما يلي:

$$P_0 = (N \cdot DPA + (N + N^*) P_1 - N^* \cdot P_1) / (K + 1)$$

<sup>1</sup> أحمد البدوي محمد، محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 12، أبريل 2008، ص31.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص639.

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

$$R_{net} + N^* \cdot P_1 = I + N \cdot DPA$$

حيث:

$R_{net}$ : تمثل النتيجة الصافية؛  $DPA$ : الأرباح المحققة؛  $I$ : الاستثمارات.

وعليه فإن:

$$N^* \cdot P_1 = DPA \cdot N + I - R_{net}$$

بالتعويض في المعادلة السابقة نجد:

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

$$NP_0 = (N^* + N) P_1 + R_{net} - I / (1 + K)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة مطروحا منها الاستثمارات التي نفذت خلال الفترة.

بالنظر للمعادلة الأخيرة نلاحظ أن لا وجود للتوزيعات في هذه المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، وهي دالة تابعة إلى النتيجة المحققة والاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة.

### 3.1 نظرية 1962 Gordon

يختلف فكر جوردن اختلافا جوهريا عن فكر مودجلياني وميلر وكذا فان هورن إذ يعتقد أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وقبل أن نتناول الإثبات الرياضي لوجهة النظر هذه يجب أن نعرض الفرضيات التي قامت عليها النظرية، وتتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها؛
- معدل المردودية المتوقع على استثمارات المؤسسة ثابت  $K^*$ ؛
- معدل المردودية المطلوب على الاستثمارات ثابت  $K$ ؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة؛
- معدل نمو المؤسسة ثابت  $g$  يساوي نسبة الأرباح المحتجزة  $TNDIV$  مضروبا في معدل المردودية المتوقع؛
- معدل المردودية المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو؛
- نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية الثابتة لا تتغير  $DIV$ .

<sup>1</sup> John Stowe et autres, *Analysis of equity investments: Valuation*, United book press, USA, 2002, P.60.

انطلق برهان جوردن لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالاتي<sup>1</sup>:

$$V_0 = \text{DIV}_1 / (K - g)$$

بما أن التوزيعات تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروباً في  $(1 - T_{\text{NDIV}})$ ، ومنه القيمة تساوي:

$$V_0 = R^* (1 - T_{\text{NDIV}}) / (K - g)$$

بتعويض  $g = (1 - T_{\text{NDIV}} \cdot K^*)$  في المعادلة السابقة نجد:

$$V_0 = R^* (1 - T_{\text{NDIV}}) / (K - K^* \cdot T_{\text{NDIV}})$$

بما أن  $k = k^*$  يمكن تبسيط المعادلة لتصبح:

$$V_0 = R^* / K$$

بما أن TNDIV هو المتغير الذي يعكس سياسة التوزيع لم يظهر في المعادلة الأخيرة فهذا يعني أن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على قيمة المؤسسة (في حالة  $k = k^*$ ). والمتغيرات التي ظهرت هي  $R^*$  و  $K$  اللذان يعبران عن ربحية السهم والمخاطر التي يتعرض لها هذا الأخير، بعبارة أخرى القيمة السوقية للسهم هي محصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرارات التمويل. أما إذا كان  $k > k^*$  فإن  $V_0$  سوف تنخفض مع زيادة في الأرباح المحتجزة TNDIV أي تنخفض مع زيادة في المقدار  $(1 - T_{\text{NDIV}})$ .

أما في حالة  $k < k^*$  فإن  $V_0$  سوف ترتفع مع الزيادة في الأرباح المحتجزة TNDIV.

## 2. سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد

لقد تم التطرق إلى كل من دراسة (Vanhorne، Gordon، M&M) في ظل التأكد التام، وذلك بتناول أهم النتائج التي تم التوصل إليها، ولكن الواقع غير ذلك وفيما يلي سيتم التطرق إلى سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد.

### 1.2 نظرية سياسة التوزيعات الشخصية لكل من مودجلياني وميلر

لم تتغير وجهة نظر كلا من مودجلياني وميلر بالرغم من الانتقال من حالة التأكد المطلق إلى حالة عدم التأكد إزاء سياسة التوزيعات؛ حيث تعتبر هذه الأخيرة حيادية التأثير، ويرى كل من مودجلياني وميلر أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيعات التي تروق له، والتي سميت بـ Home made dividend حيث أن المستثمر لا يراعي سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، فإذا كان بحاجة للسيولة فإنه يستطيع بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية الاحتياج، وفي الجهة المقابلة إذا كان لديه فائض يستطيع شراء مقدار ما يمتص فائض السيولة المتاح؛ هذا الإثبات بطبيعة الحال كان تحت جملة من الافتراضات والتي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط افتراض حالة التأكد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 315-316.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، ص 708.

ويتم اتباع الخطوات التالية لإثبات هذه المقاربة رياضياً:<sup>1</sup>

إذا كانت النتيجة المحققة في الزمن 0 هي  $R_0$ ، والنتيجة التي سوف تتحقق في الزمن 1 هي  $R_1$ ، ومبلغ الاستثمار في الزمن 0 هو  $I$ ؛ ويكون تمويل هذا الأخير إما عن طريق الرفع في رأس المال نقداً و/أو استئانة و/أو الأرباح المحتجزة.

إذا كانت هناك توزيعات سوف يتم دفعها؛ فإنه يستوجب البحث عن مصادر لتمويل هذه العملية سواء كانت داخلية أو خارجية  $D$ ، وفي الحالة الأخيرة نحصل على المعادلة التالية:

$$R + D = I + DIV \Rightarrow DIV = R - I + D \dots 1$$

تتكون المعادلة أعلاه من الاستخدامات المتمثلة في التوزيعات، والاستثمارات، والموارد المتمثلة في النتيجة والديون، هذه الأخيرة بطبيعة الحال يترتب عنها مصاريف مالية  $FF$  محتملة التسديد؛ تبعاً للوضعية المالية للمؤسسة، مما يؤدي إلى احتمال إفلاس المؤسسة، ومنه تتغير المعادلة السابقة وتصبح من الشكل:

$$DIV_1 = R_1 - FF_1 \dots \dots \dots 2$$

إذا رجعنا إلى فرضية التمويل بالأموال الخاصة فقط لتبسيط الحل؛ فإن قيمة المؤسسة على السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضافاً إليها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات، وتكتب:

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / 1 + K \dots \dots \dots 3$$

$$P_1 = (DIV_1 - P. R. COV (DIV_1, RM)) / (1 + RSR) \dots \dots \dots 4$$

حيث:

PR: تمثل بدل المخاطرة؛<sup>2</sup>

COV(DIV<sub>1</sub>, RM) : التباين المشترك بين عائد التوزيعات  $DIV_1$  ومردودية السوق  $RM$ ؛

RSR : معدل المردودية بدون مخطر.

بتعويض المعادلة رقم 1 في المعادلة 3 نجد:

$$P_1 = ((R_1 - FF_1) - PR. COV ((R_1 - FF_1), RM)) / (RSR+1) \dots \dots \dots 5$$

$$COV ((R_1 - FF_1), RM) = COV (R_1, RM) - COV (FF_1, RM) \dots \dots \dots 6$$

بالتعويض نجد:

$$P_1 = (R_1 - PR. COV (R_1, RM)) / (1 + RSR) - (FF_1 - PR. COV (FF_1, RM)) / (1 + RSR) \dots \dots 7$$

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

$$P_1 = (R_1 - PR. COV (R_1, RM)) / (1 + RSR) - D$$

إذا تم الرجوع إلى قيمة السهم في الزمن 0، والمتمثلة في المعادلة 2 نجد:

1 منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص ص 320-324.  
2 المتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون مخطر إلى تباين السوق.

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / (1+K) = D_0 + (R_1 - PR \cdot COV (R_1, RSR)) / (1+RSR)$$

بتعويض المعادلة نجد:

$$P_0 = (R_1 - PR \cdot COV (R_1, RM)) / (1+RSR) + R_0 - I$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أنه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة، وهو دليل على حيادية واستقلالية سياسة توزيع الأرباح، والمتغيرات المتحركة في قيمة السهم السوقية هنا هي قرار الاستثمار بدليل I، وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية  $R_0, R_1$ ، وعلاوة المخاطرة المقابلة للمردودية.

وفي الأخير يمكن القول أن كل من MM يؤكدان استقلالية وعدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة لها الحق في اتخاذ السياسة التي ترغب في نهجها، ولا تبالي ببردود أفعال المساهمين.

## 2.2 نظرية عصفور في اليد Gordon and Lintner – Bird In The Hand Theory

يعارض كل من جوردن ولنتنر مدخل مودجلياني وميلر في حالة عدم التأكد، حيث يعتقدان بأثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، وهذا بعدما أثبت جوردن في مرحلة سابقة حيادية أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، في ظل ظروف التأكد التام.

وقد بنيت هذه النظرية على الانتقادات الموجهة لمدخل مودجلياني وميلر إذ أطلق عليها اسم نموذج عصفور في اليد، والذي يعد أكثر تفسيراً للدور الذي تلعبه سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم في ظل ظروف عدم التأكد، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر، ونظراً لكونه يتصف بدرجة عالية من الرشد، فإنه يكون دائم السعي إلى تجنب هذه المخاطر، الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل التوزيعات المتوقعة على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهذا راجع إلى نظرة المساهمين إلى التوزيعات المتوقعة على أنها أقل خطورة وأكثر تأكيداً من الأرباح الرأسمالية.<sup>1</sup>

فباعتبار التوزيعات تخفض من حالة عدم التأكد، هذا الأمر يدفع بالمستثمرين إلى خصم المكاسب المستقبلية للمؤسسة وفق معدل خصم منخفض مقارنة بما يكون عليه في حالة الأرباح الرأسمالية والتي تتصف بدرجة مرتفعة من عدم التأكد.<sup>2</sup>

هذا الأمر سيؤدي حتماً إلى ارتفاع في قيمة السهم، ولكن عند امتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات فإنها بذلك إنما تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالانخفاض، ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي:<sup>3</sup>

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{التوزيعات المتوقعة} / \text{سعر السهم السوقية}) + \text{معدل النمو}$$

<sup>1</sup> محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

<sup>2</sup> عاطف جابر عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 393.

<sup>3</sup> محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 212.

فبذلك فإنه بزيادة درجة عدم التأكد فإن المستثمر يطلب معدل عائد أعلى وهذا من أجل تجنب المخاطر، لذا يمكن القول أن معدل العائد يتناسب طردياً مع الأرباح المحتجزة، وبذلك يمكن إيجاد قيمة السهم وفق المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_1)} + \frac{D_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_n)^n} = \sum_{n=1}^n \frac{D_n}{(1 + K_n)^n}$$

وهذا في حال سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة)، بالإضافة إلى أن معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه  $(K_n > \dots > K_2 > K_1)$ .

فإذا ما قامت المؤسسة بانتهاج سياسة توزيعات تقضي باحتجاز نسبة معينة من الأرباح، وتوزيع الباقي فيكون من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو معين يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك في حال إعادة استثمارها، مما يعني أن التوزيعات في العام الثالث ستكون:

$$D_2 = D(1 + g) \Rightarrow D_3 = D(1 + g)^2$$

ومنه وبخصم تيار التوزيعات بمعدلات خصم  $K_1, K_2, \dots$  من أجل تحديد قيمة السهم، تصبح معادلة سعر السهم كما يلي:

$$P = \frac{D}{(1 + K_1)} + \frac{D(1 + g)}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D(1 + g)^{n-1}}{(1 + K_n)^n}$$

فمن خلال ما سبق يتضح أن متوسط معدل الخصم في حالة احتجاز جزء من الأرباح سيكون أعلى منه في حالة توزيع كل الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قيمة السهم وهو الأمر الذي توصل إليه جوردن ولنتنر، وهو دور سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم.

ولعل أهم مبدأ يقوم عليه نموذج جوردن ولنتنر هو العلاقة الرابطة بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، ولكن في حالة تجاهل هذه العلاقة نصح أمام نموذج جوردن في حال التأكد التام، والذي يؤكد على حيادية أثر التوزيعات على قيمة السهم.<sup>2</sup>

### 3.2 نموذج والتر 1963 Walter's

يشير والتر إلى الدور الذي يلعبه معدل العائد المتوقع على الاستثمار في الشركة (معدل العائد الداخلي) ومعدل العائد المطلوب من الملاك (تكلفة رأس المال) في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

قام والتر بتقديم نموذج يعتبر قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي يأتي بعد قرار الاستثمار في المؤسسة، في هذا النموذج نجد أن مقدار التوزيعات يحدد بحسب الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المسيرين، أما المساهمين فيفضلون احتفاظ المؤسسة بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد استثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الاستثمار في مشاريع أخرى وذلك مع تحمل نفس المخاطر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص705.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص336.

<sup>3</sup> Talaues Teulié et Patrick Tobsacalian, Finance, librainé Vuibert, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2000, pp 450-452.

- ومن أجل أن يقوم والتر ببناء نموذجة فقد استند على الفروض التالية: <sup>1</sup>
  - اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛
  - ثبات كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة رأس المال؛
  - يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها؛
  - ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.
- وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة: <sup>2</sup>

$$K_m = \frac{D + \left(\frac{R}{K_r}\right) T}{K_r}$$

حيث:

- $K_m$ : القيمة السوقية للسهم؛
- $D$ : توزيعات الأرباح للسهم الواحد؛
- $K_r$ : معدل العائد المطلوب؛
- $R$ : معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛
- $T$ : احتجاز الأرباح للسهم الواحد.

انطلاقاً من النموذج، فقد استنتج والتر استنتاجه المهم وهو أن سياسة توزيع الأرباح سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم الواحد، فكلما زاد التوزيع كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم؛ حيث أن سياسة التوزيع وفقاً لهذا النموذج تعتمد على الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة والعلاقة بين معدل العائد وتكلفة رأس المال حيث تفضل المؤسسة استخدام الأرباح في تمويل استثماراتها إذا كانت تحقق معدل عائد يفوق تكلفة رأس المال ويفضل انتهاج سياسة معاكسة تقضي بعدم استخدام الأرباح في استثماراتها إذا كانت تحقق عائد أقل من تكلفة رأس المال، أما إذا كانت تحقق عائد يعادل تكلفة رأس المال فلا تشغل بالها بسياسة التوزيع التي يجب مراعاتها إذ أن سياسة التوزيعات لن تؤثر على القيمة السوقية للسهم. <sup>3</sup>

يعاب على نموذج والتر أنه انطلق من مجموعة من الفروض النظرية البسيطة التي تعرضت للانتقاد كما يلي:

- افتراض أن يتم تمويل استثمارات المؤسسة بالأرباح المحتجزة، هذا يعني عدم وجود تمويل خارجي، وبالتالي تطبيق هذا النموذج ينحصر على المؤسسات الممولة بأموال خاصة؛
- افتراض أن معدل العائد على الاستثمار ثابت، وهذا الافتراض غير منطقي أي زيادة استثمارات المؤسسة لا بد وأن يصاحبها تغير في معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛
- افتراض النموذج ثبات معدل العائد المطلوب وبالتالي يكون النموذج قد تجاهل المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم الواحد.

ورغم هذه الانتقادات فإن نموذج والتر يعد من النماذج المهمة المفسرة للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم الواحد وبالتالي التأثير في ثروة المساهمين وعلى قيمة المؤسسة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص362.

<sup>2</sup> دريد كمال ال شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 210.

<sup>3</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 894-895.

## المطلب الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة في ظل اسقاط فروض السوق الكامل

إن فرض السوق الكامل غير واقعي في عالم الأعمال، وذلك باعتبار أن المؤسسة تعمل في ظل محيط تتفاعل فيه العديد من الأطراف الأخرى، ويكون تأثيرها على المؤسسة واضحا وتظهر هذه التأثيرات من خلال:

### 1. سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي

عند مناقشة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في الفصل الأول كان تأثير الضرائب واضحا من خلال الاقتصاد في الضريبة الناجم عن خصم المصاريف المالية، لكن على مستوى قرار التوزيع ليس هذا النوع من الضرائب أثر، فالنتيجة المحققة سوف تخضع للضريبة (IBS) مهما كان القرار توزيعا أم احتجازا، الضرائب المقصودة هنا هي الضرائب ما بعد (IBS) والمتمثلة في الضرائب على التوزيعات، والضرائب على الأرباح غير العادية (فوائض القيم أو المكاسب الرأسمالية)، حيث ناقش حالتين هما حالة التساوي بينهما وحالة الاختلاف.

### 1.1 تأثير سياسة التوزيع في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية

اعتقد كل من مودجلياني وميلر أنه لا تؤثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، وهذا عكس ما أكده كل من جوردن ولتنر أي أن لسياسة التوزيع أثر على القيمة السوقية للسهم، في حين أن نظرية التفضيل الضريبي تختلف عنهم فهي تقضي بأن احتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يساهم في تعظيم ثروة الملاك، وبافتراض أنه لدينا مؤسستين متماثلتين عدا في سياسة توزيع الأرباح فلايجاد الفرق بين هاتين المؤسستين نعرض المقاربات التالية:

#### 1.1.1 مقارنة Farrar et Selwyn 1967

وطبقا لهذه النظرية، يترتب على الاختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية ظاهرة يطلق عليها ظلة التوزيعات Dividend Tilt، هذه الأخيرة تعني أن سهم المؤسسة التي تجري توزيعات، يجب أن يحقق عائدا قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يحققه سهم مؤسسة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح، وهذه الزيادة ينبغي أن تكون كافية للتعويض عن الفرق بين المعدل الفعلي للضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية، وهو ما يتفق مع ما توصل إليه كل من فارار وسلوين، وانطلاقا من دراستهما فقد قام برنان بدراسته<sup>1</sup>.

#### 2.1.1 مقارنة Brennan 1970

تشكل وجهة نظر برنان امتداد لدراسة فارار وسلوين لكن برنان سعى إلى تحديد كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، بحيث قام بالتركيز على العائد بعد الضريبة<sup>2</sup> وهو ما يهتم المساهم بالدرجة الأولى ومن الإضافات التي جاء بها هو أنه عند تساوي المخاطر التي تتعرض لها مؤسستين،

<sup>1</sup> See : D. Ferrar and L. Selwyn, *Corporate financial policy and returns to investor*, National tax journal, N30, 1967, pp 444-454.

<sup>2</sup> Jack Broyles, *Financial management and real options*, John Wiley and Sons, England, 2003, P293.



فإن معدل العائد بعد الضريبة يجب أن يتساوى لدى كلا المؤسستين وفي حالة توزيع الأرباح بنسبة عالية فإن ذلك سينجم عنه بالتأكيد مدفوعات ضريبية عالية و بالتالي انخفاض العائد بعد الضريبة ومنه سوف تنخفض قيمة المؤسسة عما كانت عليه لو أنها تبنت سياسة توزيعات أقل، ولقياس مدى تأثير الوفر الضريبي المحقق من سياسة توزيع أقل فإنه يرى بأن قيمة المؤسسة التي لا تجري التوزيعات تساوي القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة تجرى التوزيعات لكافة الأرباح المحققة مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية التي يحققها المستثمر ويمكن صياغة ذلك في العلاقة التالية:

$$V_{END} = V_{ED+} (irg \cdot DIV - ipv \cdot NDIV) / K$$

حيث:

$V_{END}$ : قيمة المؤسسة غير الموزعة للأرباح؛  $V_{ED}$ : قيمة المؤسسة الموزعة للأرباح؛  
 $k$ : تكلفة رأس المال؛  $DIV$ : التوزيعات؛  $irg$ : معدل الضريبة على التوزيعات؛  
 $ipv$ : معدل الضريبة على فائض القيمة؛  $ndiv$ : الأرباح غير الموزعة.

ونلاحظ أن للوفر الضريبي دور في رفع قيمة المؤسسة التي تجري توزيعات أقل، فبعدها كان الإشكال في طريقة التوزيع أصبح في الظرف الذي يتم فيه التوزيع، حيث كان للأثر الضريبي دور جعل تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة واضحا.<sup>1</sup>

### 3.1.1 مقارنة 1978 Miller et Sholes

لقد كان ميلر وشولز مع وجهة النظر القائلة بجاذبية احتجاز الأرباح، وخاصة في ظل معدلات ضريبية مختلفة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، ولكنهما ركزا في تحليلهما على إمكانية استخدام المستثمر لحيل ضريبية Tax Dodge تمكنه من تحقيق ميزة ضريبية على العائد.

فباعتماد أن احتجاز الأرباح يترتب عليه تأجيل سداد الضريبة إضافة إلى زيادة القيمة السوقية للسهم، وفي حال تفضيل المستثمر الحصول على التوزيعات فبإمكانه القيام باقتراض مبلغ من المال بحيث تكون الفوائد المدفوعة تساوي إلى التوزيعات المتوقع الحصول عليها، كما يوجه هذه الأموال المقترضة إلى استثمارها بحيث يتولد عنها عائد خالي من المخاطر، فبالإضافة إلى عدم دفع أي ضرائب على التوزيعات وذلك كونها تغطي الفوائد المدفوعة على القرض، ما يعني أن وعاء الضريبة يكون معدوما، إلى جانب ميزة أخرى يحققها المستثمر وهي زيادة الأرباح الرأسمالية المحققة، فزيادة على الأرباح الرأسمالية المحققة من البداية نجد هناك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن استثمار القرض (من خلال شراء أسهم المؤسسة)<sup>2</sup>.

ولكن المشكل يكمن في المخاطر المصاحبة لهذا الأسلوب، مما يفرض ضرورة توخي الحذر من قبل المستثمر وهذا من خلال العمل على استثمار أصل القرض بحيث يترتب عنه عائد خالي من الخطر، مثل الاستثمار في شركات التأمين والتي يترتب عنها فوائد مركبة والتي لا يتم دفع الضرائب إلا عند

<sup>1</sup> See : M. Brennan, **Market valuation and corporate financial policy**, National tax journal, N33, 1970, pp 417-427.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص353.

حلول تاريخ الاستحقاق، الأمر الذي يحقق للمستثمر نفس الميزة الضريبية في حال حصوله على أرباح رأسمالية لا على التوزيعات.<sup>1</sup>

**2.1 تأثير سياسة التوزيعات الأرباح في ظل تساوي معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات**  
عند تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية تبقى سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تأجيل دفع الضريبة على تلك العوائد أو الأرباح المحتجزة إلى تاريخ التنازل عن السهم بدلا من دفعها عند تاريخ إثبات الأرباح المحققة، وهذا ما يكسب مرونة للمستثمر وكلما طالقت فترة تأجيل دفع الضريبة (عدم التنازل عن السهم أو عد التوزيع) كلما كانت الضريبة الحالية أقل بسبب القيمة الزمنية للنقود وهذا ما يعود على قيمة السهم بالارتفاع.

## 2. تفسير سياسة توزيعات وفق نظرية المنظمة

تم إسقاط افتراض عدم وجود الضرائب، حيث اعترف مودجلياني وميلر بوجود أثر لهذا العامل، والسؤال المطروح هنا عن كيفية تأثير كل من تكاليف المعاملات والوكالة على قيمة المؤسسة في إطار سياسة توزيع الأرباح.

## 1.2 وجود تكلفة المعاملات

لقد برر كل من مودجلياني وميلر موقفهما من سياسة التوزيعات في المؤسسة بإمكانية تكوين المستثمر لسياسة التوزيع التي تناسبه، وهذا من خلال التنازل أو شراء الأسهم حسب الحاجة، في ظل فرض عدم وجود تكلفة للمعاملات ولكن الواقع على العكس من ذلك تماما، فالمستثمر يترتب عليه في كل مرة دفع تكاليف المعاملات مقابل شراء أو بيع الأسهم، وزيادة على ذلك فإن تكلفة المعاملات هي من التكاليف الثابتة الأمر الذي ينعكس على تكلفة هذه العملية، مما يجعل المستثمر يفضل إتباع المؤسسة لسياسة توزيعات بدل انتهاجه لسياسة خاصة به.

كما يمكن إدراك مجموعة من القيود المفروضة على هذه المعاملات، إذ غالبا ما يوضع حد أدنى لهذه المعاملات مما قد يضطر المستثمر إلى التنازل عن أسهم تزيد عن رغبته أو شراء كمية تزيد عن حاجته، إضافة إلى العوامل النفسية التي قد تؤثر على رغبات المستثمر.

ويمكن القول أن ارتفاع تكاليف المعاملات غالبا ما تؤدي إلى زيادة العائد المستقبلي المتوقع من قبل المستثمرين، وهذا من أجل تعويض هذه التكاليف الناتجة عن استثماراتهم كما ستؤدي حتما إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وأن ارتفاع هذه التكاليف يفرض على المستثمرين الاحتفاظ بالأسهم قدر المستطاع من أجل تفاديها والتخفيف من تأثيرها، مما ينتج عنه طول فترة الاحتفاظ إضافة إلى انخفاض حجم التداول في السوق المالي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> See : M. Miller and M. Scholes, **Dividends and taxes**, Journal of financial economic, N 6, 1978, pp 333-364.

<sup>2</sup> Michael Barclay, Eugene Kandel et Leslie Marx, **The effects of transaction costs on stock prices and trading volum**, Journal of financial intermediation, N 7, 1998, pp 130-150.

## 2.2 نظرية الوكالة

يمكن أن نفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل نظرية الوكالة بسبب وجود مشاكل الوكالة بين المسيرين والمساهمين والدائنين للمؤسسة، فهي تحاول البحث في كيفية تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك والمسيرين، وبذلك تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة؛ حيث حاولت العديد من الدراسات البحث في كيفية تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية الوكالة (مشاكل الوكالة)، ومن بين هذه الدراسات نجد:

- دراسة كالاي Kalay 1982، والذي يرى بأن دفع توزيعات الأرباح في حالة العسر المالي يمكن أن يساهم في نقل الثروة من الدائنين إلى المساهمين، ومنه فإن توزيعات الأرباح تضر بمصلحة الدائنين ومن أجل حمايتهم وعدم نشوب مشاكل وكالة قام Kalay بتحليل طبيعة الشروط الحماية Clauses de protection للتسجيل في عقود إصدار السندات التي تنص على فرض قيود على توزيعات الأرباح<sup>1</sup>.

- دراسة Easterbrook 1984<sup>2</sup> والتي يرى بأنه من أجل سياسة استثمارات معينة، فإن توزيعات الأرباح تدفع المسيرين للبحث عن الأموال الضرورية من أجل الحفاظ على سياسة الاستثمار نفسها، وذلك باللجوء إلى القروض الإضافية، مما يتطلب تنفيذ إجراء التدقيق والمراجعة في المؤسسة، وفي هذا الإطار فإن توزيعات الأرباح تتضمن آلة ضمنية un mécanisme implicite تسمح للمساهمين بمراقبة تسير المسيرين ومعرفة ما إذا كانوا يعملون في صالح المؤسسة.

- أما دراسة lewellen 1981<sup>3</sup> فقد بينت أن نسبة توزيعات الأرباح هي علاقة إيجابية مع الاستثمارات الإجمالية للمسيرين ورواتبهم السنوية، وتكون سلبية مع القيمة السوقية للسهم، وقد حاول Lambert, Lanen et Larcker(1989) القيام بدراسة تجريبية لاقتراح lewellen عن طريق طرح السؤال التالي:

هل مكافئة المسيرين تحت شكل عقد خيار شراء أسهم المؤسسة، يؤثر على سياسة توزيع الأرباح؟ وقد بينت هذه الدراسة بأنه إذا كانت المكافئة تحت شكل خيار شراء أسهم المؤسسة، فإن الوكيل يبحث عن تخفيض توزيعات الأرباح من أجل عدم تخفيض خياره، كما أثبتت النتائج التجريبية المستعملة في نموذج March et Merton (1987) من أجل تقدير التوزيعات -في نفس سياق الدراسة السابقة-، أنه يظهر في الواقع انخفاض في توزيعات الأرباح، عقب اعتماد بعض المؤسسات لهذا النوع من المكافئات، وقد أكد كذلك بأن كل تغيير في مكافئة المسيرين يستطيع تشجيعهم على تعديل سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة.

انطلاقاً مما سبق، فقد أشار kalay إلى وجود علاقة وكالة بين المساهمين والدائنين وأنه يجب فرض قيود على توزيعات الأرباح من أجل حماية مصالح الدائنين؛ أما بالنسبة لدراسة كل من Easterbrook و lewellen وما تبعها من دراسات فقد درسوا علاقة الوكالة بين المساهمين والمسيرين، وبأنه يمكن

<sup>1</sup> Mondher Bellalah, *Finance moderne d'entreprise*, Economica, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 2003, p 131.

<sup>2</sup> Frank Esterbrook, *Two agency cost explanations of dividends*, the american economic review, VOL 74, N 4, 1984, pp 650-659.

<sup>3</sup> Mondher Bellalah, *Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information*, Op-Cit, p15.

استخدام التوزيعات كأداة لمراقبة المسيرين وجعلهم يعملون في صالح المؤسسة، وبالتالي فإن علاقات الوكالة الموجودة بين المساهمين والمسيرين والدائنين تؤدي إلى تحمل تكاليف وكالة من أجل التخفيض من مشاكل الوكالة وبالتالي تخفيض قيمة المؤسسة.

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

### 3. نظرية أثر الزبون

تشير هذه النظرية إلى أنه هناك اختلاف في تفضيلات المستثمرين لسياسة التوزيعات، فهناك بعض المستثمرين يفضلون توزيعات منخفضة (احتجاز الأرباح)، وهناك البعض الآخر من المستثمرين الذين يفضلون توزيعات مرتفعة، وبالتالي المستثمرين يختارون الأسهم وفق سياسة التوزيعات المرجوة (أي التي تلبى احتياجاتهم، وبالتالي كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة، ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تتبع تلك السياسة.<sup>1</sup>

### 4. سياسة التوزيع ونظرية الإشارة

إن عدم تماثل المعلومات التي يمتلكها المسيرون وتلك التي بحوزة المستثمرين يدفعهم إلى اللجوء إلى تفسير تصرفات الإدارة من أجل الوصول إلى المعلومة الحقيقية ويظهر هنا دور سياسة التوزيع في عكس تلك المعلومة التي ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة، فحملة الأسهم لا يتاح لهم فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة ومن ثم فهم ينظرون إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه.<sup>2</sup>

فعندما تقوم المؤسسة بتغيير حصة أرباحها الموزعة سواء برفعها أو خفضها فذلك يجعل القيمة السوقية لأسهمها تتأثر، وتترجم هذه الحالة من قبل المستثمرين كما يلي: فالارتفاع في حصة التوزيعات يترك انطباع إيجابي، أما الانخفاض فيترك انطباع سلبي؛<sup>3</sup> بعبارة أخرى أن المؤسسة قد تعلن عن زيادة في توزيعات أرباحها لأنها تريد أن تنتقل رسالة أو إشارات معينة إلى السوق، فمثلا قد ترغب المؤسسة في أن توضح أن زيادة توزيعات الأرباح تحمل مضمونها أنها تتوقع في المستقبل تدفقات نقدية كبيرة تمكنها من مقابلة أعباء الديون.

وعليه، فالتأثير إيجابيا إذا ما كان السوق المستقبل لهذه الإشارة يتمتع بتجانس تام عند تفسير هذه الإشارة، وحينئذ فإن أسعار الأسهم لهذه المؤسسة قد ترتفع في سوق الأوراق المالية؛ لذلك فإن إدارة المؤسسة وفقا لهذه النظرية قد تفكر في الإعلان عن اتجاه تنوي تحقيقه، بغرض التأثير على السوق من خلال هذه الإشارة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 390-391.

<sup>2</sup> Jonathan Berk et Peter Demarzo, **Finance d'entreprise**, nouveaux horizons, 2<sup>ème</sup> édition, 2011, p657.

<sup>3</sup> Frank Fabozzi et Pamela Peterson Drake, **Capital markets, financial management, and investment management**, John Wiley & Sons, USA, 2009, P.310.

وتسعى المؤسسة إلى تحقيق الاستقرار في مستوى الأرباح الموزعة، وذلك لما تحمله من دلالات مباشرة للمستثمرين عن مستقبل المؤسسة والذي سيشتميز بالاستقرار في تحقيقها للأرباح، كما لا يعبر تخفيض مستوى الأرباح الموزعة بالضرورة على معلومات غير مبشرة عن النتائج المستقبلية للمؤسسة، وهذا نظرا لكون عملية التخفيض قد تكون نتيجة الحاجة للتمويل من أجل استثمارات جديدة، وفي المقابل يجب أن تتجنب المؤسسة الوقوع في فخ تفسير التوزيعات المرتفعة بالندرة في الفرص الاستثمارية المتاحة، الذي قد ينعكس سلبا على قيمة وتداول أسهمها.

كما اعترف مودجلياني وميلر بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات غير أن الاعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغيير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم يمكن أن يكون وقتيا، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية للمؤسسة. بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم، فإن هذا التغيير لا يرجع في الأساس إلى التغيير في سياسة التوزيعات بقدر ما يرجع إلى الإيجابية المتوقعة في ربحية المؤسسة.<sup>1</sup>

### 5. بعض النماذج لاختبار النظريات

حاولت النظريات السابقة دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وتباينت الآراء بين من رأى بأن هناك تأثير وبين من نفى ذلك، وقد حاولت نظريات أخرى إعطاء تفسير لوجود تأثير أو عدمه على قيمة المؤسسة.

ومن أجل اختبار مصداقية النظريات السابقة فقد استخدمت أساليب أو نماذج عدة ومذكر من بينها:

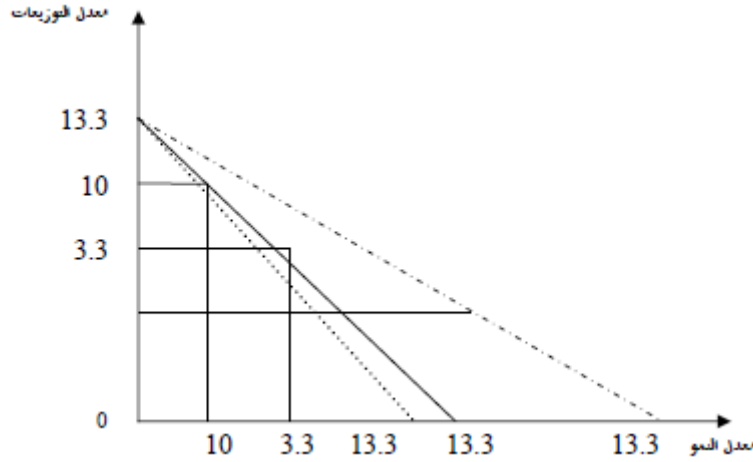
#### 1.5 الأسلوب البياني

استخدم هذا النموذج من طرف Brigham 1968 لعينة من المؤسسات المتماثلة، والمختلفة فقط في معدلات توزيع الأرباح ومعدل النمو، ويتم بعد ذلك رصد النتائج في تمثيل بياني الذي تكون بدائله ثلاث،<sup>2</sup> وهي مبينة في الشكل التالي:

<sup>1</sup> عبد الناصر إبراهيم نور، مرجع سبق ذكره، ص47.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص363.

الشكل (2-16): النموذج البياني لاختبار مصادقية النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص225.

خلصت نتائج الدراسة إلى ثلاث حالات وهي:

1. إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم الأوسط (المستمر)، فإن معدل المردودية 13.3 بصرف النظر عن سياسة التوزيعات، لو كان معدل النمو كبير/صغير وانخفض/زاد عن معدل المردودية بنفس المقدار فهذا يعني حياد سياسة توزيع الأرباح ومن ثمة مقاربة مودجلياني وميلر؛ هي الرائدة أي لا أثر لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.
2. إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم أعلى السابق، فهذا يعني أن نظرية عصفور في اليد هي الرائدة؛ ويعني أن الزيادة في النمو الناجمة عن احتجاز الأرباح يصاحبها انخفاض قليل في معدل المفروض، وهو ما يعبر عنه الميل الأقل سلبية مقارنة بالتوزيعات، مما يعني أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض كبير في معدل المردودية، ومنه زيادة قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>
3. إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم السفلي فهذا يعني أن ميل المستقيم أكبر أي درجة حساسية معدل المردودية المفروض للأرباح المحتجزة أكبر، أي كلما زادت نسبة الاحتجاز زاد معدل المردودية المفروض ومنه انخفاض قيمة المؤسسة ومنه فالنظرية الرائدة هي نظرية التمييز الضريبي.

تعرض هذا الأسلوب لمجموعة من الانتقادات، لعل أهمها أنه لم يتم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على معدل العائد المطلوب على الاستثمار، كما أنه من الصعوبة القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم؛ وظهر نتيجة لهذه الانتقادات نموذج آخر، وهو نموذج MEDAF متضمن أثر التوزيعات.

## 2.5 أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF

يقوم هذا الاختبار على فرض جوهري مفاده أن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون هو محصلة للمخاطر العامة التي تصيب الاقتصاد ككل، وبالتالي تؤثر على عوائد أسهم كافة المؤسسات، كما أنه محصلة لمعدل التوزيعات،<sup>2</sup> والصيغة الرياضية لهذا النموذج، هي كالتالي:

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 231.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص365.

$$R_t = RSR + \beta (RM - RSR) + \lambda (TD_t - TDM)$$

حيث:

$\lambda$ : معدل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المرودية المفروض للتوزيعات؛  
 $TD_t$ : معدل توزيعات السهم؛  
 $TDM$ : معدل توزيعات محفظة السوق؛  
 $\beta$ : معامل بيتا، لقياس المخاطر النظامية؛  
 $RM$ : معدل عائد محفظة السوق؛  
 $R_t$ : معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون؛  
 $RSR$ : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

وقد اختبرت هذه المعادلة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات  $R_t, RM, RSR, TD_t, TDM$  وذلك على أساس أنه لو اتضح أن قيمة معامل التوزيعات  $\lambda$  مساوية للصفر، فيعد ذلك بمثابة تأكيد لفكر مودجلياني وميلر، أي تأكيد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون.

أما إذا اتضح أن قيمة المعامل سالبة، فيعد هذا بمثابة تأكيد لفكر جوردون ولتنر، أي تأكيد لنظرية عصفور في اليد التي تقضي بأن المستثمرين يطلبون عائد أقل كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة أي كلما زادت غلة التوزيعات.

في حين لو اتضح أن قيمة المعامل موجبة، فإن هذا يعد بمثابة تأكيد لنظرية التفضيل الضريبي التي تقضي بأن المساهمين يطلبون عائد أكبر كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة.

وقد كشفت الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة فيما بينها، فبعضها يؤيد نظرية مودجلياني وميلر أي عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات، وبعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد، والبعض الآخر يؤيد نظرية التفضيل الضريبي.

ومن أهم الانتقادات الموجهة لهذا الأسلوب<sup>1</sup>:

- أنه يعتمد على بيانات تاريخية، في حين أن هذه الأخيرة قد لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل؛
- الكفاءة التامة للسوق المالي، والذي يعتبر حالة غير واقعية.

### خلاصة الفصل

يتضح من خلال ما تم التعرض له في هذا الفصل، أن موضوع الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح من المواضيع المعقدة والمستمرة التنظير، حيث شهدت النظرية المالية تطورا جليا بفضل أعمال مودجلياني وميلر والتي شكلت ثورة فيما يتعلق بمالية المؤسسة، من خلال استحداثها لطريقة تفكير وتنظيم مبتكرة بإدخالها لحالة عدم التأكد والأسواق المالية في تفسير كل من قرار الهيكل المالي وسياسة التوزيعات.

حيث اهتمت النظريات بالإجابة عن إشكالية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وفيما إذا كان لهذا الهيكل تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة من عدمه، باعتبار القيمة كهدف جوهرية تتبناه النظرية المالية والذي ينبغي أن تسعى إلى تعظيمها وجعل مختلف القرارات المالية تنصب في قالبها ولخدمتها سواء في ظل فرضيات الكفاءة التامة أو الكفاءة الاقتصادية للسوق؛ كما تؤكد النظريات المدرجة ضمن التيار المؤيد والمعترف بوجود هيكل مالي أمثل في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة الاقتصادية على أن هذه القرارات ما هي إلا تعديلات للوصول إلى ذلك الهيكل المالي الأمثل، لكن مع نهاية السبعينيات من القرن العشرين، ظهرت نظريات حديثة ممثلة في نظرية الإشارة ونظرية التمويل الرتبوي والتي تشير إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة ما هو إلا نتيجة لسلوكها المالي وليس العكس.

كما اهتمت النظريات بالإجابة عن إشكالية توزيع الأرباح أو احتجازها، وفيما إذا كان لهذا القرار تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أن هناك نظريات حاولت تفسير سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام وتحت فرضية كفاءة السوق المالي، وأبرز هذه النظريات عدم ملائمة التوزيعات لكل من مودجلياني وميلر التي خلصت لعدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقية، ونظرية فان هورن الذي رأى أنه لا يمكن لسياسة توزيع الأرباح أن تؤثر في سعر السهم السوقية، وأيضا نظرية جوردن التي جاءت بعكس النظريتين السابقتين؛ كذلك جاءت نظريات مفسرة لسياسة توزيع الأرباح ولكن هذه المرة في ظل ظروف عدم التأكد، أبرزها الطرح الثاني لكل من مودجلياني وميلر اللذان يصران على وجهة نظرهما السابقة و أنه يمكن للمستثمر أن يضع سياسة توزيعات شخصية، ثم نظرية عصفور في اليد لجوردين ولنتنر التي ترى أن المستثمرون يفضلون التوزيعات القريبة عن تلك البعيدة كونها أضمن لهم، لتأتي نظرية التفضيل الضريبي التي ترى أن الضريبة المفروضة على فائض القيمة أقل من الضريبة المفروضة على التوزيعات، وبالتالي المستثمرون يفضلون احتجاز الأرباح عن توزيعها؛ و النظريات الأخرى كنظرية الإشارة التي تشير إلى أن المستثمرون ينظرون إلى التغيرات في التوزيعات كإشارة إيجابية عن مستقبل المؤسسة وربحيتها أما نظرية اثر الزبون فتري أن المؤسسة تستطيع جذب العملاء الذين يفضلون سياسة التوزيعات التي تتبعها.

وبهذا الفصل نكون قد استكملنا الفصل النظري الخاص بهذا البحث، والذي سنكملة بجانب تطبيق في الفصل الموالي نعتمد فيه على الدراسة التطبيقية لعينة من مؤسسات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2008-2011.



# الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

تم من خلال الجزء النظري التطرق لأهم الجوانب النظرية الخاصة بالهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، والتي من الممكن اعتبارها كأحد أهم العوامل المفسرة للحالة الجارية للمؤسسة وأيضاً مؤشر من المؤشرات الأساسية للتنبؤ بمستقبلها، كما تم التعرض لأهم النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، ونظراً للأهمية التي يكتسبها الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب العملي، فمن خلال التساؤل الرئيسي لهذا البحث والمتمثل في بيان دور كل من الهيكل المالي وسياسة التوزيعات في التأثير على القيمة السوقية للسهم، سيتم في هذا الفصل إجراء دراسة تطبيقية على مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وهذا في ظل الواقع الذي يكتنفه عدم التأكد، حيث يهدف هذا الفصل إلى التعريف بسوق عمان، وعرض لأدائه، ولتطور بعض المؤشرات، كما يهدف إلى اختبار وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع الخاص بهذه الدراسة وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، ومن أجل ذلك سيتم معالجة هذا الفصل من خلال مبحثين أساسية كالتالي:

- المبحث الأول: تقديم بورصة عمان
- المبحث الثاني: دراسة الحالة

## المبحث الأول: تقديم بورصة عمان

تم تأسيس بورصة عمان كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، ولها أهلية التصرف في أموالها وحق التقاضي بما يساعدها على تسيير أعمالها لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، وذلك طبقاً للقوانين، والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق؛ ومن خلال هذا المبحث سوف يتم التعريف ببورصة عمان، من حيث نشأتها وأطرها التنظيمية والتطرق إلى واقعها العملي، مع عرض لتطورها وأداءها.

### المطلب الأول: نشأة بورصة عمان وأطرها التنظيمية

يتناول هذا المطلب عرضاً مختصراً عن بورصة عمان نشأتها وإطارها التنظيمي التي تعمل فيه، مع التعرف على الأقسام التي تتشكل منها هذه السوق.

#### 1. نشأة بورصة عمان

عرف الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل الثلاثينيات من القرن العشرين، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وبدأ الجمهور الأردني بالاكتتاب في أسهم البنك وتداولها، وشركة التبغ والسجائر الأردنية 1931 وشركة الكهرباء الأردنية 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية 1951، ونتيجة لذلك ظهر في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة شركات (مكاتب) غير متخصصة.

حيث دعا هذا الأمر الحكومة للتفكير بإنشاء سوق تنظم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وحماية صغار المستثمرين. وفي عام 1976 صدر قانون رقم (31) بتأسيس سوق عمان المالي Amman Financial Market (AFM) <sup>1</sup> الذي جاء كثمرة للجهود التي قام بها البنك المركزي الأردني بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولي (مؤسسة منبثقة عن البنك الدولي) وقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس السوق، فتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وفي عام 1978 <sup>2</sup> بدأ أول يوم عمل فعلي لسوق عمان كسوق منظم للأوراق المالية. وقد حدد قانون سوق عمان المالي أهداف السوق بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني. وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بكف وسلامة هذا التعامل وسهولته وحماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، من أجل تحقيق ذلك تم وضع خطة خماسية للأعوام 1976-1980 تضمنت الخطة تفصيلاً كاملاً عن الجهاز المصرفي وكيفية تنظيمه وكذلك السياسة النقدية والدعوى إلى مشاركة أكثر في الاقتصاد الوطني من قبل القطاع الخاص.

ويعتبر إنشاء بورصة عمان من الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن وذلك لتحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة. واستطاع السوق منذ إنشائه أن يحقق معدلات نمو، فقد

<sup>1</sup> صالح مفتاح و فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2010، ص188.

<sup>2</sup> لطيف الزود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الإستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، المجلد 29، العدد 1، 2007، ص40.

ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار عام 1978 ليصل إلى (3,1) مليار دينار في عام 2011، كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من 66 شركة عام 1978 إلى 247 في نهاية 2011.

## 2. الإصلاحات الهيكلية في بورصة عمان للأوراق المالية

تبنّت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة للسوق المالي تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك من خلال إصدار وتعديل قانون الأوراق المالية لسنة 1997 وسنة 2002.

حيث تمثلت أهم أهداف هذا الإصلاح في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق عمان المالي، واستخدام أنظمة التداول والتسوية، والتقااص الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار، وتقوية الرقابة على السوق المالي وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية، وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي؛ وعلى هذا الأساس تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات لتحل محل سوق عمان المالي:

### 1.2 هيئة الأوراق المالية

هي عبارة عن مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل وحماية المتعاملين وضمان الكفاءة الاستثمارية والشفافية في المعلومات مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.<sup>1</sup>

### 2.2 مركز إيداع الأوراق المالية

يعتبر أهم مؤسسات سوق عمان المالي الذي يوكل إليه التعاون مع بورصة عمان لإحداث نقلة نوعية على مستوى عالي لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وإيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض تكلفة الأسعار ورفع كفاءة تسوية أثمان الأوراق المالية.<sup>2</sup>

### 3.2 سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)

وهي مؤسسة خاصة مستقلة ماليا وإداريا، تأسست في 11 مارس 1999، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامي في الأردن، لا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقتني أو تمتلك أوراق مالية، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية.<sup>3</sup>

### 3. الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية

يتم التعرف عن الإطار التنظيمي لبورصة عمان من خلال عرض لأهداف البورصة، مهامها وهيكلها التنظيمي.

<sup>1</sup> القانون رقم 76، قانون الأوراق المالية، لسنة 2002، المادة 7/أ.

<sup>2</sup> معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص 305.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي السلام، مرجع سبق ذكره، ص 158.

### 1.3 مهام وصلاحيات البورصة

- تتولى البورصة المهام والصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافها بما في ذلك ما يلي:<sup>1</sup>
- وضع وتطبيق الاجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف وتوفير آليات عمل عادلة ومنصفة للمتعاملين بالأوراق المالية؛
  - توفير أنظمة إلكترونية ويدوية ووسائل ربط واتصال وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل الفنية اللازمة لتداول الأوراق المالية وممارسة البورصة لأنشطتها الأخرى؛
  - مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات؛
  - فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم عن مخالفتهم لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه وأحكام أنظمتها الداخلية وتعليماتها وقراراتها؛
  - وضع معايير للسلوك المهني والعمل على رفع مستوى الأداء المهني لأعضائها؛
  - وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها والأشخاص المرتبطين بهم؛
  - إعداد التقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة؛
  - وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات البورصة والاستفادة من خدماتها؛
  - إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية بمجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها والمشاركة في المؤتمرات والندوات المختصة؛
  - إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل البورصة؛
  - تملك واستئجار وحيازة أي أموال منقولة أو غير منقولة وأي حقوق، بما فيها حقوق الملكية الفكرية التي تراها البورصة ضرورية أو ملائمة للقيام بمهامها، والتصرف في هذه الأموال والحقوق.

### 2.3 الهيكل التنظيمي للبورصة

يتكون الهيكل التنظيمي للبورصة من:

- مجلس الإدارة؛
- المدير التنفيذي؛
- نائب المدير التنفيذي؛
- رؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

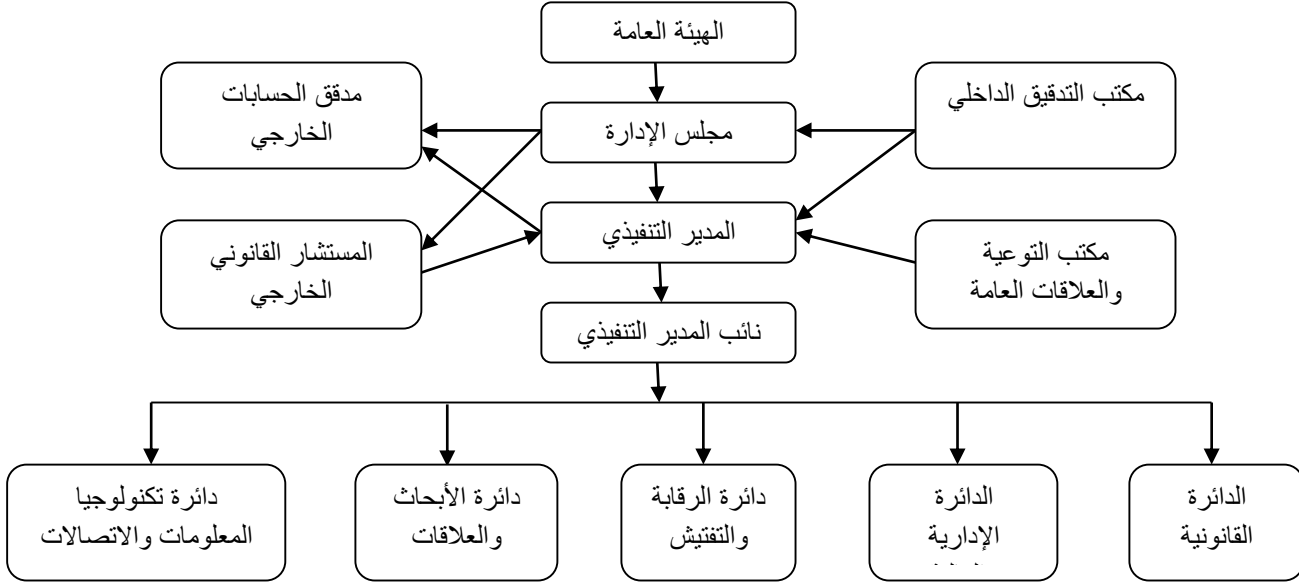
يتكون التنظيم الإداري للبورصة من مجموعة من الدوائر تتبع جميعها إداريا للمدير التنفيذي وهي: الدائرة القانونية، الدائرة الإدارية والمالية، دائرة الإدراج والعمليات، دائرة الرقابة والتفتيش، دائرة الأبحاث والعلاقات الدولية، دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.<sup>2</sup> وينشأ في البورصة مكتب التدقيق الداخلي يتولى التدقيق على جميع الأمور المالية والإدارية فيها، وكذا متابعتها للتأكد من التقيد بالتشريعات المعمول بها وبقرار المجلس ومجلس الإدارة، ويرفع تقاريره إلى رئيس مجلس الإدارة. كما يجوز لمجلس الإدارة

<sup>1</sup> المادة 5 من النظام الداخلي لبورصة عمان الصادرة بالاستناد لأحكام المادة 65 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والمعدل بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2007/729 والمعدل بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2008/558 بتاريخ 2008/10/09.

<sup>2</sup> للمزيد من التفصيل حول مهام الدوائر يمكن الرجوع إلى النظام الإداري الداخلي، الصادر بالاستناد لأحكام المادة (65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

بناءً على تنسيب المدير التنفيذي استحداث أو إلغاء أي مكتب حسب ضرورات العمل وتحديد مهامه وواجباته وارتباطه. والشكل التالي يبين الهيكل التنظيمي للبورصة.

### الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



Source : [www.exchange.jo](http://www.exchange.jo) consulté le 30/04/2013.

نلاحظ من الهيكل التنظيمي، أن الهيئة العامة هي أعلى سلطة من مجلس الإدارة، وكذا الارتباط الإداري لمكتب التدقيق الداخلي ومكتب التوعية والعلاقات العامة والمستشار القانوني بالمدير التنفيذي، كما أخذ الهيكل التنظيمي التسلسل الوظيفي الإشرافي في البورصة من المدير التنفيذي إلى نائبه ثم رؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

#### 4. الأقسام التي تتشكل منها بورصة عمان

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال سوقين أساسيين:

##### 1.4 السوق الأولي

وهو السوق الذي يتم من خلاله بيع الأوراق المالية الجديدة للشركات حديثة التأسيس لأول مرة، ويسمى أيضا بسوق الإصدارات (أي البيع الأولي من قبل المصدر إلى المستثمرين) والهدف الأساسي من التداول في هذا السوق، الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع أو زيادة رأسمال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس أو توسيع المشاريع القائمة حاليًا.<sup>1</sup>

##### 2.4 السوق الثانوي

هو السوق الذي يتم من خلاله تداول الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولي وفقا لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، ويندرج ضمنه السوق النظامي (أي البورصة

<sup>1</sup> فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص147.

والتي تضم سوق أول وسوق ثاني) والسوق الثالث وسوق السندات وسوق التحويلات المستثناة من التداول في القاعة<sup>1</sup>.

#### 1.2.4 السوق النظامي (البورصة)

يقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة بها،<sup>2</sup> تحدها لجنة إدارة السوق، ويمتاز هذا السوق بأن له مكان محدد.

#### 2.2.4 السوق الموازي (الثالث)

وهو أحد أشكال السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بالأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج معينة، وقد بدأ العمل به بتاريخ 1982/2/20 ويفتح هذا السوق المجال أمام الشركات الجديدة التي لا زالت الشروط غير متوفرة فيها لإدراجها في السوق النظامي للتداول بأسهمها وذلك لتوفير السيولة اللازمة، وبالتالي فإن هذا السوق يعد سوقاً تمهيدياً أو سوق انتظار للدخول في السوق النظامي (البورصة)،<sup>3</sup> بالإضافة إلى أن شروط هذا السوق تكون أكثر مرونة وأقل تشدداً من شروط الإدراج في البورصة؛ كما يشتمل هذا السوق على تداول الأوراق المالية للشركات التي تم إلغاء إدراجها في السوق النظامي، بسبب انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون 25% من رأس المال المدفوع.<sup>4</sup>

#### 3.2.4 سوق السندات

السندات المتداولة في بورصة عمان هي سندات التنمية، سندات الخزينة، بالإضافة إلى أسناد قرض الشركات والمؤسسات العامة، ويتراوح تاريخ استحقاق هذه السندات من ثلاثة أشهر إلى عشر سنوات ويعتبر سوق السندات ضيق في الأردن.<sup>5</sup>

#### 4.2.4 سوق التحويلات المستثناة من التداول في القاعة

تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات الغير المدرجة، وتتم التعاملات عادة من خلال الدائرة القانونية، وغالبا ما تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات أو التعاملات داخل القاعة.<sup>6</sup>

#### المطلب الثاني: الواقع العملي في بورصة عمان

يتمثل النشاط الرئيسي للسوق المالي في تداول الأوراق المالية، لذلك تبقى الأسئلة مطروحة عن الإجراءات الواجب إتباعها لتداول الأوراق المالية، ساعات وعمولات التداول، وكيفية الإفصاح عن المعلومات، ونستهل في هذا المطلب بالتعرف عن مميزات الاستثمار في بورصة عمان.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص148.

<sup>2</sup> صادرة بالاستناد لأحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 بموجب مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2004/149، والمعدلة بموجب قرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2005/257، ورقم 2006/41، ورقم 2006/176.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص159.

<sup>4</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الرابعة، دار وائل، عمان، 2006، ص176.

<sup>5</sup> فوزان القيسي، التباين الزمني لعلاوة المخاطر والمقطع العرضي لعوائد الأسهم، دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2006، ص70.

<sup>6</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص89.

## 1. مميزات الاستثمار في بورصة عمان

يتميز الأردن بمجموعة من المميزات التي جعلت منه بيئة استثمارية جذابة والسبب في التقدم مقارنة بأسواق المنطقة العربية فضلا عن الاستقرار السياسي والاقتصادي:

- توفر بورصة عمان للمستثمرين بدائل استثمارية متعددة ذات مستويات مخاطر متنوعة، حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الشركات والسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن الشركات والمؤسسات العامة والبلديات، ولتوسيع قاعدة الاستثمار في البورصة وجذب المزيد من المستثمرين قامت بورصة عمان بإدخال أدوات استثمارية جديدة وزيادة التنوع في الأدوات المالية فقد بدأت بورصة عمان بالتعاون مع المنظمة التطوعية للخدمات المالية بدراسة إدخال أدوات مالية جديدة إلى البورصة وهي صناديق المؤشرات المتداولة (Exchange Traded Fund (ATF)) وهي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين وتتكون من سلة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي تشكل عينة الشركات المكونة للمؤشر المتتبع وبنفس الأوزان، حيث يمكن إدراج وتداول الوحدات المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات؛ وبدأت مؤسسات سوق رأس المال الأردني بدراسة المواضيع التشريعية والفنية بتسجيل وإصدار هذه الأوراق في السوق وآلية تداولها.
- وجود 65 شركة وساطة بنهاية عام 2009 مرخصة في السوق، تقوم بمهام بيع وشراء الأوراق لصالحها أو لصالح عملائها مقابل عمولة محددة.
- التعامل في بورصة عمان مفتوح أمام المستثمرين الغير الأردنيين، فقد شهد السوق طلبا متزايدا من المؤسسات المالية و الدولية للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق نظرا لما تتميز به البورصة من الشفافية والبيئة التشريعية الجاذبة للاستثمار بالإضافة لانخفاض تذبذب الأسعار، وأيضا لارتفاع نسبة العائد للاستثمار بالأسهم في بورصة عمان مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، حيث أشارت دراسة صندوق النقد الدولي إلى أن متوسط العائد الأسبوعي للاستثمار بالأسهم في بورصة عمان يبلغ 0.43 % وهي نسبة مرتفعة مقارنة مع النسبة السائدة في الدول الأخرى، باستثناء العائد في السوق السعودي والذي يبلغ 0.53%. أما من ناحية المخاطر، فتشير الدراسة إلى أن متوسط المخاطر للعوائد مقاسا بالانحراف المعياري في بورصة عمان هو 2.52 %، وهي نسبة مقاربة لمتوسط المخاطر في الأسواق العربية المتطورة، إلا أنها أقل من النسبة السائدة في الأسواق الناشئة باستثناء السعودية حيث بلغ متوسط المخاطر 2.42 %<sup>1</sup>، ويحق لهم بتملك رؤوس أموال الشركات بالكامل في معظم القطاعات كما يجوز لهم تحويل الأموال والأرباح الرأسمالية إلى بلادهم دون أي إعاقات.
- اتساع قاعدة المساهمين في البورصة حيث يشكلون المساهمون الأفراد نسبة 55.2 % وتشكل المؤسسات النصف الأخر.
- تحرص بورصة عمان على توثيق (إقامة) العلاقات مع المؤسسات الدولية والإقليمية والعربية ذات العلاقة بأسواق رأس المال بهدف تبادل الخبرات والارتقاء بمستوى موظفيها.

<sup>1</sup> بورصة عمان، ورقة بحثية لصندوق النقد الدولي بعنوان : جدوى الاستثمار في بورصة عمان من أجل تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال التنوع الجغرافي، 2006 .



## 2. تداول الأوراق المالية

- تشمل الأوراق المالية التي عرفها قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 كل من:<sup>1</sup>
- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
  - إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
  - إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
  - الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
  - أسناد خيار المساهمة.
  - العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
  - عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
  - أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.
- إلا أنه يتم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك أسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة وحقوق الاكتتاب،<sup>2</sup> وذلك بعد استيفاء كافة شروط الإدراج.

### 1.2 نظام التداول في بورصة عمان

قامت بورصة عمان بتحديث وتطوير بيئة التداول فيها واستبدلت بنجاح نظام التداول اليدوي الذي كان معمولاً به لسنوات طويلة بحيث أصبح الوسطاء الماليين يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء من خلال نظام إلكتروني<sup>3</sup> على درجة عالية من التطور والكفاءة وضمن آلية تمتاز بالسهولة والمرونة والأمان، ويعمل هذا النظام بموجب نظام المزادة المستمرة.

يقوم الوسطاء بإدخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول حيث يتم التنفيذ عند التقاء أمر البيع وأمر الشراء وتكون الأولوية في التنفيذ لأفضل الأسعار، وتختلف أوقات التداول في بورصة عمان باختلاف تقسيمات الأسواق؛ ويمتاز النظام بأنه يوفر خيارات سهلة لإدخال ومعالجة الأوامر وتغييرها وإلغائها والاطلاع عليها وإنجازها كما يمكن الوسيط والمستثمر من مراقبة نشاط التداول بشكل مباشر أو في أوقات سابقة ومعرفة عمق السوق.

ويوفر النظام إمكانية إدخال الأوامر بشكل غير معطن (الأوامر المخفية) حتى لا تؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على استقرار الأسعار بشكل غير مبرر ويوفر النظام أدوات لمراقبة وإدارة جميع عمليات التداول الخاصة بالمستخدم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> <http://www.exchange.jo/ar/node/84> 2 consulté le 1/05/2013.

<sup>2</sup> تم تداول حقوق الاكتتاب لأول مرة خلال سنة 2006.

<sup>3</sup> تم تطبيق نظام التداول الإلكتروني الفرنسي NSC-Unix في 2000/3/26.

<sup>4</sup> ثائر القدومي، أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية وأداء بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات، المجلد 11، العدد 2، جامعة العلوم التطبيقية، 2006، ص73.

## 2.2 إتقاص والتسوية

- تتم عملية إتقاص والتسوية من خلال المراحل التالية:<sup>1</sup>
- تتم عملية إجراء إتقاص والتسوية من قبل مركز إيداع الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل الدفع بحيث لا يتم نقل ملكية الأوراق المالية المباعة إلا بعد سداد ثمنها، علماً بأن فترة التسوية يومي عمل من تاريخ التداول (T+2)؛
  - يتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة من حساب العميل البائع لدى الوسيط البائع إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري بموجب قيود إلكترونية وبناءً على الملف اليومي للتداول الوارد للمركز من السوق، حيث تبقى الأوراق المالية عالقة في حساب المشتري لحين إتمام إجراءات تسويتها ودفع ثمنها؛
  - يتم إجراء التسويات المالية بين الوسطاء من خلال المركز بموجب تحويلات مالية من حسابات الوسطاء إلى حساب التسوية الخاص بالمركز لدى البنك المركزي الأردني الذي تم اعتماده كبنك تسوية، وبعد ذلك يعمل المركز على تحويل هذه الأموال إلى الوسطاء المستحقين لها وكذلك يعمل على تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية المعنية من حساب المستثمرين البائعين لدى وسطائهم إلى حسابات المستثمرين المشتريين لدى وسطائهم أيضاً.

## 3.2 أوقات التداول في بورصة عمان

تبدأ عملية التداول في سوق عمان المالي من الأحد إلى الخميس، وتقسم جلسة التداول إلى مراحل حسب كل سوق كما يلي:<sup>2</sup>

### • مراحل وأوقات جلسة التداول للسوقين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب:

8:30 - 9:30	مرحلة الاستعلام
9:30 - 10:00±	مرحلة ما قبل الافتتاح
10:00 ±	مرحلة الافتتاح
10:00± - 12:15	مرحلة التداول المستمر
12:15 - 12:25 ±	مرحلة ما قبل الإغلاق
12:25 ±	مرحلة الإغلاق
12:25 ± - 12:40	مرحلة التداول على سعر الإغلاق
12:40 - 13:00	مرحلة الصفقات
13:00	مرحلة نهاية السوق

### • مراحل وأوقات جلسة التداول لسوق السندات:

8:30 - 9:30	مرحلة الاستعلام
9:30 - 9:35±	مرحلة ما قبل الافتتاح
9:35 ±	مرحلة الافتتاح
9:35± - 9:55	مرحلة التداول المستمر
9:55 - 13:00	مرحلة الصفقات
13:00	مرحلة نهاية السوق

<sup>1</sup> [http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic\\_Profile.pdf](http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic_Profile.pdf) consulté le 03/05/2013.

<sup>2</sup> <http://www.exchange.jo/ar/node/838> consulté le 03/05/2013.

يبدأ السوق نشاطه على الساعة 8:30 بمرحلة الاستعلام يتم فيها إدخال الأوامر، في مرحلتي ما قبل الافتتاح وما قبل الإغلاق تظهر الأوامر المدخلة على سجل الأوامر دون إحداث أي تداول، حيث يقوم نظام التداول في حال التقاء العرض والطلب باحتساب سعر التوازن التأسيري بعد كل عملية إدخال أو تعديل أو إلغاء للأوامر. في مرحلتي الافتتاح والإغلاق يقوم نظام التداول بمقابلة أوامر الشراء والبيع المدخلة، ويتم تنفيذ الكميات القابلة للتنفيذ في أوامر الشراء والبيع لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأسيري عند تلك اللحظة إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغير الأسعار المسموح بها، عند انتهاء مرحلة الافتتاح يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية مرحلة التداول المستمر.

يتم في مرحلة التداول على سعر الإغلاق إدخال الأوامر على سعر محدد مساو لسعر الإغلاق فقط، وكذلك التنفيذ خلال هذه المرحلة على سعر الإغلاق فقط؛ وللإشارة يمكن إجراء تعديل أو إلغاء الأوامر المدخلة وغير المنفذة في جميع مراحل جلسة التداول عدا مرحلتي الافتتاح والإغلاق، وذلك بعد مرور فترة زمنية معينة على إدخال الأمر أو تعديله يحددها مجلس الإدارة، ويتم تنفيذ الصفقات في المرحلة المخصصة لها من قبل الوسيط، لينتهي السوق نشاطه على الساعة الواحدة 13:00.

#### 4.2 عمولات التداول في بورصة عمان

يتقاضى الوسيط لقاء القيام بتداول الأسهم بيعة أو شراء عمولات تبلغ 5,4 دينار لكل ألف دينار أي 0,0054 كحد أدنى و 0,0074 كحد أعلى<sup>1</sup>، هذا بالإضافة إلى العمولات المقطعة لحساب البورصة مقابل تداول الأسهم والبالغة 0,0005 من القيمة السوقية للأسهم<sup>2</sup> وبهذا يكون الحد الأدنى لمجمل العمولة التي يدفعها المستثمر لقاء تداول الأسهم هو 0,0059 والحد الأعلى هو 0,0079.

أما بالنسبة للسندات يكون الحد الأدنى والحد الأعلى للعمولات التي يتقاضاها الوسيط مقابل تداول السندات 0,00045 كحد أدنى و 0,00095 كحد أعلى<sup>3</sup>، بالإضافة إلى العمولات المقطعة للبورصة لقاء تداول السندات بيعة وشراءً والبالغة 0,0001 من القيمة السوقية للسندات<sup>4</sup> وبهذا يكون الحد الأدنى لمجمل العمولة هو 0,00055 والحد الأعلى 0,00105.

#### 5.2 آلية التعامل في بورصة عمان

يتم التعامل في بورصة عمان من خلال<sup>5</sup>:

- اختيار إحدى شركات الوساطة المالية المرخصة العاملة في بورصة عمان؛
- إبرام اتفاقية خطية مع شركة الوساطة تتضمن بيان الخدمات التي ستقدمها شركة الوساطة والعمولات التي ستتقاضاها الشركة؛
- إعطاء شركة الوساطة تفويضا لكل عملية بيع أو عملية شراء؛

<sup>1</sup> <http://www.exchange.jo/ar/node/840> consulté le 02/05/2013.

<sup>2</sup> المادة 5 من النظام الداخلي الرسوم والعمولات الصادرة بالاستناد إلى أحكام المادتين (65/ب) و(74/أ) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

<sup>3</sup> <http://www.exchange.jo/ar/node/840> consulté le 02/05/2013.

<sup>4</sup> المادة 5 من النظام الداخلي الرسوم والعمولات الصادرة بالاستناد إلى أحكام المادتين (65/ب) و(74/أ) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

<sup>5</sup> [http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic\\_Profile.pdf](http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Arabic_Profile.pdf) consulté le 03/05/2013.

- التأكد من تسجيل التفويض على سجل أوامر الوسيط ومعرفة ترتيب الأمر المعطى بالنسبة لباقي الأوامر المقدمة للوسيط.

### 3. علاقة السوق مع الأسواق الأخرى

- تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في:
- اتحاد البورصات العربية؛
  - اتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية، حيث ترأس لجنة العمل فيها؛
  - الاتحاد الدولي للبورصات؛
  - المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، ترأس اللجنة المشرفة على الموقع الإلكتروني الخاص بالمؤسسات ذاتية الرقابة بها؛
  - قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي.

### 4. دور البورصة في توفير المعلومات

- لقد ساهمت بورصة عمان في إيصال المعلومات إلى كافة المستثمرين دون استثناء، للحد من الشائعات والأخبار المضللة، لضمان تحقيق العدالة في التعامل وترسيخ دعائم أسس الاستثمار بالأوراق المالية، وتجسدت مساهمة البورصة في هذا المجال عبر وسائل وآليات متعددة منها:<sup>1</sup>
- النشر اليومي والأسبوعي عبر الصحف المحلية باللغة العربية والانجليزية، والوسائل المرئية والمسموعة، لكافة المعلومات المتعلقة بالتداول.
  - النشرة الإحصائية الشهرية وتتضمن معلومات تفصيلية ومؤشرات مالية عن جميع الشركات المدرجة في السوق الثانوية، بالإضافة إلى معلومات تجميعية قطاعية، كما تتضمن النشرة معلومات عن السوق الأولية وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلي.
  - دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، ويحتوي على معلومات تفصيلية عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة في البورصة، كما يتضمن الدليل معلومات عن إعداد المساهمين ونسب الملكية لكل شركة وإعداد العاملين وتوجهات الشركة وإدارتها.
  - التقرير السنوي الذي يلخص نشاط وأعمال البورصة خلال عام، ويتضمن التقرير ملحق إحصائي بالإضافة إلى الحسابات الختامية للبورصة.
  - موقع السوق على الانترنت [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo) - خدمة الرسائل القصيرة SMS.
  - خدمة اطلاع التداول اليومي عن طريق البريد الإلكتروني. - البث التلفزيوني.

### 5. مؤشر السوق

يقوم سوق عمان المالي باحتساب عدة أرقام قياسية وأهمها الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، يضم 100 شركة من الشركات المدرجة في البورصة من جميع القطاعات، ويتم إعطاء وزن للشركات الداخلة في تكوينه على ألا يزيد وزن أي شركة عن 10% من إجمالي القيمة السوقية

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي السلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 161-162.

لشركات العينة. وما يميزه أنه يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. يتم اختيار الرقم 1000 نقطة، كقيمة أساس له في نهاية سنة 1999، كما يعتمد على صيغة باش المعدلة، ولاحتساب هذا الرقم القياسي العام تستخدم الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti})}{D_t}$$

حيث:

$P_{ti}$ : سعر إغلاق سهم الشركة  $i$  في زمن اليوم  $t$ ؛

$S_{ti}$ : عدد الأسهم المدرجة للشركة  $i$  كما هي في زمن اليوم  $t$ ؛

$F_{ti}$ : معامل الشركة  $i$  كما هي في زمن اليوم  $t$ ؛  $D_t$ : مقام الرقم القياسي Divisor في زمن اليوم  $t$ .

يكون معامل  $F$  محصور بين الصفر والواحد  $0 < F < 1$ ، ويتم احتسابه بناءً على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون نسبة 5% فأكثر وملكيات الحكومات، ويتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناءً على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعديل قيمة هذا المعامل بناءً على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة.

كما أن هذا المؤشر لا يعبر عن أداء البورصة، بالمقارنة مع البورصات العربية كونه غير متجانس مع المؤشرات العربية، لذا يحتسب صندوق النقد العربي المؤشر المركب الذي يشمل كافة مؤشرات الأسواق المالية ويعتمد هو الآخر في حسابه على رقم باش القياسي المتسلسل، وصيغته العامة هي:<sup>2</sup>

$$X_i = \frac{M_i}{B_i} \times 100$$

$$B_i = B_{i-1} \times \frac{M_i}{M_l}$$

حيث:

$X_i$ : المؤشر عند الفترة  $i$ ؛  $B_i$ : القيمة السوقية عند فترة الأساس عند  $(i = 1)$  الفترة الأولى؛

$M_i$ : القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة  $i$ ؛

$M_l$ : القيمة السوقية المعدلة (التي تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر أو حقوق الإصدار أو الإصدارات الجديدة من الأسهم)؛

$M$ : القيمة السوقية والتي تحسب بالعلاقة التالية:

$$M = p_i \times n_i$$

$P_i$ : آخر سعر تداول السهم به في الفترة  $i$ ؛  $n_i$ : عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة  $i$ .

## 6. قطاعات بورصة عمان

يتم تصنيف الشركات المدرجة في السوق إلى ثلاثة قطاعات رئيسية بحيث يندرج ضمنها 23 قطاع فرعي وهذا حسب التصنيف القطاعي الجديد، الذي يتماشى مع المعايير الدولية المعمول بها، وتتمثل هذه القطاعات الرئيسية في:

<sup>1</sup> <http://www.exchange.jo/ar/node/822> consulté le 05/05/2013.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 2011-68.

- **القطاع المالي:** ويضم قطاعات البنوك، التأمين، الخدمات المالية المتنوعة والعقارات؛
- **قطاع الخدمات:** يشمل على قطاع الطاقة والمنافع، التعليم، التكنولوجيا والاتصالات، الصحة، الخدمات التجارية، الإعلام، النقل، السياحة والفنادق.
- **قطاع الصناعة:** ويضم قطاع الصناعات الدوائية، الصناعات الكيماوية، الورق والكرتون، الطباعة والتغليف، الأغذية والمشروبات، التبغ والسجائر، التعدين والصناعات الاستخراجية، الصناعات الهندسية، الصناعات الزجاجية والخزفية، الأنسجة والجلود.

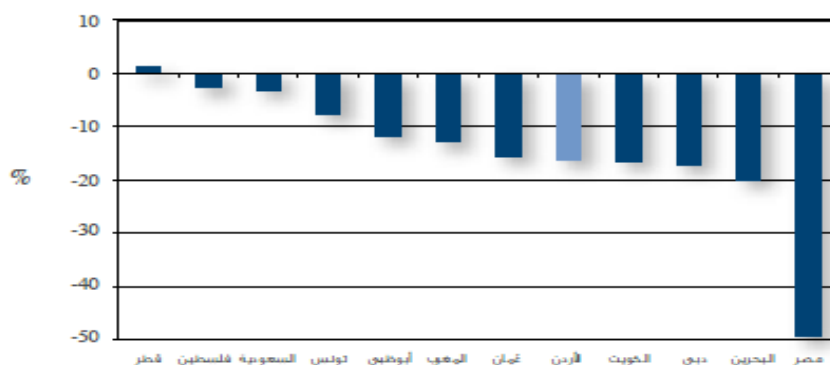
### المطلب الثالث: تطور وأداء بورصة عمان

بعد التطرق إلى الإطار التنظيمي لسوق عمان وكيفية سيره، أين تم إعطاء صورة عن كيفية سير بورصة عمان، بعد ذلك يبقى التساؤل مطروحا حول تطور أداء هذا السوق مقارنة مع الفترات السابقة (أفريقيا)، ومقارنة مع الأسواق العربية (عموديا)، وهذا هو هدف هذا المطلب، بالإضافة إلى عرض تطورات ذات صلة بأداء السوق.

#### 1. البورصات العربية

شهدت معظم البورصات العربية تراجعا في أدائها خلال العام 2011 متأثرة بالأوضاع السياسية والاقتصادية التي عصفت ببعض البلدان العربية، فقد انخفض مؤشر صندوق النقد العربي المركب للأسواق المالية العربية مقيما بالدولار الأمريكي بنسبة 11.8 % خلال سنة 2011. ومن خلال مقارنة أداء مؤشرات أسعار الأسهم مقيمة بالعملات المحلية، كانت بورصة قطر البورصة الوحيدة التي حققت أداءً إيجابياً مقارنة مع الأسواق المالية العربية الأخرى، حيث ارتفع مؤشرها بنسبة 1.1 % مقارنة مع سنة 2010، أما بالنسبة لباقي الأسواق العربية، فقد انخفضت مؤشرات أسعار الأسهم في كل من بورصة فلسطين والسوق المالية السعودية وبورصة تونس وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصة الدار البيضاء وسوق مسقط للأوراق المالية وبورصة عمان وسوق الكويت للأوراق المالية وسوق دبي المالي وبورصة البحرين والبورصة المصرية بنسبة 2.6 % و 3.1 % و 7.6 % و 11.7 % و 12.9 % و 15.7 % و 15.9 % و 16.4 % ، 17.0 % و 20.2 % و 49.3 % على التوالي وذلك مقارنة مع سنة 2010؛ كما هو موضح في الشكل التالي:

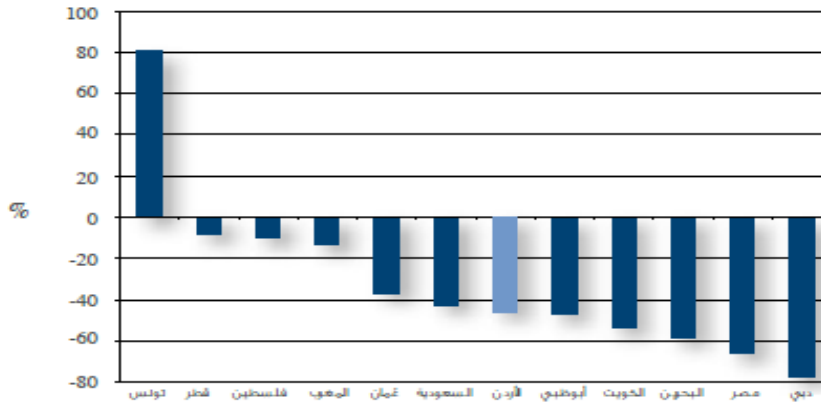
الشكل (3-2): أداء البورصات العربية خلال سنة 2011



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد: 2011/68.

ومع تراجع أداء معظم البورصات العربية بنسب متفاوتة منذ بداية الأزمة المالية العالمية عام 2008 وحتى نهاية عام 2011، انخفض الرقم القياسي لبورصة عمان خلال تلك الفترة بنسبة 45.7%، فيما انخفضت أسعار الأسهم في أسواق كل من أبو ظبي والكويت والبحرين ومصر ودبي بنسب أعلى منها خلال الفترة ذاتها، حيث بلغت نسب الانخفاض في هذه الأسواق 47.2% و 53.7% و 58.5% و 65.7% و 77.2% على التوالي؛ وفي المقابل ارتفع الرقم القياسي لبورصة تونس بنسبة 80.7%؛ كما هو مبين في الشكل والجدول التالي:

الشكل (3-3): أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008 – 2011)



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأعداد: 2008/56، 2009/60، 2010/64، 2011/68.

الجدول (3-1): أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008 – 2011)

السوق	2008	2009	2010	2011	2011 - 2008
بورصة تونس	10.65	48.38	18.40	7.6 -	80.65
بورصة قطر	28.12 -	1.06	24.75	1.12	8.37 -
بورصة فلسطين	16.24 -	11.62	0.69 -	2.58 -	9.55 -
بورصة دار البيضاء	13.48 -	4.92 -	21.17	12.86 -	13.13 -
سوق مسقط للأوراق المالية	39.78 -	17.05	6.06	15.69 -	36.97 -
السوق المالية السعودية	57.02 -	27.46	8.15	3.07 -	42.58 -
بورصة عمان	24.94 -	8.15 -	6.31 -	15.94 -	45.71 -
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	47.49 -	14.79	0.87 -	11.68 -	47.22 -
سوق الكويت للأوراق المالية	38.03 -	9.99 -	0.71 -	16.41 -	53.70 -
بورصة البحرين	34.52 -	19.17 -	1.78 -	20.15 -	58.49 -
البورصة المصرية	56.43 -	35.08	15.03	49.28 -	65.66 -
سوق دبي المالي	72.42 -	10.22	9.60 -	17.00 -	77.18 -

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأعداد: 2008/56، 2009/60، 2010/64، 2011/68.

## 2. تطور السوق الأولي

ارتفعت قيمة الإصدارات من أسهم وسندات سنة 2008 إلى 4078,9 مليون دينار بنسبة 81,8% عن مستواها في سنة 2007، حيث بلغ حجم إصدارات الأسهم في سنة 2008 ما قدره 828 مليون دينار مقارنة بالسنة السابقة؛ كما تم خلال سنة 2008 إصدار سندات بقيمة 141,8 مليون دينار، وارتفعت قيمة الإصدارات من الأسهم والسندات إلى 4798,6 مليون دينار في سنة 2009 بنسبة 17,6% عن مستواها في السنة السابقة، تأتي هذه الزيادة في حجم إصدارات السندات نتيجة زيادة الدين العام الداخلي للحكومة، حيث قامت هذه الأخيرة بإصدار 4191 مليون دينار من سندات وأذونات خزانة خلال 2009، كما تم إصدار ما قيمته 151,8 مليون دينار من سندات شركات المساهمة العامة، أما للإصدارات الأولية من الأسهم، فقد بلغت حوالي 317,3 مليون دينار في نهاية 2009.

أما في سنة 2010 فقد بلغت قيمة الإصدارات من أسهم وسندات 5122,8 مليون دينار بارتفاع نسبته 6,8% عن مستواها في سنة 2009، وتأتي زيادة حجم إصدارات السوق الأولية نتيجة زيادة الدين العام الداخلي للحكومة وزيادة إصدارات بعض شركات المساهمة لسندات، إسناد قرض وأذونات الخزينة؛ وبالنسبة لسنة 2011 فقد انخفضت قيمة الإصدارات بنسبة 0,70% عن مستواها لسنة 2010، حيث قدرت قيمة الإصدارات من أسهم وسندات حوالي 5087، وبالنسبة للإصدارات الأولية للأسهم، فقد تم خلال سنة 2011 تحول شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 55 مليون دينار، وقيام 8 شركات قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 64,8 مليون سهم وبقيمة 81,7 مليون دينار.<sup>1</sup>

## 3. تطور أداء سوق الأسهم

لقد شهدت بورصة عمان للأوراق المالية تطورا كبيرا وخصوصا في السنوات العشر الأخيرة، وشملت هذه التطورات الصعيدين المحلي والخارجي في تطور الأطر التنظيمية والتشريعية وما رافقها من برامج للإصلاح الاقتصادي وذلك لاستقطاب رأس المال الأجنبي لمزيد من الاستثمارات في الأردن. كما واصلت بورصة عمان جهودها لتحديث الأوراق المالية المتداولة وتحسين الأداء لزيادة كفاءة البورصة وتعبئة العديد من الموارد بما يعزز من قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية وتوفير التمويل طويل الأجل للقطاع الخاص لتمكينه من القيام بدوره الفعال في عملية النمو والتنمية الاقتصادية.

الجدول (2-3): تطور أداء سوق الأسهم خلال الفترة (2008 – 2011)

المؤشر	2008	2009	2010	2011
حجم التداول (مليون دينار)	20 318	9 665,3	6 690	2 850,25
القيمة السوقية (مليون دينار)	25 406,3	22 526,9	21 858,2	19 272,75
القيمة السوقية أبي الناتج المحلي (%)	216,7	149,6	122,7	102,7
عدد الشركات المدرجة	262	272	277	247
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	5 442,3	6 022,5	6 988,8	4 072,3
معدل دوران الأسهم (%)	91,5	91,3	102,2	58,2
الرقم القياسي لأسعار الأسهم	6 243,1	5 520,1	5 318	4 648,4

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي 2008، 2009، 2010، 2011.

<sup>1</sup> بورصة عمان، التقارير السنوية 2008، 2009، 2010، 2011.

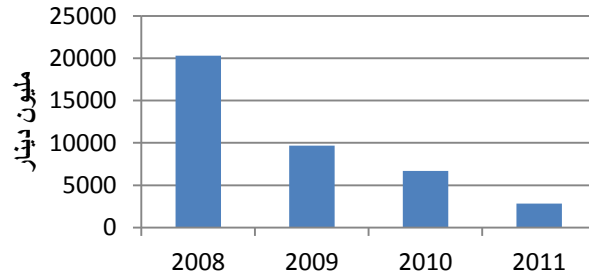


### 1.3 أحجام التداول

إن حجم التداول يعطي فكرة عامة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه بالمستقبل، فإذا كان حجم التداول كثيفا فإن ذلك يعني تفاؤل المستثمرين، أما إذا كان حجم التداول قليلا فإن ذلك يؤدي إلى قلق المستثمرين الذين يندفعون إلى تصفية استثماراتهم.

عرف حجم التداول في بورصة عمان سنة 2009 انخفاضا بنسبة قدرها 52,4% حيث وصل إلى 9 665,3 مليون دينار مقارنة بـ 20 318 مليون دينار في سنة 2008، ليواصل انخفاضه في سنة 2010 بنسبة 30,8% مقارنة بالسنة السابقة، ليصل إلى 6 690 مليون دينار. وفي سنة 2011 واصل انخفاضه بنسبة 57,4% مقارنة بالسنة السابقة مسجلا 2 850,25 مليون دينار. كما هو مبين في الشكل التالي:

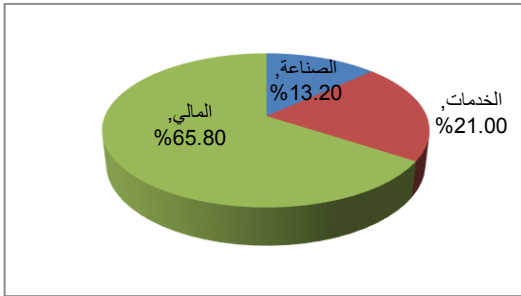
الشكل (3-4): حجم التداول في بورصة عمان خلال فترة (2008 - 2011)



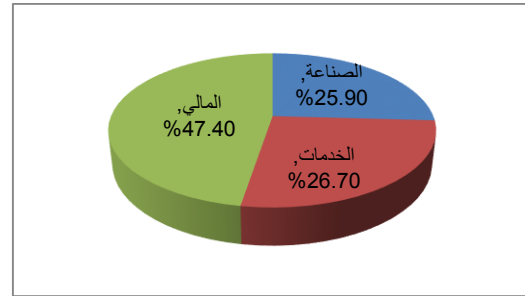
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Office Excel والتقارير السنوي للبورصة، أعداد متفرقة.

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول فقد حافظ القطاع المالي على الرتبة الأولى من حيث حجم التداول خلال فترة (2008 - 2011) ثم تلاه قطاع الخدمات، وفي المرتبة الأخيرة قطاع الصناعة وهذا مع تفاوت قليل في النسب خلال هذه الفترة، كما هو مبين في الأشكال التالية:

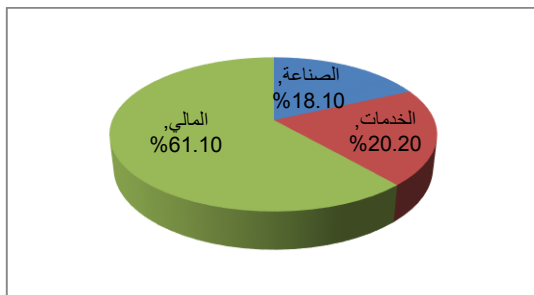
الشكل (3-6): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2009



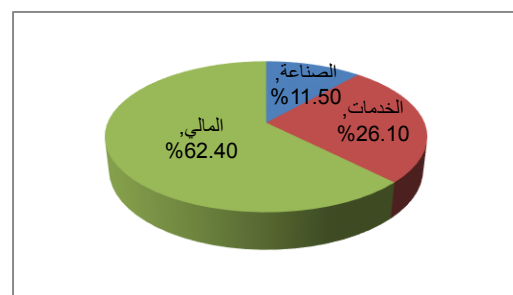
الشكل (3-5): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2008



الشكل (3-8): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2011



الشكل (3-7): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لبورصة عمان سنة 2010



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft Office Excel والتقارير السنوي للبورصة، أعداد متفرقة.

### 2.3 القيمة السوقية ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي

إن القيمة السوقية تعطي فكرة عامة حول عمق السوق، فكلما كانت القيمة السوقية مرتفعة كلما كان السوق أعمق وبالتالي ترتفع عدالتها من خلال انخفاض احتمال حدوث تلاعب واحتكارات من طرف كبار المستثمرين والسامسة.

ويعد الناتج المحلي الإجمالي PIB مؤشرا هاما تقارن به القيمة السوقية، إذ تدل هذه النسبة على أهمية السوق في الحياة الاقتصادية العامة والتي تعطي دلالة على تصرفات المستثمرين تجاه الأصول المالية،<sup>1</sup> بحيث تقيس ذلك الجزء من الناتج المحلي المستثمر في الشركات المدرجة في السوق، وعليه فارتفاع هذه النسبة يعني زيادة قدرة الشركات على استقطاب وجذب المستثمرين.<sup>2</sup>

في سنة 2008 انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة إلى 25 406,3 مليون دينار بنسبة 13,1% لتشكل ما نسبته 226,3% من الناتج المحلي الإجمالي؛ أما على المستوى القطاعي، انخفضت القيمة السوقية لكل من القطاع المالي وقطاع الخدمات بنسبة 18,07%، 11,26% على التوالي، إلا أن قطاع الصناعة عرف ارتفاعا في القيمة السوقية بنسبة 1,19% وهذا مقارنة بسنة 2007، ولتسمر القيمة السوقية في الانخفاض حتى نهاية سنة 2009، حيث وصلت إلى 22 526,9 مليون دينار أي بنسبة 11,3% مقارنة بالسنة السابقة، لتشكل ما نسبته 149,6% من الناتج المحلي الإجمالي؛ ومن الناحية القطاعية انخفضت القيمة السوقية للقطاع المالي والقطاع الصناعي بنسبة 18,9% و 2,94% على التوالي، في حين ارتفعت قيمة الخدمات السوقية بنسبة 6,81% مقارنة بسنة 2008. وكمحصلة لاستمرار انخفاض أسعار الأسهم لسنة 2010 و2011 انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة بنسبة 3% و 11,8% على التوالي، لتشكل ما نسبته 122,7% و 102,7% من الناتج المحلي الإجمالي؛ أما على المستوى القطاعي، فقد استمر كل من قطاع المالي والخدمات في الانخفاض خلال سنة 2010 و2011، وبالنسبة لقطاع الصناعي فقد عرف ارتفاعا في قيمته سنة 2010 بنسبة 4,76% مقارنة بالسنة السابقة، ليعاود الانخفاض بعد ذلك في نهاية سنة 2011.

#### جدول (3-3): القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا

مليون دينار

السنة	المالي	الخدمات	الصناعي	المجموع
2008	15 501	3 630	6 276	25 407
2009	12 559	3 877	6 091	22 527
2010	11 742	3 735	6 381	21 858
2011	9 847	3 481	5 944	19 273

المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي 2011.

<sup>1</sup> محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1999.  
<sup>2</sup> عصام محمد البحيسي، سوق فلسطين للأوراق المالية وقدرته على حشد الموارد المحلية واستقطاب الأجنبية، دراسة تحليلية، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ماي 2005، ص 9.

### 3.3 عدد الشركات المدرجة

يقيس مؤشر عدد الشركات المسجلة مدى اتساع حجم السوق، حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات، وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة، أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المسجلة، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة.

مع زيادة اتساع السوق وتنوع الفرص الاستثمارية فيه، أدى بالبورصة إلى تبني تصنيف قطاعي جديد، ليرتفع عدد الشركات إلى 272 شركة سنة 2009 بعدما كان 262 شركة سنة 2008، ليواصل عدد الشركات في الارتفاع إلى 277 شركة سنة 2010، أما سنة 2011 فقد عرف السوق انخفاضا في عدد الشركات إلى 247 شركة، وجاء هذا الانخفاض نتيجة لتعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، بحيث تم إلغاء إدراج أسهم الشركات التي تحال بقرار من المحكمة إلى التصفية الإجبارية وتلك التي تقرر هيئاتها العامة الموافقة على تصفية اختيارية، بالإضافة إلى الشركات التي تبقى موقوفة عن التداول لمدة تزيد عن العامين.<sup>1</sup>

### 4.3 عدد الأسهم المتداولة

إن عدد الأسهم المتداولة يعطي فكرة عامة على سيولة السوق بصفة أكبر من حجم التداول فكلما ارتفع عدد الأسهم المتداولة كلما كانت السوق أكثر سيولة، عكس حجم التداول الذي لا يعبر عن السيولة بشكل واضح فقد يكون حجم التداول كبير لكنه متركز في عدد قليل من الأسهم فقط.

حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة في سنة 2008 442,3 مليون سهم وارتفع في سنة 2009 بنسبة 10,7% ليصل إلى 6 022,5 مليون سهم، ليواصل ارتفاعه خلال سنة 2010 بنسبة 16,04% مقارنة بالسنة السابقة ليبليغ 6 988,8 مليون سهم، أما بالنسبة لسنة 2011 عرف السوق انخفاضا بنسبة 41,73% مسجلا 2 850,25 مليون سهم.<sup>2</sup>

### 5.3 معدل دوران السهم

يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف اتمام الصفقات منخفضة. والجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية.

انخفض معدل دوران الأسهم في البورصة ليسجل 91,3% في سنة 2009 مقارنة بـ 91,5% لسنة 2008، وبلغ 102,2% في سنة 2010 ليواصل بعدها انخفاضه إلى 58,2% خلال سنة 2011.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بورصة عمان، التقارير السنوية، 2008، 2009، 2010، 2011.

<sup>2</sup> نفس المرجع.

<sup>3</sup> نفس المرجع.

#### 4. تطور سوق السندات

بلغت قيمة السندات خلال سنة 2008 إلى 605 819 دينار بنسبة انخفاض 84,1%، كما انخفض عدد السندات المتداولة إلى 417 سند، بانخفاض نسبته 73,6% مقارنة بالسنة السابقة. أما في سنة 2009 فبلغت قيمة السندات 2,5 مليون دينار بنسبة ارتفاع قدرها 317,6%، كما ارتفع عدد السندات المتداولة إلى 761 سند بنسبة 82,5% مقارنة بنسبة 2008، وتجدر الإشارة إلى أنه تم التداول خلال سنة 2009 بسندات الشركات المساهمة العامة فقط. لتعاود الانخفاض في قيمة السندات لتصل إلى 140 075 دينار بنسبة انخفاض 94,5%، كما انخفض عدد السندات المتداول إلى 140 سند بانخفاض نسبته 81,6% مقارنة بالسنة 2009. ومع نهاية سنة 2011 ارتفعت قيمة السندات لتصل إلى 555 039 بنسبة 296,2% مقارنة بالسنة السابقة، مع ارتفاع في عدد السندات المتداولة بـ 600 سند وهذا بنسبة ارتفاع قدره 328,6%.

#### المبحث الثاني: دراسة الحالة

بعد مناقشة وعرض مختلف المقاربات النظرية المفسرة لأثر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في الفصول السابقة، سوف يتم تخصيص هذا القسم للجانب التطبيقي المتعلق بإشكالية تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، وذلك بدراسة عينة من الشركات الأردنية المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2008-2011.

#### المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة

وفي هذا الإطار سوف يتم التذكير بمجتمع وعينة الدراسة قبل التعرف على متغيرات وفرضيات هذه الدراسة.

##### 1. عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من المؤسسات الصناعية والخدمات المدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2011 والبالغ عددها 110 مؤسسة، وتم اختيار عينة الدراسة بناءً على جملة من الاعتبارات منها:

- ألا تكون مؤسسة مالية (بنك شركة تأمين...)
- ألا تكون قامت بعملية اندماج مع مؤسسة أخرى خلال فترة الدراسة؛
- التي تداول أسهمها مستمر خلال فترة الدراسة؛
- التي تتوفر بياناتها المالية؛
- التي لم تتوقف عن مزاولة نشاطها الرئيسي؛

كما تم استبعاد المؤسسات التي لا تتوفر عنها معلومات كافية لاحتساب متغيرات الدراسة الأساسية. وبمراعاة هذه الأسس، تم اختيار 60 مؤسسة تمثل 54.54% من مؤسسات مجتمع الدراسة والتي استوفت الشروط السابقة. ويمكن عرض توزيع العينة على القطاعات من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> بورصة عمان، التقرير السنوي، 2011.

## الجدول (3-4): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات

القطاع	عدد شركات عينة الدراسة	العدد الكلي لمجموع الشركات بالقطاع	نسبة تمثيل عينة الدراسة من العدد الكلي للشركات في القطاع
الصناعي	32	66	48.48%
الخدمي	28	50	56%
المجموع	60	110	54.54%

المصدر: من إعداد الطالبة.

## 2. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2008 - 2011، والتي تعتبر نوعاً ما فترة كافية لمعرفة أثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، وتتميز هذه الفترة بـ:

- استمرار الأزمة المالية العالمية خلال فترة الدراسة مما قد يؤثر على النتائج؛
  - تراجع سعر صرف الدولار الأمريكي؛
  - عدم الاستقرار في البلدان العربية، خاصة ما شهدته سنة 2011 من ثورات شعبية أو ما يسمى بالربيع العربي في كل من تونس، مصر، ليبيا، اليمن وسوريا؛
- أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة عمان، حيث تعتبر أحد أهم الأسواق المالية العربية من حيث الرسالة، حجم التداول، عدد الشركات، وجود التنظيم، والاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة وغيرها من المعايير.<sup>1</sup>

## 3. تصميم دراسة الحالة

تتمثل البيانات والمعلومات المستخدمة في دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة في: أسعار الأسهم، القوائم المالية والتقارير السنوية التي تم جمعها من الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، والشركات محل الدراسة، والصندوق النقد العربي، حيث نعتقد أن هذه المعلومات المنشورة بالمواقع الرسمية على الانترنت تتمتع بمصداقية مقبولة.

## 1.3 متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة المؤسسة، وذلك على مستوى كل المؤسسات محل الدراسة والتي سيتم استخدامها في اختبار فروض البحث.

## 1.1.3 المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة (VE)، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد تم أخذ متوسط القيمة السوقية لسهم المؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2011،

<sup>1</sup> محفوظ جبار، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع والأفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أفريل 2007، ص173.

وتعتبر القيمة السوقية للسهم (VB) المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها، حيث يعتقد أنه يعكس قيمة المؤسسة.

### 2.1.3 المتغيرات المستقلة

هناك متغيرين أساسيين:

❖ **الهيكل المالي SF**: يضم ثلاث متغيرات هي:

- نسبة الديون قصيرة الأجل  $D_{CTTP}$ : تتمثل في الديون قصيرة الأجل على مجموع الخصوم؛
- نسبة الديون طويلة الأجل  $D_{LTTP}$ : تتمثل في الديون طويلة الأجل على مجموع الخصوم؛
- نسبة الملكية  $CP_{TP}$ : وتتمثل في الأموال الخاصة على مجموع الخصوم؛

❖ **سياسة توزيع الأرباح PD**: تضم أربع متغيرات هي:

- نصيب السهم من التوزيعات النقدية  $DPA$ : ويعتبر هذا المتغير مقياساً أساسياً لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية؛
- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة  $DND$ : تتمثل في الفرق بين ربحية السهم الواحد ونصيب السهم من التوزيعات؛
- إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)  $RACH$ : وتتمثل في نسبة الأسهم المعاد شراؤها من رأسمال الشركة.
- التوزيعات في شكل أسهم مجانية  $DG$ : تتمثل في نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الإسمية للسهم (المقدرة بـ 1 دينار أردني).

### 2.3 فرضيات دراسة الحالة

- H 1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي (بجميع متغيراته) والقيمة السوقية للمؤسسة (VB)؛
- H 2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراتها) والقيمة السوقية للمؤسسة (VB)؛
- H 3: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي (بجميع متغيراته) وسياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراتها)؛
- H 4: تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة (بجميع متغيراته) أكبر من تأثير سياسة توزيع الأرباح (بجميع متغيراتها).

### 3.3 الأسلوب الإحصائي المعتمد

تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار صحة فرضيات هذه الدراسة، والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً للتغير في قيم المتغيرات المستقلة، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي R 2.9.2 في معالجة واستغلال هذه البيانات وتحويلها وتكييفها بما يتوافق وغرض الدراسة وهذا من أجل التوصل إلى نتائج معبرة يمكن تفسيرها وتحليلها.

ويتم معرفة مدى ارتباط المتغير التابع بالمتغير المستقل من خلال معامل الارتباط R، والذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$R = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{[n \sum x^2 - (\sum x)^2][n \sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$

حيث أن قيمة R تكون  $(-1 \leq R \leq 1)$ ، مما يعني أنه يكون الارتباط قويا كلما اقتربت قيمة R من طرفي المجال، على العكس من ذلك في حال اقتراب قيمتها من الصفر والذي يعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرين التابع والمستقل، أما إشارة R فإنها تدل على نوع العلاقة بين المتغيرين طردية كانت أو عكسية.

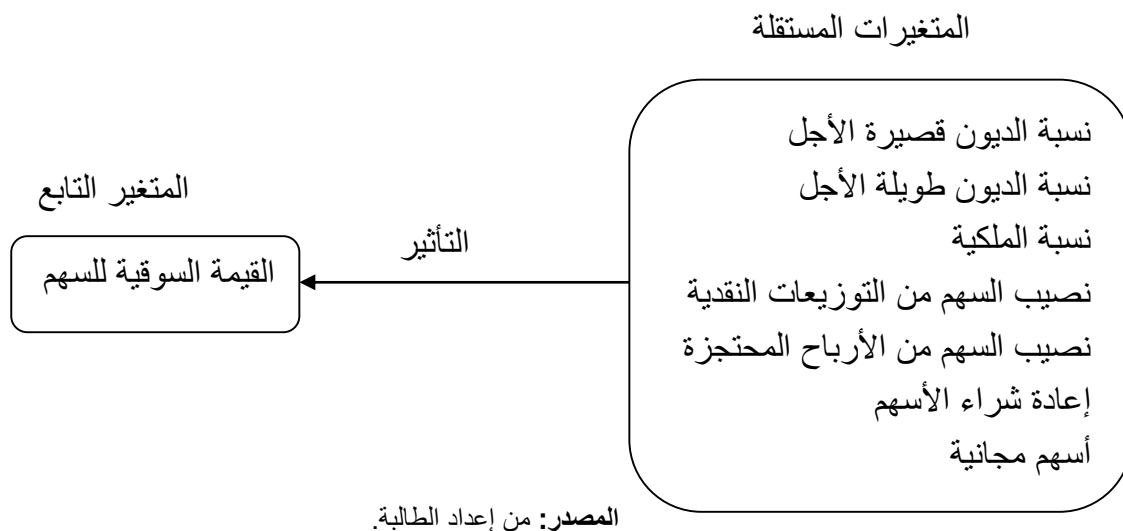
ولمعرفة نسبة التغير الحاصل في المتغير التابع نتيجة التغير في المتغير المستقل، فإنه يستعمل لهذا الغرض معامل التحديد  $R^2$ ، والذي يمثل مربع معامل الارتباط.

كما سيتم القيام باختبارات ونذكر منها: اختبار فيشر (F) والذي يدل على معنوية النموذج المستخدم في التحليل، اختبار تجانس التباين (Heteroscedasticité)، اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation des erreurs)، اختبار التعدد الخطي (Multicolinéarité).

### المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة الاختبارية

انطلاقا من متغيرات الدراسة الحالية، يظهر نموذج الدراسة المقترح كما يوضحه الشكل التالي:

#### الشكل (3-9): النموذج المقترح للدراسة الحالية



وفقا لنموذج الدراسة المقترح والذي وضحه الشكل أعلاه، فإن نموذج دالة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة يبدو كما توضحه المعادلة التالية:

$$VB_i = \beta_0 + \beta_1 D_{CTP(i)} + \beta_2 D_{LTTP(i)} + \beta_3 CP_{TP(i)} + \beta_4 DPA_{(i)} + \beta_5 DND_{(i)} + \beta_6 RACH_{(i)} + \beta_7 DG_{(i)} + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$VB_i$ : القيمة السوقية للسهم  $i$ ؛  $D_{CTTP(i)}$ : نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسة  $i$ ؛  
 $DLTTP(i)$ : نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسة  $i$ ؛  $CP_{TP(i)}$ : نسبة الملكية للمؤسسة  $i$ ؛  
 $DPA(i)$ : توزيعات السهم الواحد للمؤسسة  $i$ ؛  $DND(i)$ : الأرباح المحتجزة للسهم الواحد للمؤسسة  $i$ ؛  
 $RACH(i)$ : إعادة شراء الأسهم للمؤسسة  $i$ ؛  $DG(i)$ : الأسهم المجانية للمؤسسة  $i$ ؛  
 $e_i$ : حد الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

وكما سيتم استخدام فاصل زمني مقداره فترة واحدة (سنة واحدة) بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة، حيث تقاس المتغيرات المستقلة في الفترة السابقة على فترة قياس التغيرات بالنسبة للمتغير التابع للدراسة وهو القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة).

ومن أجل دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة نقوم بما يلي:

### 1. تحليل نتائج الارتباط

يوضح الجدول أدناه نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة والذي يتضمن المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

الجدول (3-5): مصفوفة معاملات الارتباط

	VB	DCTTP	DLTTP	CPTP	DPA	DND	RACH	DG
VB	1.00	-0.05	0.34	-0.13	0.70	0.45	-0.01	0.45
DCTTP	-0.05	1.00	0.09	-0.85	-0.12	-0.14	0.02	0.23
DLTTP	0.34	0.09	1.00	-0.59	0.14	0.04	-0.01	-0.01
CPTP	-0.13	-0.85	-0.59	1.00	-0.07	0.09	-0.01	-0.18
DPA	0.70	-0.12	0.14	-0.07	1.00	0.14	-0.03	0.31
DND	0.45	-0.14	0.04	0.09	0.14	1.00	-0.05	0.12
RACH	-0.01	0.02	-0.01	-0.01	-0.03	-0.05	1.00	-0.05
DG	0.45	0.23	-0.01	-0.18	0.31	0.12	-0.05	1.00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

كشفت نتائج مصفوفة معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات المدرجة في بورصة عمان عن وجود علاقة ارتباط قوية وذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 99% بين المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) والمتغير المستقل DPA بمقدار 70%، مما يدل على أن توزيعات النقدية للسهم الواحد تفسر 49% من القيمة السوقية، وبدرجة أقل نجد علاقة الارتباط مع المتغيرين المستقلين DND و DG التي بلغت 45% أي يفسران القيمة السوقية بحوالي 20%، وبالنسبة للديون طويلة الأجل فكان ارتباطها بالقيمة السوقية موجبا بنسبة 34%، أما المتغيرات المستقلة الباقية فعلاقتها بالقيمة السوقية علاقة عكسية وبارتباط ضعيف.

كذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقات ارتباط ذات دلالة إحصائية بين بعض المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، مما قد يشير إلى وجود مشكلة التعدد الخطي، والتي من شأنها التأثير على نتائج



تحليل الانحدار. فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية وذات علاقة عكسية بين كل من نسبة الأموال الخاصة وديون قصيرة الأجل وبين نسبة الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل بنسبة (-85%، -59%) على التوالي؛ وبالنسبة للمتغيرات المستقلة الأخرى فقد كان معامل الارتباط فيما بينها ضعيفا نوعا ما.

## 2. تحليل الانحدار المتعدد

يبين الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج.

### الجدول (3-6): نتائج تحليل الانحدار المتعدد

```
Call:
lm(formula = VB ~ DCTTP + DLTTP + CPTP + DPA + DND + RACH + DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-4.8430 -0.8704 -0.2710  0.7867  3.7562

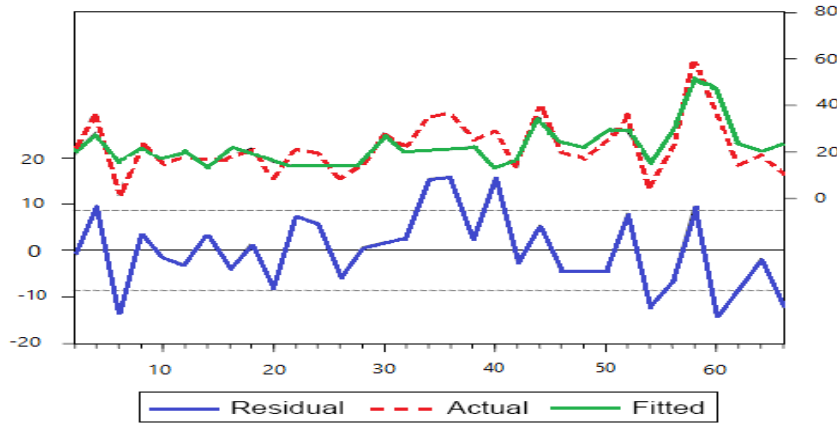
Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -3968.273   3035.577  -1.307  0.19688
DCTTP         39.695     30.359   1.307  0.19680
DLTTP         39.748     30.359   1.309  0.19620
CPTP          39.705     30.359   1.308  0.19668
DPA            4.270      1.195   3.574  0.00077 ***
DND            0.844      1.047   0.806  0.42372
RACH           4.419     13.384   0.330  0.74261
DG             3.519     11.722   3.030  0.00380 **
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.547 on 52 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.6055,    Adjusted R-squared:  0.5524
F-statistic: 11.4 on 7 and 52 DF,  p-value: 1.164e-08
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

من خلال النتائج التي أسفرت عن تحليل الانحدار المتعدد يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسر 60.55% من التغير في المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 60.55%، ومعامل التحديد المعدل Adjusted R-squared 55.24%، ويمكن توضيح القدرة التفسيرية من خلال عرض التمثيل البياني للسلسلة الأصلية مع السلسلة المقدره لدالة قيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (3-10): مقارنة بين السلسلة الأصلية والمقدرة لدالة القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد البرنامج الإحصائي R 2.9.2.

يمكن اختبار مدى قبول النموذج إحصائياً وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج عن طريق إحصائية Fisher، من خلال الجدول رقم (3-6) نجد أن:

$$F\text{-statistic} = 11.4 > F_{7,52}(0.05) = 2.19$$

ومنه النموذج الكلي مقبول بنسبة دلالة 5%، أي للنموذج معنوية إحصائية.

أما بخصوص المعنوية الإحصائية للمعالم فيمكن قبول كل من التوزيعات النقدية للسهم DPA والتوزيعات على شكل أسهم مجانية DG حيث:

$$p\text{-value} = 0.0007 < 0.05 \text{ أي DPA ذات معنوية إحصائية}$$

$$p\text{-value} = 0.003 < 0.05 \text{ أي DG ذات معنوية إحصائية}$$

وما يلاحظ على النتائج هذا النموذج أن الهيكل المالي ليست له معنوية إحصائية عند درجات الثقة الشائعة، وبكل أشكاله، وهو ما يتطلب اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد من خلال اختبار مشاكل القياس الاقتصادي.

### 3. اختبار مشاكل القياس الاقتصادي

تتمثل مشاكل القياس الاقتصادي في:

- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroscedasticité)؛
- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation des erreurs)؛
- اختبار التعدد الخطي (Multicolinéarité).

### 1.3 اختبار عدم تجانس التباين

من بين شروط صحة نموذج الانحدار الخطي المتعدد أن يكون هناك تجانس تباين الأخطاء، ومن أجل اختبار ذلك نستعمل اختبار White، والذي يتمثل في اختبار وجود معنوية إحصائية لنموذج يكتب على الشكل التالي:

$$e_i^2 = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \alpha_1 x_{1i}^2 + \dots + \beta_k x_{ki} + \alpha_k x_{ki}^2 + \varepsilon_i$$

وقد كشفت نتائج هذا الاختبار على ما يلي:

### الجدول (7-3): نتائج اختبار White

```
Call:
lm(formula = E ~ DCTTP + DCTTP2 + DLTP + DLTP2 + CPTP + CPTP2 +
    DPA + DPA2 + DND + DND2 + RACH + RACH2 + DG + DG2)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-4.6424 -1.4373 -0.1813  0.5011  8.3120

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -4.384e+03  5.153e+03  -0.851  0.39940
DCTTP        4.375e+01  5.155e+01   0.849  0.40053
DCTTP2       1.721e-03  1.862e-03   0.924  0.36018
DLTP         4.392e+01  5.155e+01   0.852  0.39868
DLTP2       -3.287e-03  2.456e-03  -1.338  0.18747
CPTP         4.387e+01  5.153e+01   0.851  0.39904
CPTP2       -6.336e-05  1.731e-03  -0.037  0.97097
DPA          -4.384e+00  5.173e+00  -0.848  0.40115
DPA2         1.075e+01  3.623e+00   2.967  0.00480 **
DND           2.325e+01  7.344e+00   3.166  0.00277 **
DND2        -1.357e+01  4.692e+00  -2.892  0.00588 **
RACH         -6.552e+01  1.187e+02  -0.552  0.58361
RACH2        6.390e+02  1.287e+03   0.497  0.62187
DG            8.498e+01  6.516e+01   1.304  0.19882
DG2         -1.640e+03  5.964e+02  -2.751  0.00854 **
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 2.57 on 45 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.6641,    Adjusted R-squared:  0.5596
F-statistic: 6.355 on 14 and 45 DF,  p-value: 9.074e-07
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

من خلال نتائج الجدول أعلاه وجدول فيشر نجد:

$$F\text{-statistic} = 6.35 > F_{14,45}(0.05) = 2.19$$

ومنه حسب إحصائية فيشر فإن نموذج White مقبول من الناحية الإحصائية وذو قدرة تفسيرية

66.41%، وهو دليل على عدم تجانس تباين لبواقي.

### 2.3 اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

نعمد لاختبار وجود علاقة ارتباط بين البواقي على اختبار Durbin-Watson (DW) حيث:

$$DW = \frac{\sum_{j=2}^n (e_j - e_{j-1})^2}{\sum_{j=1}^n e_j^2} = 2.06$$

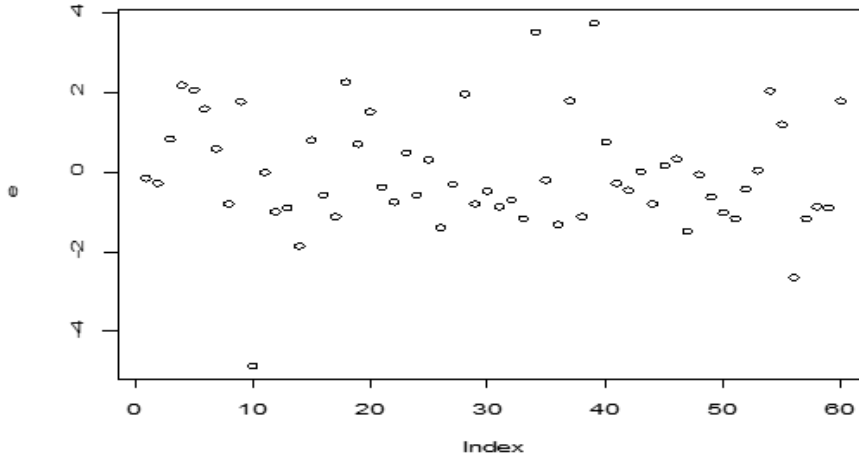
ومنه:

$$\rho = 1 - \frac{DW}{2} = -0.03$$

وبما أن مقدر معامل الارتباط الذاتي يختلف عن الصفر فإن الإحصائية موجودة في منطقة رفض

الفرضية  $H_0$ ، وعليه هناك دليل على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، وهو ما يوضحه كذلك الشكل التالي:

الشكل (3-11): التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد البرنامج الإحصائي R 2.9.2.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن البواقي ليست عبارة عن تشويش أبيض، بحيث توجد قيم خارج مجال الثقة وهو دليل على الارتباط.

عدم تحقق شروط نموذج الانحدار الخطي المتعدد يعني أن هذا النموذج غير صالح للتنبؤ، ولا بد من تعديله أو اللجوء للانحدار البسيط ما دام الهدف هو دراسة الأثر وليس النمذجة، لكن قبل الشروع في ذلك لابد من اختبار مدى وجود علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة، والتي قد تكون أحد الأسباب الرئيسية في اختلال الفرضيات وذلك من خلال اختبار التعدد الخطي.

3.3 اختبار التعدد الخطي

انطلاقاً من نتائج معاملات الارتباط يظهر أن هناك احتمال وجود مشكل تعدد خطي بين المتغيرات المستعملة، ومن أجل الكشف عن هذا المشكل نقوم بدراسة الانحدار بين المتغيرات المستقلة فيما بينها؛ ونبدأ بدراسة الانحدار بين المتغيرات المستقلة للهيكل المالي، حيث أسفرت النتائج بين المتغيرات على النتائج التالية:

الجدول (3-8): نتائج انحدار الأموال الخاصة كدالة في الديون الطويلة والديون قصيرة الأجل

```
Call:
lm(formula = CPTP ~ DCTTP + DLTTP)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.028444  0.001074  0.001633  0.001807  0.011820

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  9.999e+01  1.690e-03   59165  <2e-16 ***
DCTTP        -1.000e+00  5.601e-05  -17853  <2e-16 ***
DLTTP        -1.000e+00  8.690e-05  -11508  <2e-16 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.006792 on 57 degrees of freedom
Multiple R-squared: 1, Adjusted R-squared: 1
F-statistic: 2.461e+08 on 2 and 57 DF, p-value: < 2.2e-16
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

كشفت نتائج تحليل الانحدار على أن المتغيرين يفسران 100% من التغير في الأموال الخاصة، كما تشير النتائج إلى قبول النموذج من الناحية الإحصائية حسب احتمال إحصائية فيشر، والمتغيرين في علاقة ذات دلالة مع الأموال الخاصة.

كما أسفرت نتائج انحدار الديون القصيرة كدالة في الديون الطويلة على النتائج التالية:

### الجدول (9-3): نتائج انحدار الديون القصيرة كدالة في الديون الطويلة

```
Call:
lm(formula = DCTTP ~ DLTTP)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-22.047 -12.322  -3.391   5.979  61.516

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  23.4637     2.4905   9.421 2.70e-13 ***
DLTTP         0.1398     0.2029   0.689  0.494
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 15.92 on 58 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.008116,    Adjusted R-squared:  -0.008985
F-statistic: 0.4746 on 1 and 58 DF,  p-value: 0.4936
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R.2.9.2.

دلت نتائج الانحدار على عدم وجود علاقة خطية بين الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، كون النموذج غير مقبول إحصائياً عند مختلف درجات الثقة الشائعة، والقدرة التفسيرية ضعيفة جداً.

وأسفرت نتائج انحدار متغيرات سياسة توزيع الأرباح على النتائج التالية:

### الجدول (10-3): نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في الأرباح المحتجزة وإعادة الشراء الأسهم والأرباح المجانية

```
Call:
lm(formula = DPA ~ DND + RACH + DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.66056 -0.06100 -0.03976  0.01953  0.91047

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  0.05746     0.02866   2.005  0.0498 *
DND          0.61808     0.09892   6.248 5.98e-08 ***
RACH         0.12630     1.70264   0.074  0.9411
DG           3.25811     1.31923   2.470  0.0166 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.1972 on 56 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.4701,    Adjusted R-squared:  0.4418
F-statistic: 16.56 on 3 and 56 DF,  p-value: 7.989e-08
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R.2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية حسب احتمال إحصائية فيشر، والمتغيرين الأرباح المحتجزة والأسهم المجانية في علاقة ذات دلالة مع التوزيعات النقدية.

كما أسفرت نتائج انحدار الأرباح المحتجزة كدالة في إعادة الشراء الأسهم والأسهم المجانية على النتائج التالية:

### الجدول (11-3): نتائج انحدار الأرباح المحتجزة كدالة في إعادة الشراء الأسهم والأسهم المجانية

```
Call:
lm(formula = DND ~ RACH + DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.18469 -0.09391 -0.06941 -0.01328  1.42709

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  0.09391    0.03631   2.586  0.0123 *
RACH        -0.78056    2.27754  -0.343  0.7331
DG           1.59272    1.75384   0.908  0.3676
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 0.264 on 57 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.01691,    Adjusted R-squared:  -0.01758
F-statistic: 0.4903 on 2 and 57 DF,  p-value: 0.615
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مرفوض من الناحية الإحصائية عند مختلف درجات الثقة الشائعة حسب احتمال إحصائية فيشر، ولا توجد علاقة ذات دلالة خطية بين متغير الأرباح المحتجزة، وكل من المتغيرين إعادة الشراء الأسهم والأسهم المجانية.

كما أسفرت نتائج انحدار إعادة الشراء كدالة في الأسهم المجانية على النتائج التالية:

### الجدول (12-3): نتائج انحدار إعادة الشراء الأسهم كدالة في الأسهم المجانية

```
Call:
lm(formula = RACH ~ DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-0.003027 -0.003027 -0.003027 -0.003027  0.097973

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  0.003027    0.002055   1.473  0.146
DG          -0.043575    0.100952  -0.432  0.668

Residual standard error: 0.01522 on 58 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.003202,    Adjusted R-squared:  -0.01398
F-statistic: 0.1863 on 1 and 58 DF,  p-value: 0.6676
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

دلت نتائج الانحدار على عدم وجود علاقة خطية بين المتغيرين إعادة الشراء الأسهم والأسهم المجانية، كون النموذج غير مقبول إحصائياً عند مختلف درجات الثقة الشائعة، والقدرة التفسيرية ضعيفة جداً.

بعد دراسة العلاقة بين متغيرات الهيكل المالي، ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح، نحاول دراسة العلاقة بين متغيرات الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح كل فيما بينها، ونتائج الانحدار كالتالي:

### الجدول (3-13): نتائج انحدار الأموال الخاصة كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح

Call:

```
lm(formula = CPTP ~ DPA + DND + RACH + DG)
```

Residuals:

Min	1Q	Median	3Q	Max
-49.155	-10.179	1.995	13.519	40.021

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )
(Intercept)	69.737	2.963	23.539	<2e-16 ***
DPA	-12.644	13.342	-0.948	0.347
DND	16.283	12.867	1.266	0.211
RACH	-27.240	170.010	-0.160	0.873
DG	-154.155	138.708	-1.111	0.271

---

Signif. codes: 0 '\*\*\*' 0.001 '\*\*' 0.01 '\*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 19.68 on 55 degrees of freedom

Multiple R-squared: 0.06118, Adjusted R-squared: -0.0071

F-statistic: 0.896 on 4 and 55 DF, p-value: 0.4727

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مرفوض من الناحية الإحصائية عند مختلف درجات الثقة الشائعة حسب احتمال إحصائية فيشر، ولا توجد علاقة ذات دلالة خطية بين متغير الأموال الخاصة، ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح.

كما أسفرت نتائج انحدار ديون قصيرة الأجل كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح على النتائج

التالية:

**الجدول (3-14): نتائج انحدار ديون قصيرة الأجل كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح**

```
Call:
lm(formula = DCTTP ~ DPA + DND + RACH + DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-32.217 -11.024  -1.270   8.107  48.588

Coefficients:
                Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)     24.759     2.339   10.585  7e-15 ***
DPA             -10.645    10.534   -1.010  0.3167
DND              -3.934    10.158   -0.387  0.7000
RACH             38.076    134.225   0.284  0.7777
DG              243.800    109.511   2.226  0.0301 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 15.54 on 55 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1037,    Adjusted R-squared:  0.03851
F-statistic: 1.591 on 4 and 55 DF,  p-value: 0.1897
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج الكلي مرفوض من الناحية الإحصائية حسب احتمال إحصائية فيشر، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير الأموال الخاصة وكل من متغيرات التوزيعات النقدية، الأرباح المحتجزة وإعادة الشراء الأسهم؛ أما بالنسبة لمتغير الأسهم المجانية فنجد علاقة ذات دلالة مع الديون قصيرة الأجل.

أما بالنسبة لدراسة الانحدار بين متغير ديون طويلة الأجل ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح، فقد أسفرت على النتائج التالية:

**الجدول (3-15): نتائج انحدار ديون طويلة الأجل كدالة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح**

```
Call:
lm(formula = DLTPP ~ DPA + DND + RACH + DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-17.688  -5.847  -2.758   4.932  35.429

Coefficients:
                Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)     5.492     1.429   3.843 0.000317 ***
DPA             23.286     6.435   3.618 0.000645 ***
DND            -12.349     6.206  -1.990 0.051582
RACH            -10.818    82.000  -0.132 0.895528
DG            -89.615    66.902  -1.339 0.185919
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 9.495 on 55 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1949,    Adjusted R-squared:  0.1364
F-statistic: 3.329 on 4 and 55 DF,  p-value: 0.01637
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.



تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية حسب احتمال إحصائية فيشر، والمتغير التوزيعات النقدية في علاقة ذات دلالة مع الديون طويلة الأجل.

من خلال نتائج الانحدار السابقة يمكن القول أن هناك بعض المتغيرات الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح مستقلة فيما بينها، وهو ما يقودنا إلى تشكيل ثلاث نماذج<sup>1</sup> هي:

النموذج الأول:  $VB : f(CPTP, DPA, RACH)$

النموذج الثاني:  $VB : f(DCTTP, DLTP)$

النموذج الثالث:  $VB : f(DND, RACH, DG)$

### ❖ النموذج الأول

يبين الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية.

**الجدول (3-16): نتائج انحدار القيمة السوقية للمؤسسة كدالة في الهيكل المالي (CPTP) وسياسة توزيع الأرباح (DPA, RACH)**

```
Call:
lm(formula = VB ~ CPTP + DPA + RACH)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-6.6871 -0.8669 -0.3903  0.7245  3.9992

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  2.51615    0.80734   3.117  0.00289 **
CPTP         -0.00990    0.01106  -0.895  0.37439
DPA          6.16109    0.82237   7.492 5.32e-10 ***
RACH         2.10127   14.31450   0.147  0.88382
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.66 on 56 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.5104,    Adjusted R-squared:  0.4842
F-statistic: 19.46 on 3 and 56 DF,  p-value: 9.086e-09
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، والمتغير التوزيعات النقدية تختلف معنوياً عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن سياسة اختيار الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 51%.

### ❖ النموذج الثاني

يبين الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية.

<sup>1</sup> على سبيل الذكر لا الحصر فلتجاوز مشكل التعدد الخطي لا بد من تشكيل 1=27-1=127 نموذج واختيار أحسنها.

**الجدول (3-17): نتائج انحدار القيمة السوقية للمؤسسة كدالة في الهيكل المالي (DCTTP,DLTTP)**

```
Call:
lm(formula = VB ~ DCTTP + DLTTP)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-2.8523 -1.3431 -0.5706  1.0765  9.1637

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)   2.44502     0.54633   4.475 3.7e-05 ***
DCTTP         -0.01227     0.01811  -0.678 0.50078
DLTTP          0.08061     0.02809   2.869 0.00576 **
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 2.196 on 57 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.1286,    Adjusted R-squared:  0.09801
F-statistic: 4.206 on 2 and 57 DF,  p-value: 0.01979
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 95% حسب احتمال إحصائية فيشر، والمتغير ديون طويلة الأجل تختلف معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرها على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن سياسة اختيار الهيكل المالي تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 13%.

❖ **النموذج الثالث**

يبين الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثالث من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية.

**الجدول (3-18): نتائج انحدار القيمة السوقية للمؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح (DND,RACH,DG)**

```
Call:
lm(formula = VB ~ DND + RACH + DG)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-3.9275 -1.0657 -0.3026  0.5197  8.1910

Coefficients:
              Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)   2.0403     0.2739   7.448 6.29e-10 ***
DND            3.6164     0.9454   3.825 0.000331 ***
RACH           4.9475    16.2735   0.304 0.762240
DG             2.5819    12.6089   0.204 0.844390
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 1.884 on 56 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.3694,    Adjusted R-squared:  0.3356
F-statistic: 10.93 on 3 and 56 DF,  p-value: 9.365e-06
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي R 2.9.2.

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، والمتغيرين الأرباح المحتجزة والأسهم المجانية تختلفان معنويًا عن الصفر، أي أن تأثيرهما على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن سياسة توزيع الأرباح تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 37%.

يمكن القول مما سبق أن كلا من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح له معنوية إحصائية، وقدرة تفسيرية ذات دلالة كل على حدة أو مع بعضهما في تفسير والتأثير على قيمة المؤسسة، لكن مع بعضهما هما الأحسن إذا ما رجعنا إلى معيار معامل التحديد المعدل، والذي بلغ أعلى قيمة له في النموذج الأول.

#### 4. نتائج الدراسة الاختبارية

قامت الدراسة الحالية بدراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وقد أخذ متغير القيمة السوقية للسهم كمتغير يعكس ويفسر قيمة المؤسسة، أي يعكس كفاءة وأداء المؤسسة وقيمتها في السوق، كما تم أخذ قيم السعر السوقي للسهم خلال سنوات 2009-2010-2011 وذلك بأخذ المتوسط الحسابي، وهي فترة تتميز بحدوث الأزمة المالية الخاصة بالرهن العقاري حيث استقطت هذه الأزمة خلال هذه السنوات وهو ما قد يؤثر على نتائج الدراسة.

كما تم أخذ قيم متغيرات الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لسنوات 2008-2009-2010 وأخذ فاصل زمني بفترة واحدة مقارنة بالمتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة)، ذلك كون المعلومات المعلن عنها في سنة 2008 سوف تنعكس على القيم السوقية للسهم في السنة التي تليها ونفس الشيء بالنسبة للسنوات الأخرى، لذا تم أخذ هذا الفاصل الزمني من أجل إعطاء نتائج أكثر دقة وأكثر معنوية.

بالنسبة للهيكل المالي فقد تم أخذ ثلاث متغيرات وذلك خلال فترة 2008-2009-2010، والتي تتمثل في كل من نسبة الأموال الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح فقد تم أخذ أربع متغيرات خلال نفس الفترة، والتي تشمل كل من نصيب السهم في التوزيعات النقدية، نصيب السهم في الأرباح المحتجزة، إعادة شراء الأسهم وتوزيعات على شكل أسهم مجانية.

توصلت نتائج الدراسة الاختبارية إلى النتائج الآتية:

- قبول الفرضية الأولى جزئياً، وهذا على مستوى المتغير المستقل الخاص بنسبة الديون طويلة الأجل، والتي تقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل (DLTTP) والمتغير التابع (VB).
- قبول الفرضية الثانية جزئياً، وهذا على مستوى المتغيرات المستقلة الخاصة بكل من نصيب السهم من التوزيعات النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والأسهم المجانية، والتي تقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغيرات المستقلة (DPA, DND, DG) والمتغير التابع (VB).
- قبول الفرضية الثالثة جزئياً، حيث نجد علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير نسبة الديون طويلة الأجل مع المتغيرين التوزيعات النقدية والأرباح المحتجزة، كما نجد علاقة إحصائية أخرى ذات دلالة معنوية بين كل من متغير نسبة الديون طويلة الأجل والأسهم المجانية.

- رفض الفرضية الرابعة، حيث نجد متغيرات سياسة توزيع الأرباح وبالأخص التوزيعات النقدية الأكبر تفسيراً لقيمة المؤسسة على متغيرات الهيكل المالي.

### 5. تطبيق نموذج الدراسة على بورصة الجزائر

تختلف بورصة عمان عن بورصة الجزائر من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، حيث تتكون عينة الدراسة في بورصة الجزائر من مؤسستين فقط (صيدال وفندق الأوراسي) وهذا بعد استبعاد كل من الرياض سطيف (خروجها من التداول سنة 2007) وأليانس للتأمينات (بداية تداول أسهم المؤسسة سنة 2011)، وبالتالي لا يمكن تطبيق هذا النموذج على بورصة الجزائر لأن عينة الدراسة غير كافية لدراسة مدى تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الدراسة.

يمكن في هذه الحالة استعمال نموذج آخر لدراسة مدى تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة لكن لكل مؤسسة على حدى ولا يمكن تعميم النتائج المتوصل إليها، وذلك من خلال دراسة تأثير تغير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح المتبعة خلال الفترة الممتدة بين (2008-2011) على قيمة المؤسسة؛ وانطلاقاً من هذه المتغيرات يصبح النموذج دالة الانحدار المتعدد كما توضحه المعادلة التالية:

$$VB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{CTTP(i,t-1)} + \beta_2 D_{LTTP(i,t-1)} + \beta_3 CP_{TP(i,t-1)} + \beta_4 DPA_{(i,t-1)} + \beta_5 DND_{(i,t-1)} + \beta_6 RACH_{(i,t-1)} + \beta_7 DG_{(i,t-1)} + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$VB_i$ : القيمة السوقية للسهم  $i$  في الفترة  $t$ ؛

$D_{CTTP(i,t-1)}$ : نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسة  $i$  في الفترة  $t-1$ ؛

$D_{LTTP(i,t-1)}$ : نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسة  $i$ ؛

$CP_{TP(i,t-1)}$ : نسبة الملكية للمؤسسة  $i$  في الفترة  $t-1$ ؛

$DPA_{(i,t-1)}$ : توزيعات السهم الواحد للمؤسسة  $i$  في الفترة  $t-1$ ؛

$DND_{(i,t-1)}$ : الأرباح المحتجزة للسهم الواحد للمؤسسة  $i$  في الفترة  $t-1$ ؛

$RACH_{(i,t-1)}$ : إعادة شراء الأسهم للمؤسسة  $i$  في الفترة  $t-1$ ؛

$DG_{(i,t-1)}$ : الأسهم المجانية للمؤسسة  $i$  في الفترة  $t-1$ ؛

$\varepsilon_i$ : حد الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

## خلاصة الفصل

تعد بورصة عمان من البورصات العربية التي تتجه إليها الأنظار من قبل الكثير من المهتمين وذلك بفضل ما شهدته من تطور على المستوى التنظيمي والتقني، والذي يتمثل جليا في فصل دور الرقابة عن التنفيذ، مع العلم بأنه قد كانت تقوم في السابق بهذه الأدوار مجتمعة، فضلا عن إدخال واستخدام تكنولوجيا المعلومات، الأمر الذي يعطي أملا كبيرا على المستوى القومي في إمكانية بناء سوق مالية عربية على مستوى عالي يضاهي الأسواق المالية العالمية، وبالتالي المساهمة الفعالة في تهيئة المناخ الملائم لوقف ومن ثم عودة الأموال العربية المهاجرة من الخارج إلى الداخل، وبالتالي ضمان مساهمتها في بناء الاقتصاد الوطني والقومي على حد سواء.

أسفرت نتائج النموذج الكلي أن الهيكل المالي، وسياسة توزيع الأرباح يفسران قيمة المؤسسة بحوالي 60%، بالرغم من عدم وجود دلالة لمتغير الهيكل المالي، وهذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر للهيكل المالي، وهو ما يؤكد اختلال فرضيات النموذج، التي يعود السبب فيها أساسا إلى وجود مشكل الارتباط المتعدد. بعد استبعاد بعض المتغيرات التي أظهرت النتائج أنها مرتبطة مع بعضها توصلنا إلى أن متغير الهيكل المالي (ديون طويلة الأجل)، وسياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية، الأرباح المحتجزة، الأسهم المجانية) لها تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة، ويعود تأثير الديون طويلة الأجل للاقتصاد في الضريبة الناجم عن المصاريف المالية، كما أن تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح أعلى من تأثير الهيكل المالي خاصة بالنسبة للتوزيعات النقدية بالرغم من وجود ضرائب عليها، وهذا راجع لطبيعة المستثمر الأردني الذي يعمل على المضاربة على فوارق الأسعار، وارتفاع المخاطر لاسيما النظامية منها.

كما دلت نتائج الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية في علاقة ذات معنوية إحصائية مع الديون طويلة الأجل، ويمكن تفسير هذه العلاقة بسبب نقص السيولة لدى المؤسسة، كما يمكن تفسير هذه العلاقة لاستراتيجية المؤسسة في أن تقوم بعملية التوزيع بغض النظر لنتيجة التي تحققها. كما نجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين توزيع أسهم المجانية والديون قصيرة الأجل، ويمكن تفسير هذه العلاقة للمصاريف المالية المصاحبة للإصدار، والتي تتطلب مصاريف خارجة من خزينة المؤسسة، كما يمكن تفسيرها نتيجة وجود هيكل مالي مستهدف فزيادة الأموال الخاصة، تعني زيادة الاستدانة للمحافظة على نسبة الهيكل المالي المستهدف.

الخاتمة العامة

حاولت هذه الدراسة بقدر الإمكان معالجة موضوع الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة كأحد المواضيع التي تبحث في العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في: هل للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة؟. لذلك تطلب البحث معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول باستخدام المنهج والأدوات المشار إليها سابقا انطلاقا من الفرضيات المعتمدة، ولمعالجة هذه الإشكالية تم الاعتماد على متغيرات رئيسية لكل من متغيرات الهيكل المالي ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم دراسة تأثير هذه المتغيرات الأخيرة على قيمة المؤسسة التي تنعكس في القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان؛ حيث أن قيمة المؤسسة أصبحت إحدى اهتمامات وأولويات النظريات المالية المعاصرة.

وبهذا العرض نكون قد وقفنا عند مختلف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك من خلال التعرف على أهم أسسه ومحدداته، ولقد تم استعراض مختلف وجهات النظر التقليدية منها والحديثة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة مع التطرق لأهم النتائج التي تم استخلاصها من قبل هذه التوجهات، ورغم الاختلاف القائم حول وجود هيكل مالي مثالي، إلا أنه يمكن للمؤسسة الاعتماد على جملة من الأسس والمحددات التي تمكنها من الوصول إلى الهيكل المالي الذي يخفض تكلفة التمويل لديها إلى أدنى حد ممكن مما يعظم من قيمتها، وذلك من خلال المفاضلة بين العائد والمخاطرة، والذي بدوره يختلف من مؤسسة لأخرى.

ومن خلال ما سبق يتضح أيضا أن سياسة توزيعات الأرباح تعتبر عاملا مهما بالنسبة للمؤسسة، وهذا لكونها تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون الحاجة للجوء إلى أطراف خارجية، فبذلك تحقق المؤسسة استقلالية من القيود التي تفرضها الأطراف المانحة للتمويل، كما تحقق نمو في قيمتها عن طريق استعمال هذا المصدر التمويلي الذاتي، وتعتبر كذلك سياسة توزيع الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، فبالاعتماد عليها يكون العمل منصبا على إبراز المؤسسة في أحسن حالاتها والذي تعكسه قيمة أسهمها، لذا فالمؤسسة تسعى جاهدة للاستفادة قدر المستطاع من المزايا الناتجة عن سياسة التوزيعات وهذا بإرضاء مالكيها وتحقيق التمويل الكافي لاستثماراتها.

فالتوزيعات إنما تعتبر وسيلة مهمة في متناول المؤسسة من أجل التحكم في قيمة أسهمها، وهذا إذا ما تمكنت من تحديد معالم سياسة التوزيعات المثلى لها، مما يفرض على المؤسسة العمل على إيجاد وانتهاج سياسة توزيعات تحقق عوائد مستقرة للمستثمرين إضافة إلى تمويل عن طريق الأرباح المحتجزة لاستثماراتها، ما يدفع بها إلى تحقيق استقرار نسبي في أسعار أسهمها، الأمر الذي سينعكس بطريقة إيجابية على قيمة هذه الأسهم في الأجل الطويل.

ويجب التنويه هنا إلى أن البورصة تلعب دورا بالغ الأهمية في تمكين المؤسسة من تحقيق التوازن بين رغبات مستثمريها واحتياجاتها التمويلية، وهذا من خلال خلق السهولة في تحويل ملكية الأسهم وتحقيق السيولة اللازمة التي تحتاجها وتوفير المعلومات اللازمة.

## نتائج اختبار الفرضيات

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة وكذلك التساؤلات الفرعية التي تفرعت عنها، قمنا في بداية الدراسة بافتراض عدد من الفرضيات، وفيما يلي سيتم اختبار صحة أو خطأ هذه الفرضيات وفقاً للنتائج المتحصل عليها من خلال الدراسة:

تعتبر القيمة مبلغ تقديري يمكن مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في تنفيذ الصفقة، بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، ولهما مطلق الحرية، وبدون إكراه على إتمام الصفقة، وتتحدد هذه القيمة بجملة من العوامل المتعددة والمختلفة، من بين هذه العوامل ذات المنشأ الداخلي مثل الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، هذين العاملين نالا الحصة الأكبر في تفسير القيمة السوقية للمؤسسة بقدرة تفسيرية فاقت 60% ومنه نكون قد أجبنا على الإشكالية الأولى؛ وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الأولى.

يوجد للهيكل المالي تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة من خلال متغير الديون الطويلة الأجل بقدرة تفسيرية قاربت 13%، وكل زيادة في الرفع المالي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة في قيمة المؤسسة بنسبة 0.08%، وبالتالي تمت الإجابة على الإشكالية الثانية ومنه نقبل الفرضية الثانية جزئياً.

تكتسي سياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وبقدرة تفسيرية قاربت 51% حيث الزيادة في التوزيعات النقدية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة بنسبة 6.16%، والزيادة في الأرباح المحتجزة بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة بنسبة 3.61%، والزيادة في توزيعات الأسهم المجانية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة بنسبة 2.58%، وبهذا تمت الإجابة على الإشكالية الثالث ومنه تقبل الفرضية الثالثة جزئياً.

يفسر الهيكل المالي قيمة المؤسسة أقل من سياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال متغير التوزيعات النقدية، ومن ثمة يمكن القول أن المستثمر الأردني لا يراعي المخاطرة بقدر ما يراعي المردودية، وهي صفة من صفات المجازفة، وعلى هذا الأساس تمت الإجابة على الإشكالية الرابعة، ومنه نرفض الفرضية الرابعة.

## التوصيات والاقتراحات

في ظل ما تقدم، يمكن أن نخلص إلى جملة من التوصيات والاقتراحات يمكن إيجازها فيما يلي:

- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة بالسوق، والمتمثلة في التقارير المالية من ميزانية وجدول حسابات النتائج وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة... الخ؛
- ضرورة تحليل البيانات والنشرات الدورية عن المؤسسات قبل أية عملية استثمارية بمعنى ضرورة اتباع أسلوب علمي يعتمد على الأساليب الإحصائية والتنبؤ والمؤشرات المالية لاختيار المؤسسات التي يرغب المستثمر بالاستثمار في أوراقها المالية، بدل الاستثمار العشوائي القائم على التخمين، أو الاستعانة بالمستشارين الماليين للتعرف على الفرص المتاحة في السوق المالي؛



- من خلال النتائج المتوصل إليها تبين أن هذه المؤسسات لها قدرة كبيرة على الاستدانة، وأنها لا تستفيد من مزايا الديون متوسطة وطويلة الأجل المتمثلة في الرفع المالي، وبما أن للديون طويلة الأجل تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة نوصي هذه المؤسسات بالرفع من نسبة الاستدانة؛
- استغلال سياسة توزيع الأرباح في إحداث أثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دونما اعتبارها إجراء روتيني يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح، وهذا بدراسة كل المصادر التمويلية إضافة إلى الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة وتكوين هيكل مالي أمثل يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، واستغلالها كإشارات مالية ترسلها المؤسسة إلى المستثمرين تعكس الأداء الجيد للمؤسسة؛
- على كل شركة القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهمها، خاصة فيما تعلق بسياسة توزيعات الأرباح وهذا للوصول إلى سياسة توزيعات مثلى تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها.

### أفاق الدراسة

مما سبق يمكن وضع عدة توصيات كأفاق لهذا البحث، من بينها:

- إعادة إجراء هذه الدراسة مع توسيع فترة الدراسة وعينة الدراسة لإعطاء نتائج أكثر دقة؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي والمالي، مع الحفاظ على نفس المتغيرات؛
- دراسة الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح من منظور إسلامي؛
- اختبار تأثير متغيرات أخرى على قيمة المؤسسة وذلك من أجل تكوين نظرة موسعة حول العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة وكيفية التحكم فيها.

# قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## I. الكتب

1. أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، دار العنتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
2. أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
3. آل شبيب دريد كامل، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2010.
4. آل شبيب دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
5. أندراوس عاطف وليم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
6. أيمن الشنطي وعامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الطبعة الأولى، عمان.
7. بربجهم أوجين وإبرهاردت ميشيل، تعريب: علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
8. بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، التسيير المالي: الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011.
9. بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، عناية، 2008.
10. تايه النعيمي عدنان وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2009.
11. تايه النعيمي عدنان والتميمي أرشد فؤاد، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
12. تايه النعيمي عدنان والخرشة ياسين كاسب، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
13. التميمي أرشد فؤاد و السلام أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
14. تيم فايز، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الرياض، 2011.
15. الحاج طارق، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
16. حداد فايز سليم، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2010.
17. الحناوي محمد صالح و قرياقص رسمية زكي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
18. الحناوي محمد صالح والعبد جلال إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
19. الحناوي محمد صالح وفريد مصطفى نهال، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
20. الحناوي محمد صالح، فريد مصطفى نهال والعبد جلال إبراهيم، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
21. حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمة زكي، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

22. حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
23. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
24. خصاونة محمد قاسم، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
25. الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2004.
26. الشبيري فارس ناصيف والطالب غسان سالم، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
27. الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
28. الصياح عبد الستار مصطفى والعامري سعود جايد مشكور، الإدارة المالية: الأطر النظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2006.
29. الصيرفي محمد، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2007.
30. طه عبد الرحيم عاطف جابر، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
31. العامري محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، العراق، 2010.
32. عباس علي، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
33. عبد العال حماد طارق، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
34. عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجندين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
35. العلي أسعد حميد، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2012.
36. القلاب بسام هلال مسلم، التأجير التمويلي، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
37. المرسي جمال الدين واللح أحمد عبد الله، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
38. مطر محمد، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الرابعة، دار وائل، عمان، 2006.
39. النجار عبد العزيز، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
40. النجار فريد راغب، التمويل المعاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
41. هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، الإسكندرية، 2003.
42. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2005.
43. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى، 2003.

**II. البحوث الجامعية**

44. البراجنة أمجد إبراهيم، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
45. حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، أطروحة الدكتوراه، تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2009.
46. سويسي هوارى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
47. صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2006.
48. صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2006.
49. القيسي فوزان، التباين الزمني لعلاوة المخاطر والمقطع العرضي لعوائد الأسهم، دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2006.

**III. المقالات والملتقيات**

50. أحمد البدوي محمد، محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 12، 2008.
51. بريكة السعيد ومسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، مداخلة بالملتقى الدولي الأول حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، يومي 14 و15 أفريل 2009.
52. بورصة عمان، ورقة بحثية لصندوق النقد الدولي بعنوان: جدوى الاستثمار في بورصة عمان من أجل تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال التنويع الجغرافي، 2006.
53. بورقة شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، 2010.
54. جبار محفوظ، تكامل الأسواق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة بعض الأسواق العربية، الملتقى الدولي الثاني بعنوان التكامل الاقتصادي العربي الواقع والآفاق، جامعة الأغواط، الجزائر، أفريل 2007.
55. حسين هاشم حسن، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008.
56. دادان عبد الوهاب، الجدول القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010.

57. دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، وقلة، 2006 .
58. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 4، 2006.
59. رمضان عماد زياد والعقده صالح خليل، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، 2011.
60. زرقون محمد، أثر الإكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 8، 2010.
61. الزغبي علي عبد الله، النصيرات عادل حسن والجبالي محمد علي، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيع الأرباح النقدية، مجلة الدراسات الاجتماعية، العدد 27، اليمن، 2008.
62. الزود لطيف وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، المجلد 29، العدد 1، 2007.
63. سويسي هوارى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 7، ورقلة، 2010.
64. شلاش سليمان، البقوم علي والعون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008.
65. العبد جلال ابراهيم، مؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح ومؤشرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد 1، المجلد 44، جامعة الاسكندرية، 2007.
66. القدومي ثائر، أثر التحول لنظام التداول الإلكتروني على الكفاءة التشغيلية وأداء بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة البلقاء للبحوث والدراسات، المجلد 11، العدد 2، جامعة العلوم التطبيقية، 2006.
67. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2010.
68. نور عبد الناصر إبراهيم، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 1، 2003.
69. يحيوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 3، 2002.

#### IV. التقارير

70. بورصة عمان، التقرير السنوية، سنة 2008.
71. بورصة عمان، التقرير السنوية، سنة 2009.
72. بورصة عمان، التقرير السنوية، سنة 2010.

73. بورصة عمان، التقرير السنوية، سنة 2011.
74. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 56-2008.
75. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009.
76. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 64-2010.
77. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 68-2011.

## V. القرارات والقوانين

78. القانون رقم 76، قانون الأوراق المالية، لسنة 2002، المادة أ/7.
79. المادة 5 من النظام الداخلي الرسوم والعمولات الصادرة بالاستناد إلى أحكام المادتين (65/ب) و(74/أ) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
80. المادة 5 من النظام الداخلي لبورصة عمان الصادرة بالاستناد لأحكام المادة 65 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والمعدل بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2007/729 والمعدل بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2008/558 بتاريخ 2008/10/09.
81. المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 بموجب مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2004/149، والمعدلة بموجب قرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم 2005/257، ورقم 2006/41، ورقم 2006/176.

## ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

### I. Ouvrages

82. Agar Christopher, **Capital investment and financing :A practical guide to financial evaluation**, Elsevier, UK, 2005.
83. Amelon Jean-louis, **Gestion financière**, Maxima, 4<sup>ème</sup> édition, Paris, 2004.
84. Amelon Jean-louis, **L'essentiel à connaitre en gestion Financier**, Maxima, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2002.
85. Bellalah Mondher, **Finance moderne d'entreprise**, Economica, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 2003.
86. Berk Jonathan et Demarzo Peter, **Finance d'entreprise**, nouveaux horizons, 2<sup>ème</sup> édition, 2011.
87. Boubakri Narjess et autres, **Les principes de la finance d'entreprise**, Québee, Montréal, 2005.
88. Bouri Abdelfattah, **Gestion financière**, imprimerie de livre d'art, Tunis, 2007.
89. Bragg Steven, **Accounting Reference Desktop**, John Wiley and Sons, New York, 2002.

90. Brigham Eugene, Houston Joel, **Fundamentals of financial management**, 10<sup>th</sup> édition South-Western College Pub, USA, 2003.
91. Broyles Jack, **Financial management and real options**, John Wiley and Sons, England, 2003.
92. Burloud Alain, Tauvron Arnaud et Guyvarck Annaïck, **Finance manuel**, édition foucher, Paris, 2007.
93. Burloud Alain, Tauvron Arnaud et Guyvarck Annaïck, **Finance : application et corrigés**, Sup Foucher, Paris, 2009.
94. Charreaux Gérard, **Finance d'entreprise**, EMS, Paris, 2003.
95. Damodaran Aswath, **Finance d'entreprise : Théorie et pratique**, de boeck, 2<sup>ème</sup> édition, Bruxelles, 2006.
96. Delahaye Barreau, **Gestion financière : manuel et application**, Dunod, 9<sup>ème</sup> édition, Paris, 2000.
97. Evance Davide, **Financial analysis and decision making : tools and techniques to solve financial problems and make effective business decisions**, Mc Graw-Hil, USA, 2003.
98. Fabzzi Frank, Pamela Peterson Drake, **Capital markets, financial management, and investment management**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2009.
99. Fabzzi Frank, **The hanbook of financial instruments**, John Wiley and sons.inc, new jersy, USA, 2002.
100. Forget Jack, **Financement et rentabilité des investissements**, édition d'organisation, Paris, 2004.
101. griffiths Stéphane et Cry degos Jean, **Gestion financière de l'analyse à la stratégie**, édition d'organisation, Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2001.
102. Hubert Bruslerie, **Analyse financière : information finnacière et diagnostic**, Dunod, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 2006.
103. J.Barraeu et J.Delhaye, **Gestion financière**, Dunod, 9<sup>ème</sup> édition, Paris, 2001.
104. L.Honoré, **Gestion financière**, Armand colin, Nathan, 2004.
105. Pilverdier Juliette, **Finance d'entreprise**, Economica, 7<sup>ème</sup> édirion, Paris, 1999.
106. Rejem Necib, **La gestion financière à court terme**, Dar El-ouloum, annaba, 2005.



107. Stowe John et autres, **Analysis of equity investments: Valuation**, United Book Press, USA, 2002.
108. Teulie Jacques et Topsacalain Patrick, **Finance**, Vuibert, 5<sup>ème</sup> édition, Paris, 2011.
109. Tourron Philippe et Tondeur Hubert, **comptabilité en IFRS**, édition d'organisation, Paris, 2004.
110. Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**, Dalloz, 6<sup>ème</sup> édition, Paris, 2005.
111. Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**, Dalloz, 7<sup>ème</sup> édition, Paris, 2009.

## II. Articles

112. Altman Edward, **Financial ratios, discriminate analysis and the prediction of corporate bankruptcy**, Journal of finance, VOL 32, N4, 1968.
113. Asquith Paul and Mullins David, **Signalling with Dividends : Stock Repurchases, and Equity**, Issues-Financial Management, Vol 15, N3, 1986.
114. Barclay Michael, Kandel Eugene et Marx Leslie, **The effects of transaction costs on stock prices and trading volume**, Journal of financial intermediation, N 7, 1998.
115. Bellalah Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information**, cahiers de recherche n°200009, université paris IX Dauphine.
116. D. Ferrar and L. Selwyn, **Corporate financial policy and returns to investor**, National tax journal, N30, 1967.
117. Esterbrook Frank, **Two agency cost explanations of dividends**, The american, Economic review, vol 74, N 4, 1984.
118. Faghali Khalil, **le crédit-ball : outil stratégique de financement**, Libanaise science journal, vol 8 N 2, 2007.
119. Franco Modigliani, Merton Miller, **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**, American Review, vol 53, 1963.
120. Garrido Eric, **Le cadre économique et réglementaire du crédit-bail**, éditions :Revue banque, Tome 01, Paris, 2002.
121. Jensen Michael, Meckling William, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of financial Economics, Vol 3, N 4, 1976.
122. M. Brennan, **Market valuation and corporate financial policy**, National tax journal, N 33, 1970.

123. M. Miller and M. Scholes, **Dividends and taxes**, Journal of financial economic, N 6, 1978.
124. Mayers.S.C, Majluf.N.S, **Corporate financing and investement when firm's have informations that investors do not have**, Journal of financial economics, Vol 13, 1984.
125. Mayers.S.C, **The capital structure puzzle**, Journal of finance, vol 34, 1984.
126. Modigliani Franco, Miller Merton, **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**, The journal of business, Vol 34, N 4, 1961.
127. Modigliani Franco, Miller Merton, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, The American, Economic Review, Vol 48, N 3, 1958.
128. Oliver Williamson, **Corporate finance and corporate governance**, The journal of finance, vol 43, N 3, 1988.
129. Quiry Pascal et Yann Le Fur, La lettre vernimmen.net, N 86, Avril 2010.
130. Rifki Samira et Sadq Abdessadeq, **Un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financier, N 131.
131. Ross Stephen, **The determination of financial structure: The incentive-signalling approach**, The bell journal of economics, Vol 8, N 1, 1977.
132. Ross Stephen, **The economic theory of agency : The principal's problem**, American Economic association, Vol 63, N 2, 1973.
133. wet Jean, **Determining the optimal capital structure a practical contremporary approach**, Meditari accountancy research, Vol 14, N 2, 2006.

### III. Internet

134. Francisco Sogorb-mira et José lopez-Gracia, **Pecking order versus trade-off : An empirical approach to the small and medium entreprise capital structure**, instituto valenciano de investigaciones economicas, édition junio, 2003. Disponible sur <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf>, consulté le 13/04/1013.
135. verwijmeren Patrick, Bede joing, **To have a traget debt ratio or not : What difference does it make ? applied financial economics**, RSM Erasmus university. Disponible sur :

[http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1023581](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1023581) consulté le 03/04/2013.

136. waelheyns Nico, Cynthia van hulle, **Capital structure dynamics in private business groups**, 2009. disponible sur : <http://www.mbs.ac.uk/research/accountingfinance/documents/Capitalstructuredynamicsinprivatebusinessgroups.pdf>, consulté le 13/04/2013
137. Ydriss ziane, **La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Français : une étude sur données de Panel**, Modem, Université Paris X Nanterre, <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf>, consulté le 4/04/2013.
138. <http://www.ase.com.jo>

الملاحق

## الملحق 1: مؤشرات بورصية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال 2010-2011

### مؤشرات صندوق النقد العربي

#### AMF Indices

Market	2011			2010			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	251.96	257.94	264.78	251.96	268.48	299.30	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	345.33	339.24	352.60	345.33	342.39	392.76	بورصة عمان
Bahrain Bourse	90.51	91.11	90.51	90.51	90.77	110.76	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	312.69	296.92	304.00	312.69	298.29	331.97	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	237.45	240.33	278.74	237.45	238.85	283.11	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	500.72	518.35	530.47	500.72	525.83	583.01	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	94.76	96.30	96.93	94.76	95.70	74.36	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	85.16	84.86	83.86	85.16	83.90	95.83	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	322.93	334.49	341.24	322.93	339.67	367.02	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	41.36	41.91	43.21	41.36	45.99	100.00	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	150.11	151.53	151.99	150.11	153.47	146.68	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	155.92	154.37	155.26	155.92	156.53	156.87	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	252.00	237.42	242.96	252.00	253.00	305.25	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	604.85	589.07	587.82	604.85	580.42	630.84	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	178.52	174.69	180.42	178.52	184.43	229.65	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	82.86	91.02	97.40	82.86	87.44	215.96	البورصة المصرية
<b>Composite Index</b>	<b>213.36</b>	<b>209.70</b>	<b>216.61</b>	<b>213.36</b>	<b>213.68</b>	<b>240.04</b>	<b>المؤشر المركب</b>

### نسب التغير المئوي في مؤشرات

#### صندوق النقد العربي

#### (Percentage Change in AMF Indices)

Market	2011			2010			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	-2.32	-2.59	-1.38	-6.15	-8.12	1.76	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	1.80	-3.79	2.98	0.86	-5.35	2.52	بورصة عمان
Bahrain Bourse	-0.66	0.67	-0.28	-0.28	-10.78	-2.22	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	5.31	-2.33	1.91	4.83	-9.78	4.50	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	-1.20	-13.78	16.70	-0.59	-4.99	-0.36	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	-3.40	-2.28	0.88	-4.78	-2.97	7.59	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	-1.59	-0.65	1.28	-0.98	-4.39	6.22	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.35	1.19	-0.05	1.50	5.96	-11.92	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-3.45	-1.98	0.46	-4.93	-2.34	-1.76	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	-1.30	-3.01	-6.04	-10.05	-8.53	0.00	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	-0.94	-0.30	-0.96	-2.19	4.28	0.18	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	1.00	-0.57	-0.81	-0.39	-2.13	-3.25	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	6.14	-2.28	-3.97	-0.40	-0.25	2.42	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	2.68	0.21	1.28	4.21	0.24	10.94	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	2.19	-3.18	-2.17	-3.20	-10.93	1.25	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	-8.97	-6.55	11.39	-5.24	-26.48	2.79	البورصة المصرية
<b>Composite Index</b>	<b>1.75</b>	<b>-3.19</b>	<b>1.37</b>	<b>-0.15</b>	<b>-2.66</b>	<b>4.30</b>	<b>المؤشر المركب</b>

### القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم

#### (مليون دولار أمريكي)

#### Stock Markets Capitalization (Million \$U.S.)

Market	2011			2010			السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	71,329	71,657	72,975	71,329	73,851	77,081	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	27,210	26,368	27,250	27,210	26,750	30,904	بورصة عمان
Bahrain Bourse	16,590	16,866	16,642	16,590	16,904	20,060	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	338,873	322,733	330,228	338,873	323,752	353,400	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	86,295	87,656	113,889	86,295	87,214	113,883	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	60,092	61,355	64,868	60,092	63,673	69,386	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	136	137	134	136	137	106	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	9,648	9,772	10,026	9,648	9,875	10,612	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	49,033	49,260	50,009	49,033	51,200	54,692	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	1,528	1,609	1,752	1,528	1,878	3,078	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	2,695	2,640	2,682	2,695	2,555	2,446	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	2,782	2,702	2,725	2,782	2,802	2,449	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	26,210	25,855	26,863	26,210	25,815	28,309	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	125,598	123,526	123,716	125,598	120,939	123,641	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	10,285	10,259	10,448	10,285	10,646	12,676	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	48,679	52,458	55,973	48,679	53,529	84,109	البورصة المصرية
<b>Total</b>	<b>876,982</b>	<b>864,832</b>	<b>910,179</b>	<b>876,982</b>	<b>871,521</b>	<b>986,832</b>	<b>المجموع</b>

## تابع للملحق 1:

عدد الأسهم المتداولة  
(مليون سهم)

Number of Shares Traded  
(Million Shares)

Market	2011					2010	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	1,125.73	795.61	962.40	2,883.74	2,913.18	5,205.58	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	197.30	161.01	260.52	618.83	960.80	1,210.19	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	34.44	8.97	108.60	152.01	95.94	106.45	بورصة البحرين
Saudi Stock Market	5,201.99	3,534.34	4,711.84	13,448.18	7,925.62	7,127.63	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	3,310.77	1,774.11	6,890.19	11,975.06	7,405.07	14,765.42	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	48.47	9.14	8.98	66.59	30.98	132.51	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.030	0.026	0.024	0.081	0.053	0.007	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	19.66	18.07	35.07	72.80	91.47	76.59	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	1,415.21	930.52	1,433.60	3,779.33	4,303.85	7,658.52	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	1.49	1.92	1.43	4.83	7.28	0.71	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	2.82	0.52	12.87	16.21	36.81	39.96	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	16.63	5.56	16.70	38.89	24.72	46.65	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	143.27	96.57	267.07	506.91	386.88	678.69	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	411.50	120.47	136.60	668.58	342.06	634.58	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	9.69	1.75	2.25	13.69	10.63	24.40	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchar	1,129.00	1,109.00	1,410.00	3,648.00	4,899.00	7,123.21	البورصة المصرية
<b>Total</b>	<b>13,068</b>	<b>8,568</b>	<b>16,258</b>	<b>37,894</b>	<b>29,434</b>	<b>44,831</b>	<b>المجموع</b>

عدد الشركات المدرجة  
(تجاهية الفترة)

Number of Listed Companies (End of Period)

Market	2011					2010	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Ma	67	67	66	67	66	64	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	247	248	248	247	249	277	بورصة عمان
Bahrain Bourse	49	49	49	49	49	49	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	150	149	149	150	148	146	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	216	216	216	216	216	214	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchar	76	75	75	76	75	75	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	57	57	57	57	57	56	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	62	62	62	62	63	65	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exc	21	21	21	21	21	20	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchang	56	56	56	56	56	53	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	46	46	45	46	46	40	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Marke	130	130	130	130	131	119	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	42	42	42	42	42	43	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	25	25	25	25	24	24	بورصة بيروت
Egypton Exchange	214	214	214	214	214	212	البورصة المصرية
<b>Total</b>	<b>1460</b>	<b>1459</b>	<b>1457</b>	<b>1460</b>	<b>1459</b>	<b>1459</b>	<b>المجموع</b>

مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم

ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)

AMF Indices and other Market Indices (% change)

Market	الربع الرابع 2011 الربع الثالث 2011		الربع الرابع 2010	السوق
	2011	2011	2010	
Abu Dhabi	-6.154	-15.817	-15.817	أبوظبي
Jordan	0.859	-12.077	-12.077	الأردن
Bahrain	-0.284	-18.288	-18.288	البحرين
Saudi	4.829	-5.808	-5.808	السعودية
Kuwait	-0.586	-16.129	-16.129	الكويت
Morocco	-4.775	-14.114	-14.114	المغرب
Algeria	-0.979	27.444	27.444	الجزائر
Tunis	1.499	-11.134	-11.134	تونس
Dubai	-4.928	-12.013	-12.013	دبي
Syria	-10.050	-58.636	-58.636	سوريا
Sudan	-2.188	2.340	2.340	السودان
Palestine	-0.391	-0.607	-0.607	فلسطين
Oman	-0.396	-17.445	-17.445	عمان
Qatar	4.209	-4.120	-4.120	قطر
Lebanon	-3.205	-22.266	-22.266	لبنان
Egypt	-5.198	-61.633	-61.633	مصر
AMF Index	-0.149	-11.113	-11.113	المؤشر المركب
Nikkei	0.140	-17.339	-17.339	نيكاي
CAC 40	0.026	-16.952	-16.952	كاف 40
S&P 500	0.068	-0.003	-0.003	ستاندرد و بورز
FT-SE 100	0.140	-5.554	-5.554	فوتسي

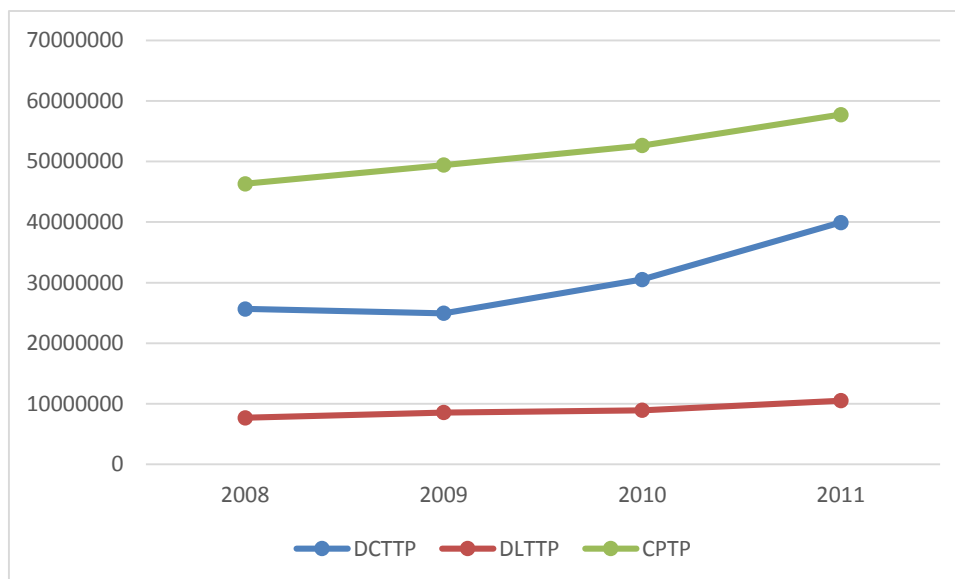
المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 67، 2011.

## الملحق 2: البيانات الموحدة للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال 2010-2011

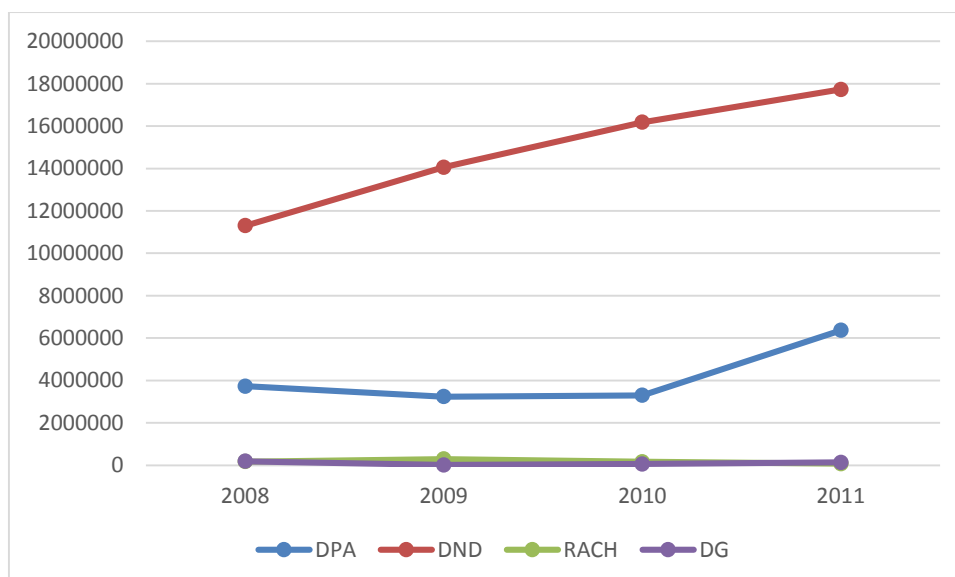
	2011			2010			
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
<b>Number of Listed Companies</b>							<b>عدد الشركات المدرجة</b>
Amman Stock Exchange	247	248	248	247	249	277	بورصة عمان
<b>Market Capitalization</b>							<b>القيمة السوقية</b>
Jordanian Dinar (Million)	19,272.8	18,691.9	19,320.4	19,272.8	18,944.3	21,858.2	بالدينار الأردني (مليون)
In US Dollar (Million)	27,209.9	26,367.5	27,250.2	27,209.9	26,749.9	30,903.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
<b>Trading Volume</b>							<b>أحجام التداول</b>
Jordanian Dinar (Million)	181.1	139.1	181.6	501.9	609.9	1,027.1	بالدينار الأردني (مليون)
In US Dollar (Million)	255.7	196.3	256.1	708.5	861.2	1,452.1	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	197.3	161.0	260.5	618.8	960.8	1,210.2	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	19	17	22	58	62	58	عدد أيام التداول
Average daily trading	13.5	11.5	11.6	12.2	13.9	25.0	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	0.9	0.7	0.9	2.6	3.2	4.7	معدل دوران السهم (%)
<b>New Issues</b>							<b>الاصدارات الأولية</b>
Number of issues	2	2	1	5	1	7	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	45.3	1.5	0.7	47.6	19.9	67.1	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
<b>Local Indices</b>							<b>المؤشرات المحلية</b>
ASE Local index	1,995.1	1,964.2	2,018.2	1,995.1	1,991.6	2,373.6	مؤشر بورصة عمان
Change in index	1.6	-2.7	1.3	0.2	-4.9	2.9	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	22.6	24.0	24.9	22.6	24.2	26.4	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.7	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	3.3	3.4	3.3	3.3	3.4	2.7	الربح (%)
<b>AMF Index</b>							<b>مؤشر صندوق النقد العربي</b>
Number of stocks in the sample	69	69	69	69	69	69	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	18,372.1	18,047.9	18,758.8	18,372.1	18,215.5	20,895.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	345.3	339.2	352.6	345.3	342.4	392.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	1.8	-3.8	3.0	0.9	-5.4	2.5	التغير في مؤشر الأسعار (%)
<b>Exchange Rates</b>							<b>أسعار الصرف</b>
Exchange rate (end of period)	0.7083	0.7089	0.7090	0.7083	0.7082	0.7073	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0846	0.0141	-0.1130	-0.0141	0.1128	0.0848	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 67، 2011.

الملحق 3: شكل يوضح تطور كل من DCTTP,DLTTP,CPTP لعينة الدراسة خلال 2008-2011

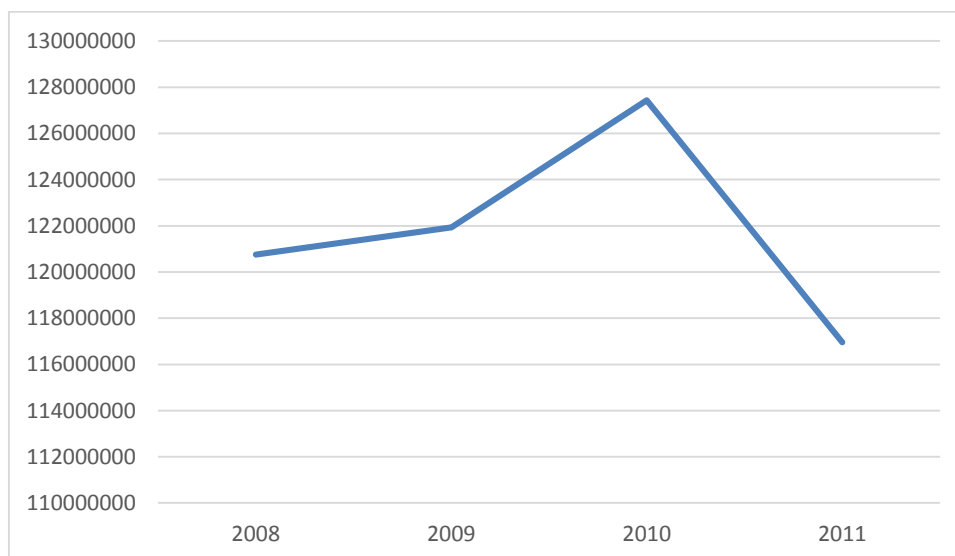


الملحق 4: شكل يوضح تطور كل من DPA, DND, RACH, DG لعينة الدراسة خلال 2008-2011





الملحق 5: شكل يوضح تطور كل من VB لعينة الدراسة خلال 2008-2011



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.

## الملحق 6: معلومات أساسية حول المؤسسات المعتمدة في الدراسة

الرقم	الرمز	اسم المؤسسة	الفرع	القطاع
1	141054	الوطنية لصناعة الكلورين	الصناعات الكيماوية	الصناعي
2	141055	الموارد الصناعية الأردنية	الصناعات الكيماوية	الصناعي
3	141086	المتكاملة للمشاريع المتعددة	الصناعات الكيماوية	الصناعي
4	141209	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	الصناعات الكيماوية	الصناعي
5	141039	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	الصناعات الكهربائية	الصناعي
6	141072	العربية للصناعات الكهربائية	الصناعات الكهربائية	الصناعي
7	141097	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة	الصناعات الكهربائية	الصناعي
8	141038	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	الصناعات الهندسية والانشائية	الصناعي
9	141065	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	الصناعات الهندسية والانشائية	الصناعي
10	141098	العربية لصناعة المواسير المعدنية	الصناعات الهندسية والانشائية	الصناعي
11	141004	الألبان الأردنية	الأغذية والمشروبات	الصناعي
12	141029	الاستثمارات العامة	الأغذية والمشروبات	الصناعي
13	141052	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	الأغذية والمشروبات	الصناعي
14	141084	الوطنية للدواجن	الأغذية والمشروبات	الصناعي
15	141094	دار الغذاء	الأغذية والمشروبات	الصناعي
16	141006	العربية لصناعة الامنيوم/ارال	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
17	141018	مناجم الفوسفات الاردنية	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
18	141042	مصانع الاسمنت الأردنية	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
19	141043	البوتاس العربية	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
20	141070	حديد الأردن	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
21	141091	الوطنية لصناعات الامنيوم	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
22	141170	الدولية لصناعات السيليكا	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
23	141203	شركة الترافرتين	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	الصناعي
24	141012	دار الدواء للتنمية والاستثمار	الأدوية والصناعات الطبية	الصناعي
25	141073	الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	الأدوية والصناعات الطبية	الصناعي
26	141204	الأردنية لإنتاج الأدوية	الأدوية والصناعات الطبية	الصناعي
27	141210	الحياة للصناعات الدوائية	الأدوية والصناعات الطبية	الصناعي
28	141100	الإقبال للطباعة والتغليف	الطباعة والتغليف	الصناعي
29	141110	الاتحاد للصناعات المتطورة	الطباعة والتغليف	الصناعي
30	141014	مصانع الأجوخ الاردنية	الملابس، الجلود والنسيج	الصناعي
31	141048	الإقبال للاستثمار	التبغ والسجائر	الصناعي
32	141074	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	التبغ والسجائر	الصناعي
33	131022	الاسواق الحرة الاردنية	الخدمات التجارية	الخدمي
34	131023	المركز الاردني للتجارة الدولية	الخدمات التجارية	الخدمي

الخدماتي	الخدمات التجارية	التسهيلات التجارية الأردنية	131062	35
الخدماتي	الخدمات التجارية	بندار للتجارة والاستثمار	131219	36
الخدماتي	الخدمات التجارية	درويش الخليلي واولاده	131223	37
الخدماتي	الخدمات التجارية	مجموعة أوفتك القابضة	131228	38
الخدماتي	الخدمات التعليمية	الزرقاء للتعليم والاستثمار	131051	39
الخدماتي	الخدمات التعليمية	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	131052	40
الخدماتي	الخدمات التعليمية	الإسراء للتعليم والاستثمار	131220	41
الخدماتي	الخدمات التعليمية	البتراء للتعليم	131221	42
الخدماتي	الخدمات التعليمية	فيلاذلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	131222	43
الخدماتي	خدمات الرعاية الصحية	البلاد للخدمات الطبية	131002	44
الخدماتي	سياحة والفندقة	الفنادق والسياحة الأردنية	131003	45
الخدماتي	سياحة والفندقة	العربية الدولية للفنادق	131005	46
الخدماتي	سياحة والفندقة	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	131035	47
الخدماتي	سياحة والفندقة	الشرق للمشاريع الاستثمارية	131078	48
الخدماتي	سياحة والفندقة	الدولية للفنادق والاسواق التجارية	131098	49
الخدماتي	الإعلام	المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي	131013	50
الخدماتي	الإعلام	الأردنية للصحافة والنشر /الدستور	131030	51
الخدماتي	النقل	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	131012	52
الخدماتي	النقل	السلام الدولية للنقل والتجارة	131034	53
الخدماتي	النقل	النقلات السياحية الأردنية /جت	131080	54
الخدماتي	النقل	المقايضة للنقل والاستثمار	131208	55
الخدماتي	النقل	مسافات للنقل المتخصص	131243	56
الخدماتي	النقل	مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي	131262	57
الخدماتي	الطاقة و المنافع	الكهرباء الأردنية	131004	58
الخدماتي	الطاقة و المنافع	كهرباء محافظة اربد	131010	59
الخدماتي	الطاقة و المنافع	مصفاة البترول الأردنية /جوبترول	142041	60

المصدر: من إعداد الطالبة.

الملحق 7: القيم الجدولية لتوزيع فيشر

القيم الحرجة لتوزيع F عند مستوى معنوية 5%

درجات الحرية للمقام	درجات الحرية للبسط																		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	15	20	24	30	40	60	120	∞
1	161	200	218	225	230	234	237	239	241	242	244	246	248	249	250	251	252	253	254
2	18,5	19,0	19,2	19,2	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
3	10,1	9,55	9,28	9,12	9,01	8,94	8,89	8,85	8,81	8,79	8,74	8,70	8,66	8,64	8,62	8,59	8,57	8,55	8,53
4	7,71	6,94	6,59	6,39	6,26	6,16	6,09	6,04	6,00	5,96	5,91	5,87	5,80	5,77	5,7	5,69	5,69	5,66	5,63
5	6,61	5,79	5,41	5,19	5,05	4,95	4,88	4,82	4,77	4,74	4,68	4,62	4,56	4,53	4,50	4,46	4,43	4,40	4,37
6	5,99	5,14	4,76	4,53	4,39	4,28	4,12	4,15	4,10	4,06	4,00	3,94	3,87	3,84	3,81	3,77	3,74	3,70	3,67
7	5,59	4,74	4,35	4,12	3,97	3,87	3,79	3,73	3,68	3,64	3,57	3,51	3,44	3,41	3,38	3,34	3,30	3,27	3,23
8	5,32	4,46	4,07	3,84	3,69	3,58	3,50	3,44	3,39	3,35	3,28	3,22	3,15	3,12	3,08	3,04	3,01	2,97	2,93
9	5,12	4,26	3,86	3,63	3,48	3,37	3,29	3,23	3,18	3,14	3,07	3,01	2,94	2,90	2,86	2,83	2,79	2,75	2,71
10	4,96	4,10	3,71	3,48	3,33	3,22	3,14	3,07	3,02	2,98	2,91	2,85	2,77	2,74	2,70	2,66	2,62	2,56	2,54
11	4,84	3,98	3,59	3,36	3,20	3,09	3,01	2,95	2,90	2,85	2,79	2,72	2,65	2,61	2,57	2,53	2,49	2,45	2,40
12	4,75	3,89	3,46	3,26	3,11	3,00	2,91	2,85	2,80	2,75	2,69	2,62	2,54	2,51	2,47	2,43	2,38	2,34	2,30
13	4,67	3,81	3,41	3,18	3,03	2,92	2,83	2,77	2,71	2,67	2,60	2,53	2,46	2,42	2,38	2,34	2,30	2,25	2,21
14	4,60	3,74	3,34	3,11	2,96	2,85	2,76	2,70	2,65	2,60	2,53	2,46	2,39	2,35	2,31	2,27	2,22	2,18	2,13
15	4,54	2,68	3,29	3,06	2,90	2,79	2,71	2,64	2,59	2,54	2,48	2,40	2,33	2,29	2,25	2,20	2,16	2,11	2,07
16	4,49	3,63	3,24	3,01	2,85	2,74	2,66	2,59	2,54	2,49	2,42	2,35	2,28	2,24	2,19	2,15	2,11	2,06	2,01
17	4,45	3,59	3,20	2,96	2,81	2,70	2,61	2,55	2,49	2,45	2,38	2,31	2,23	2,19	2,15	2,10	2,06	2,01	1,96
18	4,41	3,55	3,16	2,93	2,77	2,66	2,58	2,51	2,46	2,41	2,34	2,27	2,19	2,15	2,11	2,06	2,02	1,97	1,92
19	4,38	3,52	3,13	2,90	2,74	2,63	2,54	2,48	2,42	2,38	2,31	2,23	2,16	2,11	2,07	2,03	1,98	1,93	1,88
20	4,35	3,49	3,10	2,87	2,71	2,60	2,51	2,45	2,39	2,35	2,28	2,20	2,12	2,08	2,04	1,99	1,95	1,90	1,84
21	4,32	3,47	3,07	2,84	2,68	2,57	2,49	2,42	2,37	2,32	2,25	2,18	2,10	2,05	2,01	1,96	1,92	1,87	1,81
22	4,30	3,44	3,05	2,82	2,66	2,55	2,46	2,40	2,34	2,30	2,23	2,15	2,07	2,03	1,98	1,94	1,89	1,84	1,78
23	4,28	3,42	3,03	2,80	2,64	2,53	2,44	2,37	2,32	2,27	2,20	2,13	2,05	2,01	1,96	1,91	1,86	1,81	1,76
24	4,26	3,40	3,01	2,78	2,62	2,51	2,42	2,36	2,30	2,25	2,18	2,11	2,03	1,98	1,94	1,89	1,84	1,79	1,73
25	4,24	3,39	2,99	2,76	2,60	2,49	2,40	2,34	2,28	2,24	2,16	2,09	2,01	1,96	1,92	1,87	1,82	1,77	1,71
30	4,17	3,31	2,92	2,69	2,53	2,42	2,33	2,27	2,21	2,16	2,09	2,01	1,93	1,89	1,84	1,79	1,74	1,68	1,62
40	4,08	3,23	2,84	2,61	2,45	2,34	2,25	2,18	2,12	2,08	2,00	1,92	1,84	1,79	1,74	1,69	1,64	1,58	1,51
60	4,00	3,15	2,76	2,53	2,37	2,25	2,17	2,10	2,04	1,99	1,92	1,84	1,75	1,70	1,65	1,59	1,53	1,47	1,39
120	3,92	3,07	2,68	2,45	2,29	2,18	2,09	2,02	1,96	1,91	1,83	1,75	1,66	1,61	1,55	1,50	1,43	1,35	1,25
∞	3,84	3,00	2,60	2,37	2,21	2,10	2,01	1,94	1,88	1,83	1,75	1,67	1,57	1,52	1,46	1,39	1,32	1,22	1,00

## الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، حيث شملت الدراسة 60 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008/01/01 إلى 2011/12/31 موزعة على كل من قطاع الصناعة وقطاع الخدمات، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

حيث خلصت الدراسة إلى أن بورصة عمان تعد أحد أهم الأسواق المالية العربية، وإلى أن متغيرات الهيكل المالي ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح نالت الحصة الأكبر في تفسير قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان، ولها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، كما خلصت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية هو المتغير الأكثر تفسيراً لهذه القيمة.

## الكلمات المفتاحية

قيمة المؤسسة، مصادر التمويل، تكلفة الأموال، الهيكل المالي، سياسة توزيع الأرباح، بورصة عمان.

## Résumé

L'objet de cette étude est la mesure de l'influence de la structure financière et de la politique des dividendes sur la valeur de l'entreprise cotée en bourse, où l'étude porté sur 60 entreprises cotées à la bourse d'Amman stock exchange, durant la période allant de 01/01/2008 à 31/12/2011, sur deux secteurs ; industriel et service. Dans cette étude nous utilisons les modèles de régression simple et multiple, afin de tester les hypothèses de cette étude.

Finalement, nos résultats montrent que la bourse d'Amman est l'un des marchés financiers arabe les plus importants, et que les variables de la structure financière et les variables de la politique des dividendes ont remporté la plus grande part à l'interprétation de la valeur des entreprises cotées à la bourse d'Amman, car ils ont une influence de spécificité statistique sur la valeur d'entreprise. Ainsi, l'étude a conclu que la distribution des dividendes est la variable la plus explicative de cette valeur.

## Les mots clés

La valeur d'entreprise, les sources de financement, le coût du capital, la structure financière, la politique des dividendes, la bourse d'Amman.