

جامعة غرداية  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارة  
قسم المالية و المحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي  
تخصص : مالية مؤسسة  
من إعداد الطالبة: شايب سعاد

**أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية المدرجة  
في سوق الأوراق المالية**  
دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة  
(2015-2016)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2017/05/17

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الإسم واللقب	الجامعة	الصفة
أ. السايح عبدالله	جامعة غرداية	رئيسا
أ. حميدات عمر	جامعة غرداية	مشرفا ومقررا
د. بن الطيرش عطالله	جامعة غرداية	مناقش
أ. بن عبدالرحمان الذهبية	جامعة غرداية	مناقشا

السنة الجامعية: 2016 / 2017



## الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع إلى

فضاء المحبة و بحر العنان، لؤلؤة الدنيا وبهجتها: أمي الغالية حفظها الله.

الذي علمني مبادئ الأخلاق وحسن التربية وقال أن الحياة كفاح ونضال إلى

جوهرة قلبي رمز الاحترام: أبي العزيز أطل الله في عمره.

إلى سندي الذي لا أحصي فضائله علي: زوجي "برماكي عبد القادر".

إلى الأعمدة التي أظل أرتكز عليهما للصمود إخوتي: فتيحة. عبد القادر. الحاج.

صلاح. رضا. إسحاق. مهدي. عمران

إلى كل من عائلة شايب . رحمانى. برماكي

إلى أخواتي التي لم تلد من أمي: " سميرة. إيمان. نجوى "

إلى من وجدت معهم أسمى معاني الأخوة والصداقة وعشت معهم أجمل الأيام

إلى كل الصديقات و الأصدقاء.

إلى كل الزملاء دفعة سنة الثانية ماستر مالية المؤسسة 2017/2016.

إلى كل أساتذتي، من علموني أن العلم سلاح والأخلاق خيرته. إلى من نسيهم

قلمي ولم تنساهم ذاكرتي.

"سعاد"

## شكر وتقدير

يا رب لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك، نشكر الله ونحمده على توفيقه لنا في إنجاز هذا العمل راجين منه أن يتقبله ويدخره لنا يوم نلقاه. لا يسعني في نهاية هذا العمل إلا أن أتقدم بجزيل الشكر إلى : الأستاذ "حميد بن محمد" لقبوله الإشراف على هذا العمل المتواضع والذي لم يبخل علي بمساعدته وتوجيهاته القيمة وشكر خاص للأستاذ خنيش يوسف والأساتذ سيد أحمد سعنون اللذان لم يبخلاني بمساعداتهم. وشكر لكل أعضاء لجنة المناقشة الذين سألوا شرفاً مناقشتهم لهذه المذكرة على مجمل نواتجهم وتوجيهاتهم كما أشكر كل الزملاء والزميلات الذين ساهموا من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل المتواضع.

" سعاد "

## ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث شملت 30 مؤسسة مقسمة على خمسة قطاعات كالتالي: القطاع المالي، الصناعي، الخدمات المالية، التأمين والعقار وتم استخدام نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد لإجراء الدراسة واختبار صحة الفرضيات.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم وهذا التأثير كان بنسبة 38.8% بالنسبة للمتغير الأول اما المتغير الثاني كان أقل تأثيرا نسبيا ب 30.4% ومنه نقول أن نصيب السهم من التوزيعات أكثر تأثيرا على القيمة السوقية للسهم.

## الكلمات المفتاحية:

سياسة توزيع الأرباح - القيمة السوقية للمؤسسات - قيمة السهم - نصيب السهم من التوزيعات - سوق الكويت للأوراق المالية.

## Résumé:

Cette étude visait à déterminer l'impact de la distribution des bénéfices au détriment des institutions de financement cotées à la politique Bourse de Koweït, qui comprenait 30 institutions réparties en cinq secteurs suivants: secteur financier, les services industriels, financiers, les assurances et l'immobilier était une régression linéaire typique simple et multiple pour mener l'étude à l'aide et tester la validité des hypothèses.

Cette étude thématique a conclu qu'il existe une relation statistiquement significative entre les variables de la politique de dividendes et la valeur marchande des actions et effet était de 38,8% pour la première variable soit la deuxième variable a été relativement moins affectée par 30,4% et dire que plus du dividende par action impact sur la valeur de part de marché.

## Mots-clés:

Politique de distribution - le coût du financement - la valeur du stock - dividende par action - Bourse du Koweït.

## قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الاشكال
VII	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
3	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
5	المطلب الثاني: إجراءات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها
8	المطلب الثالث: أشكال وبدائل توزيعات الأرباح والنظريات المفسرة لها
13	المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة وتكلفة تمويلها
13	المطلب الأول: تكلفة التمويل
20	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة
22	المطلب الثالث: قيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة
27	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
27	المطلب الأول: الدراسات المحلية
29	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
31	المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة مع الدراسة

32	خلاصة الفصل الأول
33	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية
34	تمهيد
35	المبحث الأول: تقديم عام حول السوق محل الدراسة
35	المطلب الأول: تقديم عام حول سوق الكويت للأوراق المالية
37	المطلب الثاني: مكانة سوق الكويت للأوراق المالية
38	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية
40	المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة
40	المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة
41	المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة
42	المطلب الثالث: تصميم دراسة الحالة والأدوات الإحصائية
43	المبحث الثالث: عرض النتائج وتفسيرها
43	المطلب الأول: صياغة نموذج الدراسة ومصفوفة الارتباط
46	المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة الإختبارية
54	المطلب الثالث: تفسير النتائج
56	خلاصة الفصل الثاني
58	خاتمة:
61	قائمة المراجع:
65	الملاحق:

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
40	عدد المؤسسات المدرجة في سوق الكويت حسب القطاعات	1-2
41	التوزيع القطاعي لعينة الدراسة	2-2
44	نتائج مصفوفة الارتباط	3-2
46	نتائج الانحدار المتعدد لسنة 2015	4-2
48	نتائج الانحدار المتعدد لسنة 2016	5-2
49	نتائج الانحدار المتعدد (قيمة فيشر) لسنة 2016	6-2
50	معامل التحديد لسنة 2016	7-2
50	نتائج الإنحدار المتعدد لسنتي 2015-2016	8-2
51	نتائج الانحدار المتعدد (قيمة فيشر) لسنتي 2015-2016	9-2
52	معامل التحديد لسنتي 2015-2016	10-2
53	نتائج الانحدار الخطي البسيط لسنتي 2015-2016	11-2



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
6	السلم الزمني لدفع التوزيعات	1-1
26	العلاقة بين الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة	2-1
39	الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية	1-2

## قائمة المختصرات

الرمز	اسم الرمز
<b>VM</b>	القيمة السوقية للسهم
<b>DPA</b>	نصيب السهم من التوزيعات
<b>BPA</b>	ربحية السهم الواحد
<b>CMP</b>	التكلفة الوسطية المرجحة
<b>Vcp</b>	قيمة الأموال الخاصة
<b>Vd</b>	قيمة الديون
<b>T</b>	تكلفة الأموال الخاصة
<b>I</b>	تكلفة الإستدانة بعد الإقتصاد الضريبي

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
	العينة المختارة للدراسة.	1
	قيم BPA و DPA و VM حسب العينة المختارة للدراسة	2
	الانحدار الخطي البسيط ل DPA مخرجات برنامج SPSS	3
	الانحدار الخطي البسيط ل BPA مخرجات برنامج SPSS	4

# مقدمة

## توطئة:

سعى الباحثون الماليون منذ ظهور النظرية المالية إلى البحث في العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة والبحث عن كيفية تعظيمها، وقد أثبتت النظرية المالية عن وجود تأثير لقرار التمويل و الاستثمار على قيمة المؤسسة ويبقى أن القرار الأخير الذي يعتبر أحد من أهم القرارات المالية بعد قرار الاستثمار المتمثل في قرار توزيع الأرباح والذي أثار جدلاً بين الباحثين وذلك لإختلاف مستويات الأسواق المالية وكذلك حجم المؤسسات وقيمتها.

تلجأ المؤسسة عادة إلى مصادر التمويل من أجل تغطية إحتياجاتها من الأموال بحيث أن هذه المصادر تصنف وفق معايير مختلفة وليس سهلاً ان يقوم المستثمر بالإختيار بين هذه المصادر ونظراً لوجود لكل مصدر تكلفة، تعد تكاليف التمويل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة من القرارات أهمها التمويل والإستثمار، وإن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف إستراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا .

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار المؤسسات بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين إحتجازها بغرض إعادة إستثمارها، حيث تقوم هذه السياسة بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية المؤسسة وأدائها، والتي يمكن إدراجها في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة، إضافة إلى هذا ما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القرارات المالية الأخرى للمؤسسة يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة لدى مالكي المؤسسة والمستثمرين والمحللين الماليين

يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أهم الأسواق العربية خلال سنتي 2016/2015، حيث يولي المستثمرون داخل السوق أهمية للأرباح المحققة من طرف مؤسساته. ومن هنا تتجلى إشكالية هذه الدراسة والتي يمكن صياغتها كما يلي:

**كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في سوق الكويت**

**للأوراق المالية خلال الفترة 2015-2016؟**

وبغرض دراسة هذه الإشكالية تم تقسيمها إلى اسئلة فرعية كما يلي:

- ✓ هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم VM ونصيب السهم من التوزيعات DPA .
- ✓ هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم VM وربحية السهم الواحد BPA.
- ✓ هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات DPA وربحية السهم الواحد BPA وبين القيمة السوقية للسهم .

#### الفرضيات:

- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم VM ونصيب السهم من التوزيعات DPA .
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم VM وربحية السهم الواحد BPA.
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات DPA وربحية السهم الواحد BPA وبين القيمة السوقية للسهم .

#### مبررات اختيار الموضوع:

تبرز مبررات اختيار الموضوع من جانبين هما:

الجانب الأول ذاتي ويتمثل في الرغبة الشخصية في اختيار الموضوع لأنه يندرج ضمن مجال التخصص، والجانب الثاني يظهر من خلال عدة اعتبارات أهمها:

- أهمية الموضوع.
- الاهتمام بالأسواق المالية.
- معرفة كيف يتم توزيع الأرباح في المؤسسات.

#### أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- ✓ توضيح سياسة توزيع الأرباح.
- ✓ معرفة المتغيرات الأكثر تأثيراً على تكلفة تمويل المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- ✓ دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في كون سياسة توزيع لأرباح من القرارات المالية التي تهم المستثمر من خلال إعطائه إشارات تبين له الطريق الصحيح للاستثمار حسب نظرية الإشارة، وتعظيم قيمة المؤسسة من خلال تدنئة تكاليفها، وتبرز أهمية الموضوع في تسليط الضوء على سوق الكويت للأوراق المالية والمؤسسات المدرجة فيه

### حدود الدراسة:

اعتمدنا في هذه الدراسة على عينة مكونة من المؤسسات (30 مؤسسة) مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية موزعة على خمس قطاعات هي: قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع العقار، قطاع الخدمات المالية، القطاع الصناعي.

أما الحدود الزمنية لهذه الدراسة فتمثلت في الفترة 2016-2015، حيث تعتبر نوعاً ما كافية لاختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية.

### منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

لدراسة موضوع اثر سياسة توزيع الأرباح على تكلفة تمويل المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية و تحليله وتحقيق أهدافه والإجابة على اشكاليته اعتمدنا على جانبين، الجانب النظري حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي لمعالجته، اما الجانب التطبيقي تم استخدام برنامج SPSS من أجل تقدير النموذج الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين متغير التابع و المتغيرات المستقلة.

### صعوبات الدراسة:

- ✓ صعوبة تطبيق الأساليب الإحصائية.
- ✓ ضيق الفترة نظراً للقيام بدراسة ميدانية أخرى في إطار تقرير التبرص.

## هيكل البحث:

سنتناول في هذه الدراسة فصلين تسبقهما مقدمة وتليهما خاتمة اما محتوى الفصلين فهو كالآتي:  
الفصل الأول تم تخصيصه لدراسة الأدبيات النظرية للموضوع حيث قسم إلى ثلاث مباحث حيث تم تناول سياسة توزيع الأرباح في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فتناول أثر سياسة التوزيع على تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وتطرقنا في المبحث الثالث إلى الدراسات السابقة والفرق بينها وبين دراستنا.

وفيما يخص الفصل الثاني تم تناول الدراسة التطبيقية وبدوره تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث تم التطرق إلى الإطار النظري لسوق الكويت والمبحث الثاني تناول الإطار العام للدراسة والأدوات المستخدمة و تم عرض النتائج وتحليلها في المبحث الثالث ، وفي الأخير أختتمت الدراسة بخاتمة باختبار صحة الفرضيات



الفصل الأول:

(الإطار النظري

والدراسات السابقة)

## تمهيد:

من أكثر الموضوعات إثارة للاهتمام في فكر الإدارة المالية المعاصرة هو الطريقة التي بموجبها يتم التصرف بالأرباح المحققة، فما بين توزيع الأرباح واحتجازها داخل الشركة لغرض إعادة استثمارها، وجدت الكثير من التيارات نظمها مجموعة من النظريات بعضها ينظر الى عملية توزيع الأرباح مسألة لا بد منها ويبنى اعتقاده على ان عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف يؤثر بشكل مباشر في القيمة السوقية للسهم وبالتالي التأثير على تعظيم ثروة الملاك، فكلما زادت عملية توزيعات الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم.

سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى الإطار النظري لقيمة المؤسسة وتكلفة تمويل المؤسسات وأثر سياسة توزيع الأرباح على هذه الأخيرة، وكذا الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي :

➤ المبحث الأول: الطرح النظري لسياسة توزيع الأرباح؛

➤ المبحث الثاني: قيمة المؤسسة وتأثير سياسة توزيع الأرباح على تكلفة تمويلها ؛

➤ المبحث الثالث: الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

نحاول من خلال هذا المبحث تحديد مفهوم لسياسة توزيع الأرباح ومحدداتها واجراءاتها والعوامل المؤثرة فيها، وكذلك نتطرق الى أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة المؤسسة.

### المطلب الأول : مفهوم سياسة توزيع الأرباح

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح ومحدداتها.

#### 1. تعريف سياسة توزيع الأرباح :

**التعريف الاول:** سياسة توزيع الأرباح لها علاقة بالقرار المتعلق بالخيار بين ابقاء الأرباح وبين توزيعها و إصدار أسهم جديدة لتغطية حاجات الشركة من الاموال, و بعبارة اخرى المقصود بها تقسيم الأرباح التي تحققتها الشركة الى ارباح تبقى لأغراض الاستثمار والتشغيل بالتالي تعتبر الأرباح المتبقية مصدر رئيسيا للتمويل الداخلي.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** سياسة توزيع الأرباح هي : كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق اسهم.<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** كما تعرف ايضا بأنها تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة وسيولتها.<sup>3</sup>

ومن خلال هذه التعاريف يمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح ترتبط بقرار تقسيم الأرباح الصافية للمؤسسة ما بين ارباح توزع على المساهمين وأرباح محتجزة يتم تمويل المؤسسة بها.

#### 2. محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح:

<sup>1</sup>هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر ايار2008، ص 213

<sup>2</sup>نعاس صلاح الدين، سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على اداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، جامعة غرداية 2014/2015 ص3

<sup>3</sup>علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال 2006/2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2008/2009 ص 122

• **سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:** تشير سياسة توزيع الأرباح الى كونها قرار استثماريا اذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول ، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية بحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها.

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

• **سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:** قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات الى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، و في مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الاموال الخارجية ( القروض او الاسهم الجديدة ) مشكلة تمويلية، خاصة اذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة.<sup>1</sup>

وهذا يعني بالدرجة الاولى ان الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد وان يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى اقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك) .

إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح و قرار الاستثمار و قرار التمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{توزيعات الأرباح} = (\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصادر التمويل الخارجية}) - \text{الاموال المطلوبة للاستثمار}$$

<sup>1</sup> اسلام فيصل أحمد خليل، اثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح، دراسة إختبارية، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط 2011، ص 19.

<sup>2</sup> محمد زرقون، اثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي الجزائر مجلة الباحث، العدد الثامن، 2010، ص 85.

مما سبق نلاحظ ولأهمية هذه السياسة كقرار استراتيجي للمؤسسة الاقتصادية ، وجب معالجتها في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة الى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة ( القيمة السوقية ) كأموال مستثمرة .

### المطلب الثاني :إجراءات سياسة توزيع الارباح والعوامل المؤثرة فيها

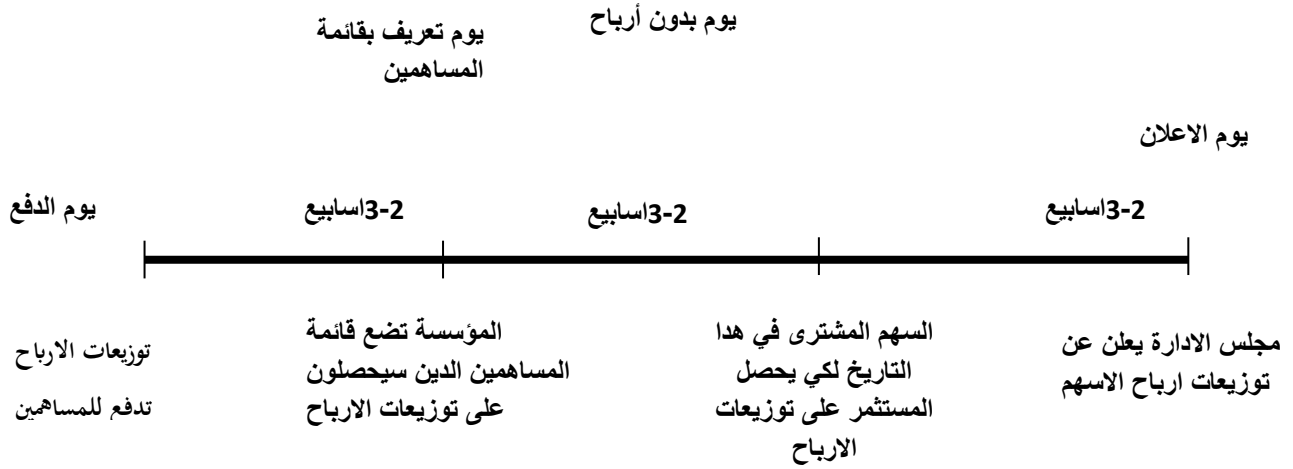
لدى سياسة توزيع الارباح إجراءات للتوزيع تقوم بها وعوامل تؤثر فيها سنتطرق لها من خلال هذا المطلب.

#### 1. إجراءات سياسة توزيع الارباح<sup>1</sup>:

- ✓ **تاريخ الإعلان عن التوزيعات:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الادارة بالتعريف بقيمة التوزيعات ويكون الاعلان للمساهمين و السوق ككل عن هذا القرار، ولهذا الاعلان تأثيره على سعر الأرباح التي ستدفع للسهم في السوق سلبياً أو إيجابياً حسب جودة هذه التوزيعات .
- ✓ **تاريخ الإعلان عن موعد الجمعية العامة:** و هو التاريخ الذي يتم فيه الإعلان عن موعد انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة للموافقة عن التوزيعات المقترحة من قبل مجلس الادارة ، وعادة ما يبدأ بالتفاعل مع اقتراب موعد الجمعية و يلجأ المستثمرون في بعض الاحيان إلى دفع سعر السهم الى مستويات معينة تحقق أهدافهم الاستثمارية آخذين بالإعتبار السعر الذي سيكون عليه السهم بعد انعقاد الجمعية العامة .
- ✓ **اليوم التالي لإنعقاد الجمعية العامة:** هو أول يوم يتم تداول به السهم في السوق بعد انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة و يتم ادراج السهم في سوق الأوراق المالية كسهم جديد أو غير محملا بالأرباح ليبدأ السهم دورته الجديدة و يبدأ بالتفاعل من جديد و يبدأ مع عوامل العرض و الطلب في السوق بالأداء للمؤسسة خلال سنة جديدة .
- ✓ **تاريخ دفع الارباح :** وهو التاريخ الذي يتم فيه بالفعل البدء بتوزيع الارباح على المساهمين المسجلين في سجلات مساهمي المؤسسة بتاريخ انعقاد الجمعية العامة .

<sup>1</sup> حميدة رمضان، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة 2008-2010"، ماستر في العلوم المالية والمحاسبة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2011/2012،ص59

الشكل رقم(1-1): السلم الزمني لدفع التوزيعات



المصدر: حميدة رمضاني، المرجع السابق ص 59

2. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح :

هناك العديد من العوامل المحددة لقرار توزيع الارباح او احتجازها والتي يجب اخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملائمة ويختلف أثر كل عامل منها باختلاف ظروف الشركة ويمكن ايجازها فيما يلي<sup>1</sup> :

✓ **القواعد القانونية** : تختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الارباح من دولة الى اخرى و من زمن لآخر فقدرة الشركة على توزيع الأرباح تتأثر الى حد كبير بالقواعد و القوانين التي تتحكم في سياسة توزيع الارباح. ومن هذه القواعد ما يلي:

- عدم توزيع أرباح المستثمرين ناتجة من بيع الاصول بقصد حماية المستثمرين.
- عدم جواز توزيع الأرباح من الأرباح المتبقية و المحققة فقط.
- عدم جواز توزيع أرباح في حالة العسر المالي للشركة في حالة كون الخصوم أكبر من الموجودات، و ربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الادنى أو الأقصى للأرباح الموزعة وربما نسبة التوزيع ذاتها.

✓ **مركز السيولة** : يجب على المحلل المالي للشركة ان يقوم بتحديد وضع السيولة في الشركة ويحدد كذلك حاجيات الشركة المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر أحجام الأرباح التي يستبقونها و جزء من الأرباح التي يوزعها على المساهمين .

<sup>1</sup> صباح أسامة علي شراب، اثر الاعلان عن توزيعات الارباح على اسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية ،

مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الاسلامية غزة، يوليو 2006.ص 64

✓ **الحاجة إلى تسديد الديون** : عندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بالقروض فإنها تواجه بديلين : إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول عن قرض جديد أو عمل ترتيبات لرد قيمة القرض من أموالها الذاتية. وهنا يكون على المدير أن ينظر للأرباح المحققة ليس فقط على أنها مورد جديد يمكن استعماله في الاستثمار و التوسع، ولكن كوسيلة لتسديد القروض كذلك، وبالتالي يوضع معدل توزيع الأرباح على ذلك الأساس.

✓ **قيود على عقود الدين** : ان عقود الدين طويلة الأجل غالباً ما تحد من حرية الشركة في توزيع الأرباح نقداً، وتكون هذه القيود عادة لحماية الدائنين

✓ **معدل النمو في الأصول (معدل التوسع)**: كلما كان معدل النمو في الأصول كبيراً كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول وبناء على ذلك فكلما كانت الاحتياجات المالية في المستقبل كبيرة كلما شجع ذلك على احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها.

ولكن من جهة أخرى يجب على الشركة أن توزع أرباحاً على المساهمين عندما يكون استثمار الأرباح المحتجزة أقل من المعدل الذي يحصل عليه المساهم لو وزعت تلك الأرباح.

✓ **عائد الشركة للفرص الاستثمارية المتاحة امام الشركة**: 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.

✓ **تكاليف المعاملات المالية للمساهم** : اذا احتاج المستثمر إلى دخل للقيام بعملية استثمارية أو مواجهة أعباء معيشية، فإن تكلفة هذه العملية تكون منخفضة اذا كان مصدر الدخل هو التوزيعات وعدم بيع الاسهم.

✓ **الشروط التعاقدية** : قد تتضمن الاتفاقيات بين الشركة و حملة الأسهم الممتازة أو السندات أن لا توزع الشركة أي أرباح على المساهمين، إلا بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاههم.

## المطلب الثالث: أشكال وبدائل توزيعات الأرباح والنظريات المفسرة لها

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح، والثاني تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة وهنا المؤسسة قد توزع أرباحها في شكل توزيعات نقدية أو قد توزعها في شكل أسهم.

## 1. أشكال سياسة توزيع الأرباح: هناك نوعين :

1.1 التوزيعات النقدية<sup>1</sup>: تنقسم إلى:

- ✓ سياسة نسبة توزيعات الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة.
- ✓ سياسة توزيع الأرباح منتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية
- ✓ سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباحاً أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة.

## 2.1 التوزيعات على شكل أسهم: تنقسم بدورها إلى:

- ✓ التوزيعات على شكل مجانية: يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة ، ويكون هذا النوع من التوزيعات الشكل الآخر لإعادة الرسملة أو الهيكلة
- ✓ إعادة شراء الأسهم العادية: قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شرائه بإحدى الطرق، ويعتبر الحافز من هذه العملية الحصول على الأسهم للدمج أو امتلاك شركات أخرى ومن جهة أخرى لتفادي سيطرة أو استيلاء شركات أخرى على الشركة.

<sup>1</sup> عبد المنعم رضواني، أثر سياسة توزيعات الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2015 ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماستر أكاديمي، علوم مالية ومحاسبة، جامعة ورقلة، 2015/2016 ،



2 بدائل التوزيعات النقدية : هو النوع الأكثر شيوعا في توزيعات الأرباح في الشكل النقدي، وعادة ما تدفعها المؤسسة أرباح نقدية منتظمة أربع مرات في السنة، عموما توجد أربع بدائل لتوزيعات النقدية وهي:<sup>1</sup>

#### ✓ سياسة توزيع إجمالي الأرباح :

اقترح RUBNER (1966) توزيع بمجمل الأرباح، ويستند اقتراحه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الاستراتيجية لأنها لا تشجع جبائيا ولا من طرف المساهمين، لهذا السبب من جهة ولأنها توفر تمويل ذاتي للمؤسسة من جهة أخرى.

✓ سياسة التوزيعات الباقية : وفقا لهذه السياسة تعطي المؤسسة الأولوية للمشاريع الاستثمارية التي تحقق قيمة عالية صافية موجبة وتكون بدورها مشاريع مربحة.

و تقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل مشاريع المؤسسة، وهذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين 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، وهذا ممكن لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة و كذلك عمولات ووسطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.

✓ سياسة غياب التوزيعات : يرى كل من Clarkson et elliot (1966) إن التوزيعات تعتبر شيء كمال، ترف "Luxe" بالنسبة للمؤسسات و المساهمين فلا داعي لإجراء توزيعات، عمليا من الصعب أن نجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون توزيع أرباح.

✓ سياسة التوزيعات المستقرة : يقصد باستقرار نمط تلك التوزيعات ويفضل المستثمرين سياسة التوزيعات التي تتصف بالاستقرار لأنها تزيل عدم التأكد من الأذهان، ويفضل بالطبع ان يأخذ الاستقرار صورة النمو المنتظم في التوزيعات، فمثل هذا النمط يحتمل أن يترك آثارا إيجابية على قدرة المؤسسة على جذب المزيد من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، مما أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للسهم و مفهوم استقرار التوزيعات يأخذ ثلاث صور هي :

- استقرار نسبة الأرباح الموزعة : يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنة لأخرى.

<sup>1</sup> حميدة رمضاني ، مرجع سابق ص 61

- استقرار نصيب الأسهم من التوزيعات: يقصد بها استقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى.
- استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية: يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من توزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عال من الأرباح.

### 3 النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح: هناك عدة نظريات مفسرة لسياسة توزيع الأرباح سنذكرها: 1.3 نظرية عدم ملائمة التوزيعات.

قدم هذه النظرية ميلر ومودكلياني حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الاموال للمؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير حتما للقدرة الإرادية للمؤسسة ووفقا لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وبعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم، وأشار كل من مودكلياني وميلر إلى أنه وفي ظل افتراضات معينة، إن المؤسسة إذا ما زادت التوزيعات ثم قامت بإصدار وبيع أسهم جديدة إلى مستثمرين جدد، فإن قيمة السهم الذي حصل عليه المستثمر تساوى تماما التوزيعات المدفوعة، مما يعني بعدم وجود سياسة توزيع مثلى فلا فرق بين سياسة توزيع واخرى<sup>1</sup>.

ومن الأسس والافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية ما يلي:

- ✓ لاوجود لأي ضرائب على الدخول الشخصية للأفراد أو على أرباح الشركات؛
- ✓ سياسة الاستثمار الرأس مالي بالمؤسسة مستقلة عن سياسة التوزيعات؛
- ✓ عدم وجود نفقات أو مصاريف المتعامل في الاسهم ؛
- ✓ ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛
- ✓ المديرون والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- ✓ ليس لتقسيم الربح بين التوزيع والاحتجاز اثر في تكلفة الاموال المملوكة.

<sup>1</sup> مُجّد زرقون، مرجع سابق، ص 86

من الواضح أن هذه الافتراضات غير واقعية وغير دقيقة. وذلك لأنه لا يعني الأفراد أو الشركات من الضرائب على الدخل بصفة عامة، كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الاسهم بالإضافة إلى أن المديرين في مركز أفضل من حيث المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج الشركة، كما وأن لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأسمالية من خلال الفائض النقدي المتاح لأغراض الاستثمار.

جادل MM بان صلاحية النظرية لا تعتمد على الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العملية<sup>1</sup>

### 2.3 نظرية العصفور في اليد

والتي تنسب إلى ميرون جوردن وجون لنتر، وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية مودكلياني وميلر التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع ومعدل العائد المطلوب على الأملاك المملوكة، وتقضي هذه النظرية بأنه طالما أن التوزيعات تزيد من التأكيد بالنسبة للمستثمر، وهو ما لا تحققه الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن احتجاز فإنه يجب على الشركة ان توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات ومن ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويؤدي بالتالي إلى تخفيض تكلفة الأموال، وإذا كان المستثمر يفضل الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر اقل بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية هذا يعني أن عائد التوزيعات أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية المتأنية من احتجاز الأرباح<sup>2</sup> وأطلقنا على وجه نظر جوردن و لنتر اسم عصفور في اليد لأن MM يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في سهم الشركة أو في سهم شركة أخرى مماثلة و بالتالي فان مخاطر التدفقات النقدية للشركة في المدى الطويل تتحدد من خلال المخاطر التشغيلية للتدفقات النقدية وليس من خلال سياسة توزيع الأرباح.<sup>3</sup>

فوفق لهذه النظرية فإن هناك علاقة طردية بين نسبة التوزيعات والتغيرات في اسعار الأسهم.<sup>4</sup>

### 3.3 نظرية التفضيل الضريبي

<sup>1</sup> أسامة عزمي سلام، وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر عمان، 2014، ص 456.

<sup>2</sup> محمد زرقون، مرجع سابق، ص 87

<sup>3</sup> محمد قاسم خصاونة، اساسيات الادارة المالية، دار الفكر، عمان المملكة الاردنية الهاشمية 2010، ص 212

<sup>4</sup> إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة كلية العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأزهر غزة 2011، ص 45

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر و التي تنبأها "ليزن بيرجي و راما سواني" ترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات في حين تأخذ مركزاً مضاداً مع النظرية السابقة وهي بذلك تدعو إلى عكس ما تدعو إليه، أي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي و الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقاً لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم ومن ثم يمكن أن نطلق عليها جوازاً نظرية عصفور على الشجرة.<sup>1</sup>

نلاحظ أن كل النظريات السابقة تعطي نتائج و نصائح مختلفة و متباينة لمتخذي القرار، ذلك لأن لكل منهما وجهة نظر خاصة بهما، فبينما يرى "مودجيلياني و ميلر" عدم الاهتمام بسياسة التوزيعات لعدم تأثيرها على قيمة السهم، نجد أن "جوردن و ليتنر" يفضلان أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن، أما نظرية التمييز الضريبي فيفضل روادها تدنية ذلك المعدل إلى أدنى مستوى، ولكن هذا الاختلاف و التباين في رغبات المستثمرين بشأن نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها يمكن أن يشترك و يأخذ بثلاث عوامل تتمثل في :

**- المحتوى المعلوماتي أو الإشارة :** تنص هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح و سعر السهم سواء بالزيادة أو النقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها مضمون عن مضمون هذه التوزيعات.

**- أثر الزبون (الأثر الزبائني) أو أثر العميل :** يقصد به قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة و تتماشى و تفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك.

**- تكاليف الوكالة :** و لهذه التكاليف أثرها على قيمة المنظمة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة و الرقابة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقاً لهذا المفهوم، الفرق بين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع الغير مالية، و بين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الجديد. ومن الواضح، أنه وفقاً لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين هما :

<sup>1</sup> محمد زرقون، مرجع سابق ص 87

1- أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها.

2- أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحميل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.

ومما سبق يتضح أن المنطق الصحيح لسياسة توزيع الأرباح المثلى وفقا لمفهوم هذه النظرية، يتلخص في أن هذه السياسة المثلى تتحقق عندما : "تتساوى المنفعة الحدية الناشئة من نقص تكلفة الوكالة كنتيجة لزيادة التوزيعات، مع التكلفة الحدية الناتجة من زيادة التمويل الخارجي كنتيجة أيضا لزيادة التوزيعات". وبذلك تنفرد هذه النظرية بخاصية هامة تتمثل في أنه حتى في ظل عدم وجود ضرائب، فقد توجد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح، وبعد شرح نظرية سياسة توزيع الأرباح لا يمكن الحكم على أي منها أنها أكثر صحة من غيرها ، لان ذلك يتطلب اختبارا لكل هذه النظريات في الواقع العملي.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة وتكلفة تمويلها

إن تعظيم قيمة المؤسسة يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا .

حيث سنتناول في هذا المبحث تكلفة تمويل مصادر المؤسسة وقيمة المؤسسة .

### المطلب الأول: تكلفة التمويل

سنحاول في هذا المطلب تعريف تكلفة رأس المال وأهميته وأهم تكاليف المتعلقة به.

#### 1. تعريف تكلفة التمويل

وتسمى بالتكلفة الشاملة للأموال، أي تكلفة مزيج من أموال الملكية وأموال الاقتراض ويرجع ذلك إلى المقدار المعين من الأموال الذي ستستخدمه المؤسسة لتمويل استثماراتها المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة، وبالتالي فإن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع يختلف عن تكلفة غيره، ولذا فمن الخطأ أخذ تكلفة نوع واحد واعتباره تكلفة للأموال المستثمرة في المنظمة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، اساسيات التمويل والادارة المالية ، الدار الجامعية الاسكندرية 2010، ص 397 .

<sup>2</sup> لزهاوي زواويد، تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2009/2011 ، مذكرة ماستر

في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقة 2011/2012، ص 51

وهي عبارة عن المتوسط المرجح لمختلف تكاليف مصادر التمويل التي قامت المؤسسة باستخدامها<sup>1</sup>.

وهي بذلك تكلفة مصادر التمويل وتحسب بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$CMPc = t \frac{Vcp}{Vd+Vcp} + I \frac{Vd}{Vd+Vcp} \dots\dots\dots(1-1)$$

حيث:

CMPc: التكلفة الوسطية المرجحة.

V<sub>CP</sub>: قيمة الأموال الخاصة.

V<sub>D</sub>: قيمة الديون.

T: تكلفة الأموال الخاصة.

I: تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد الضريبي.

## 2. أهمية تحديد تكلفة رأس المال

يعتبر قرار توفير مصادر التمويل\* للمؤسسة أحد أبرز القرارات الجوهرية في الادارة المالية، كون المؤسسة تسعى لتوفير هذه المصادر وبأقل تكلفة، ما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية للسهم أي قيمة المؤسسة في السوق المالي ومن هنا تتجسد أهمية تحديد تكلفة رأس المال وفقاً للأسباب التالية:

1- في اتخاذ قرار اختيار مشروع استثماري، فإن خصم التدفقات النقدية يتم بالاعتماد على تكلفة رأس المال

كمعدل خصم تخضم به التدفقات النقدية وحساب القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي للمشروع.

2- هدف المسير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين أي المالكين، ولا يتحقق هذا الهدف إلا بالعمل على

تخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> عبد الكريم بوحلاوة ، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2012، ص 23.

<sup>2</sup> دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول امثلية الهيكل المالية ، مجلة الباحث ، العدد الرابع، ورقلة 2006 ص 107.

\* تتمثل أهم مصادر تمويل المؤسسة في: التمويل الذاتي و الزيادة في رأس المال و اللجوء الى الاقتراض.

3- تكلفة رأس المال بالنهاية هي نسبة مئوية، وحسابها يتطلب تحليل مكونات رأس المال ، ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف، وبالمقابل فإن لكل مصدر من مصادر التمويل مخاطرة تتناسب مع تكاليف ذلك المصدر، وبالتالي من الضروري في اتخاذ هكذا قرار أن يتم الموازنة بين التكاليف والمخاطرة المرافقة.

3. أهم تكاليف رأس المال:

### 1.3 تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض

تدل تكلفة التمويل عن المعدل الحسابي الذي يحقق المساواة بين الاموال التي تم تحصيلها والاموال التي تم تسديدها لصالح المقترضين ، وتحسب هذه التكلفة بعد معالجتها ضريبيا، ذلك أن الحكومة تتحمل جزءا من تكلفة الاقتراض كون أن الفوائد تعد تكلفة تظهر في ميزانية المؤسسة تؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي إلى تخفيض مبلغ الضريبة المدفوع من قبل المؤسسة، وعليه فإن هذا الوفر الضريبي يقلل من تكلفة الفائدة المدفوعة ما يسمح بزيادة قيمة المؤسسة أي القيمة السوقية للسهم في السوق أو ثروة حملة الاسهم العادية التي تتحدد بالمجرى النقدي (صافي الدخل والارباح الموزعة ) بعد الضريبة<sup>1</sup>.

ومنه يمكن صياغة معادلة تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

$$KdT = Kd - KdxT \Rightarrow KdT = Kd(1 - T) \dots\dots\dots(2)$$

حيث:

KdT:تكلفة الاقتراض بعد الضريبة.

T:معدل الضريبة.

Kd(1-t): العائد المطلوب من قبل المقترضين- الوفر الضريبي .

2.3 تكلفة التمويل عن طريق الاسهم: هناك تكلفتين أساسيتين هما تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية وتكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة.

✓ تكلفة التمويل عن طريق الاسهم العادية

<sup>1</sup> لزهاوي زواويد، مرجع سابق ص 53

تتمثل تكلفة التمويل عن طريق الاسهم العادية في معدل المرودية المطلوب من قبل المساهمين حيث هناك عدة طرق لحساب هذه التكلفة نذكر منها :طريقة الارباح الموزعة على حملة الاسهم العادية.

وبموجب هذه الطريقة يتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق للمعادلة التالية :

$$Ka = \frac{Div_t}{Po(1-f)} + g \times 100$$

حيث:

تكلفة الاسهم العادية Ka.

Div(t): الارباح المتوقعة لكل سهم.

Po: القيمة السوقية للسهم.

F: الزيادة المتوقعة في الارباح الموزعة للسهم.

G: الزيادة المتوقعة في الارباح الموزعة للسهم.

وتعتبر هذه الطريقة الاكثر شيوعا كونها واقعية.

✓ تكلفة التمويل عن طريق الاسهم الممتازة:

تعتبر الاسهم الممتازة مصدرا من مصادر التمويل الذي يجمع بين خصائص السندات و الاسهم العادية، وتشارك الأسهم الممتازة مع السندات في انها تشكل التزاما ماليا ثابتا للمؤسسة وحملة الاسهم الممتازة الاولوية في الحصول على الارباح عند اتخاذ قرار التوزيع قبل حملة الاسهم العادية.

ويمكن تداول الاسهم الممتازة في السوق المالي ولذلك فالمؤسسة المصدرة غير ملزمة بشرائها، وتتكون تكلفة الأسهم الممتازة من تكلفة الارباح التي تدفع لحاملها منسوبة لسعر بيع السهم الصافي في السوق بعد احتساب العلاوة أو الخصم الذي يباع به السهم الممتاز في السوق واستبعاد تكلفة الاصدار.

ويمكن حساب تكلفة الاسهم الممتازة وفق المعادلة التالية:

$$Ksp = \frac{Dps}{Pnt}$$

$$Ksp = \frac{Dps}{P(1-Cost\%)}$$



حيث:

Dps: الأرباح الموزعة على حملة الاسهم الممتازة.

Pnt: السعر الصافي بعد اصدار السهم الممتاز الواحد.

P: سعر بيع السهم الممتاز.

Cost: مصاريف الاصدار وتوزيع الاسهم الممتازة.

### 3.3 تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة:

تكلفة الأرباح المحتجزة هي تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، حيث تقوم المؤسسة باحتجازها حين الحاجة إليها، وتعادل تكلفة الفرصة البديلة تلك الأرباح التي تم احتجازها، أي تساوي العائد الذي من المفروض ان يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح، وهناك بديلان لاحتجاز الأرباح:

- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة، ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد.
- تستطيع المؤسسة نفسها استثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية وتحصل على عائد معين من ذلك الاستثمار.

وبناء على ذلك فإن هناك طريقتين لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة:

#### 1. الأرباح الموزعة على المساهمين

وتكون تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

#### 1.1 افتراض عدم وجود ضرائب وعمولات

$$Ks = Ka = \frac{\text{Div}(t)}{Po} + g$$

حيث:

Ks: تكلفة الأرباح المحتجزة.

Ka: تكلفة الاسهم العادية .

Div(t): الأرباح المتوقعة لكل سهم.

Po: القيمة السوقية لكل سهم.

G: الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم.

### 2.1 افتراض وجود ضرائب وعمولات.

وعليه فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تحسب كما يلي:

$$Kg = ka(1-T)(1-Cost\%)$$

### 2. عائد الاستثمار الخارجي

هي الطريقة التي تتعلق بالاستثمارات الخارجية للأرباح، وتعتمد أساساً على نسبة الضريبة المفروضة على حملة الأسهم، والصعوبة الكبيرة التي تعارض هذه الطريقة هي صعوبة تقدير النسب المختلفة للضريبة لكل مساهم، ومن ثم تجعل استخدام هذه الطريقة أمراً غير ممكناً.

### 3. المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (WACC):

تسعى الإدارة المالية في أي مؤسسة إلى تحقيق الهيكل الأمثل لرأس المال وهو مزيج من مصادر التمويل المختلفة والذي قد يشمل جميع أو بعض مصادر التمويل السالفة الذكر.

والهدف الأساسي من تشكيل الهيكل الأمثل لأس المال هو تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، إلا أن هذا الهيكل الأمثل يختلف من مؤسسة إلى أخرى وهذا حسب المصادر المتاحة للتمويل.

يمكن تطبيق المعادلة الآتية لحساب متوسط الموزون لتكلفة رأس المال كالتالي<sup>1</sup>:

$$WACC = (kd.wd) + (ka.wa) + (ksp.wsp) + (ks.ws).$$

حيث:

WACC: المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> لزهراري زواويد، المرجع السابق ص55

Kd:تكلفة الاقتراض.

Wd:نسبة الاقتراض.

Ka:تكلفة الاسهم العادية.

Wa:نسبة الاسهم العادية.

Ksp:تكلفة الاسهم الممتازة.

Wsp:نسبة الاسهم الممتازة.

Ks:تكلفة الارياح المحتجزة.

Ws:نسبة الارياح المحتجزة.

## المطلب الثاني: مفاهيم اساسية حول قيمة المؤسسة

من خلال هذا المطلب سنتطرق لجملة من المفاهيم حول قيمة المؤسسة

1- مفهوم قيمة المؤسسة<sup>1</sup>: ربط الفكر المالي مفهوم القيمة بمفهوم المؤسسة من خلال محاولة التطرق الى القيمة المتعلقة بالمؤسسة، وفي ظل وجود نظرية مالية أو فكر مالي باعتباره مجالاً وسعاً و أكاديمياً منفصلاً عن الاقتصاد، برز وتطور عبر مراحل تعكس تطور البحث في هذا المجال و الذي يمتد من بداية القرن العشرين إلى غاية الخمسينات من نفس الفترة.

ويرجع الفضل في ظهور القيمة في الفكر المالي إلى J.B.WILIAMS في 1938 حيث بين أن قيمة أي أصل تتحدد انطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل ومن هذا المنطق ارتبط مفهوم القيمة بالمؤسسة التي تمثل إطاراً لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم والمقياس وتطور مع ظهور النظرية المالية الحديثة بظهور نظرية قيمة المؤسسة كما هي عليه الآن و بالتحديد مع دراسات \* M&M في 1958

وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة في "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد و إمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط"<sup>3</sup>

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

3- طرق التقييم: إن تقييم الأوراق المالية يعني إيجاد القيمة الحقيقية للاستثمار بواسطة الأوراق المالية ولأن القرار الاستثماري يتخذ حاضراً فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية وتنطلق

<sup>1</sup> عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الإقتصادية، دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011/2012، مذكرة ماستر علوم مالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012/2013 ص 3

\* M&M ميرتون هوارد ميلر كان الخبير الاقتصادي الأمريكي، موديليانى حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد وشارك في تأليف كتاب نظرية موديليانى ميلر حول علاقة هيكل التمويل بتكلفة رأس المال التي تزعم عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال. موديليانى وميلر كانوا أساتذة في كلية الدراسات العليا في الإدارة الصناعية.

<sup>3</sup> هواري سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ قرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر

نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية والتي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حياة هذا الأصل.

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

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

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

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D^\infty}{(1+K)^\infty}$$

حيث:

$V_0$  = قيمة السهم العادي؛

$D_t$  = توزيعات أرباح الاسهم خلال الزمن  $t$ ؛

$K$  = معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

2- **نموذج مضاعف السعر:** (PER) يفضل العديد من المستثمرون تقدير قيمة الاسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية ويمكن أن تحسب مضاعف الأرباح السائدة والتي يشار إليها أيضا باسم نسبة السعر إلى الربح

(P\E) على النحو التالي<sup>1</sup>:

مضاعف الايرادات = السعر السوقي للسهم \ الربح الصافي للسهم

<sup>1</sup> حميدة رمضان، مرجع سابق ص 47

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

**تقييم الاسهم الممتازة :** تمثل الاسهم الممتازة مستند الملكية ويشبه السهم العادي من بعض النواحي كما يشبه السندات في ان نصيب السهم من الأرباح محدود بنسبة معينة من قيمته الاسمية، تمثل القيمة التي ينبغي ان تدفع في شراء السهم الممتاز في القيمة الحالية للتوزيعات السنوية التي يحصل عليها حاملها.<sup>1</sup>

يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع مراعاة أن توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير كذلك احتفاظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جدا.

### المطلب الثالث : قيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة:

#### 1. قيمة المؤسسة وفق نظرية الوكالة:

تظهر علاقة الوكالة عندما يقوم شخص (الأصيل) باستخدام شخص اخر (الوكيل) للقيام بأعمال معينة نيابة عنه حيث يقوم الأول بتفويض عملية اتخاذ القرار إلى الثاني. ومن هذا يمكن تعريف نظرية الوكالة "هي عقد موجب يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء على شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهنة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة ، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو أ مقرض أموال آخر، والمدراء أو المسيرين حيث يتم التنازل عن الجزء من سلطاتهم إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض.

حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعه على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدر للتناقض.

هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل متعمدة في ذلك على مبدأ اينوكلاسيكي الذي مؤداه "أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة".

وفي 1976 أدخل Jensen et Meckling عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان . وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين هما<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي ، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية 2007/2006 ص 154.

<sup>2</sup> حميدة رضائي، المرجع سابق ص 48.

✓ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، ثانياً إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

نظرية الوكالة هي نظرية تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوكهم بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة.

فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمدننين من جهة أخرى.

يفترض أن يلتزم المسير بإدارة العمليات والتسيير وفق لمصالح الموكل (المالك). إلا أنه في الواقع يسعى المسير إلى تعظيم ثروته الخاصة، وهذا ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة:

- **تكاليف المراقبة:** وهي ناتجة عن تتبع الموكل ورصده للمسير إن كان يسير وفقاً لمصلحته، وبمعنى التحقق من أن التسيير منسجم مع أهداف الملاك.

- **تكاليف التبرير:** وهي مجسدة في النفقات التي يتحملها المسير ليبيد سلوكه ويرى أن للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته.

- **التكاليف الباقية:** تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة.

وحسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن المزج بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياتة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية المؤسسة.

وهكذا فإن نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح، لابد من الحصول على هيكل مالي أمثل يأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عن الاستدانة والأموال الخاصة.

وسيكون من فائدة المؤسسة اعتماد الاستدانة الى غاية تساوي مقدار الارتفاع في قيمتها، الناتج عن الاستثمارات الممولة عن طريق الاستدانة، مع التكلفة الحدية الناتجة عن الاستدانة، ومن ثم فإن المقدار الأمثل للجوء الى هذه الأخيرة هو ذلك المستوى الذي يسمح بتدنية التكاليف الكلية للوكالة، بمعنى التكاليف المتعلقة بالاستدانة وتلك المتعلقة بالرفع في رأس المال، ويكون هذا المنطق مقبولاً عندما يكون المسيرون مساهمون (ملاكاً) وبالتالي تكون

الاهتمامات والمصالح منسجمة ومتوافقة مع باقي الملاك، وبالتالي يمكن تعريف المستوى الأمثل للإستدانة حسب هذه النظرية بأنه ذلك المستوى الذي يعمل على تدنية إجمالي تكاليف الوكالة المتعلقة بالتمويل الخارجي.

## 2. قيمة المؤسسة وفق نظرية الإشارة :

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل/التناظر المعلوماتي الذي تتصف به الأسواق والذي قد ينتج عن إصدار معلومات من جهة معينة نحو عدة أطراف أخرى ولكن لا تفهم بنفس الأسلوب، حيث يكون هذا الغموض أو الخطأ في الفهم قصودا من قبل جهة إصدار المعلومات. والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات signaux خاصة وفعالة<sup>1</sup>، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء وتعتمد هذه النظرية على قاعدتين أساسيتين هما:

- نفس المعلومات ليس موزعة للجميع: كذلك مسيرو المؤسسات يستعطون عرض معلومات ليست عند المستثمرين
- حتى وإن كانت المعلومات متاحة للجميع، فإنها غير مستوعبة أو محللة بنفس التعبير .

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، قد تكون وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح.. الخ كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو للتمويه، فهي قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة اكتشاف عدم صحتها. والواقع أن المستثمر أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك، لا بد من الإشارة إلا أنه:

- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
- يحاول فهم صورة الفريق المسير للمؤسسة وسياسته في الاتصال.

يراعي مراقبة وحكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة وتثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة؛ بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.

<sup>1</sup> سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة Master مالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقة 2015/2014 ص 9



هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية.<sup>1</sup>

تستند هذه النظرية أساسا إلى فرضية عدم التماثل في المعلومة وللتقليل من هذا الأخير، بإمكان مسيري المؤسسة إصدار إشارات لمستثمري المؤسسة، مثلا تعتبر الاستدانة إشارة إيجابية بالنسبة لمختلف المستثمرين، بحكم أنها مؤشر دال على قدرة المؤسسة على مواجهة أعباء ثابتة محفوفة بدرجة من الخطر .

وبالتالي تزداد قيمة المؤسسة وفق هذه النظرية، كلما كانت المؤسسة قادرة على إصدار إشارات إيجابية حقيقية معبرة بذلك عن أدائها مما يؤدي إلى زيادة قيمة أسهمها وبالتالي قيمة المؤسسة

### 3. قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس:

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers (1984) حيث تم إدخال تكلفة الإفلاس على نموذج ميلر ومديغلياني.

حيث قد تواجه المؤسسات الاقتصادية التي تمول جزء من أصولها عن طريق الاستدانة مخاطر الإفلاس الناجمة عن التماثل في دفع فوائد القروض عند تواريخها المحددة ، الأمر الذي يدفع الدائنين والمقرضين بإتباع المسلك القانوني وقد يؤدي الأمر إلى إشهار إفلاسها.

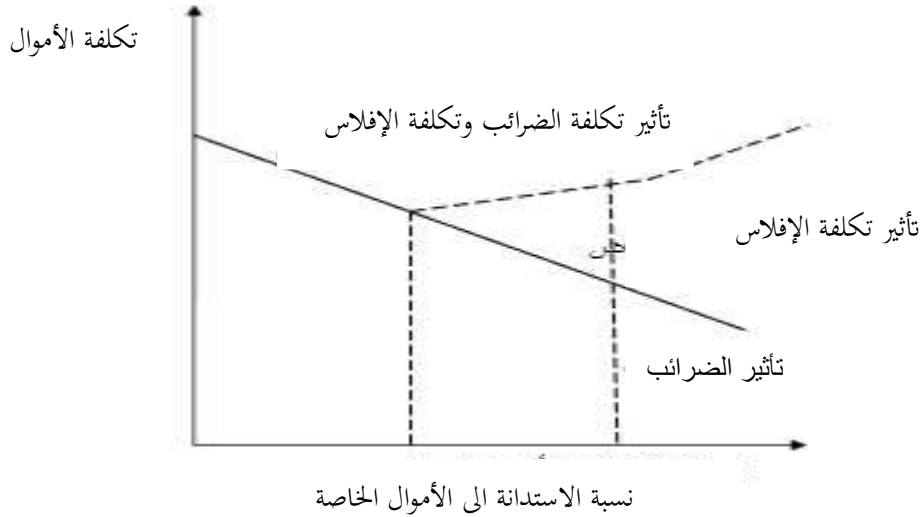
أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثر إيجابي من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بالقدر التي تحققه من الوفاء والضريبة، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين ثم تبدأ ظهور مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكاليف الإفلاس مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة، قبل إشهار إفلاسها بالإضافة إلى انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بالدفترية، وأيضا النفقات وكافة الإجراءات القانونية والإدارية الناجمة عن ذلك.

وحرصا من الدائنين والمقرضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس فإنهم يلجئون منذ البداية إلى نقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما يندرج

<sup>1</sup> بريش عبد القادر، بدروي عبد القادر، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد العاشر، جوان 2013 ص 16.

بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون وحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال.

الشكل رقم (1-2): يوضح العلاقة بين الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة



المصدر: حميدة رمضاني، مرجع سابق ص 51

يوضح الشكل التالي أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من  $Y$  إلى  $X$  على أن يراعى أن هذه النقطة  $X$  هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة، وقبل أن تبلغ الاستدانة هذه النقطة تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها يحدث العكس.

## المبحث الثالث: الدراسات السابقة

بعد أن تطرقنا إلى الجانب النظري لموضوع الدراسة وجب علينا تقديم أهم الدراسات السابقة و التي تم الاطلاع عليها و المتعلقة أساساً بموضوعنا قصد التعرف على النتائج التي تما الوصل إليها و المناهج المستعملة و هذا بهدف مناقشتها و مقارنتها بالنتائج المتوصل إليها في دراستنا

## المطلب الأول: الدراسات المحلية

سنحاول في هذا المطلب التطرق للدراسات السابقة المحلية واختارنا ثلاث دراسات هي:

## 1. دراسة: عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية-

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

ماستر في علوم تسيير جامعة ورقلة 2013.

تمحورت إشكالية هذه الدراسة حول معرفة ما يلي: ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية

للمؤسسات الاقتصادية في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011/2012 .

هدفت هذه الدراسة إلى تباين و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية

من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -قيمة المؤسسة-

تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة

قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح

تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، و هذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه

الاختبارات، و خلُصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة

عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح

تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

## 2. دراسة: عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة -

حالة المؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009، مجلة الباحث العدد العاشر/2012.

تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى الإشكالية التالية: مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر cac 40

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

3. عبد المنعم رضواني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2015، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير أكاديمي، علوم مالية ومحاسبة، 2016/2015.

تناول الإشكالية التالية: ما هو حجم تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2013/2015 .

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتمثلة في ثلاثة قطاعات مهمة (باستثناء القطاع المالي) في بورصة السعودية خلال الفترة 2013-2015 من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية للأسعار السوقية للأسهم (الأداء المالي)، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على الأداء المالي للمؤسسات، وهذا من خلال إستعمال نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل) لإجراء هذه الإختبارات.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على اسعار الأسهم ، بقوة تفسيرية لغت 23.48%، وكذلك توصلت إلى ان هناك تأثير لربحية السهم على اسعار الأسهم، بقوة تفسيرية بلغت 90.97%.

وأن ربحية السهم الواحد هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون والمتعاملون في سوق السعودية للأوراق المالية وتوصلت الدراسة إلى أن ربحية السهم الواحد يعتبر من أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على أسعار أسهم الأسهم، وأيضاً

خلصت الدراسة بأنه لا يوجد أثر للتوزيعات النقدية وربحية السهم معاً في نموذج واحد متعدد على أسعار الأسهم.

### المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

تناول هذا المطلب الدراسات السابقة الأجنبية واخترنا ثلاث دراسات هي:

1. دراسة صباح أسامة علي شراب(2006) " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير .

تناول الباحث الإشكالية التالية: اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي وكميات الأسهم المتداولة في السوق.

يهدف هذا البحث إلى إيجاد العلاقة بين الإعلان عن توزيعات الأرباح وأسعار اسعار الأسهم وخلصت هذه الدراسة إلى ان نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي ، 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

2. دراسة أمجد إبراهيم البراجنة، "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير الجامعة الإسلامية ، غزة 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على قيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في 34 مؤسسة مدرجة في سوق فلسطين وما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها ، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم ، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم

وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح.

وخلصت هذه الدراسة بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق ، وأنه لا توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في السوق ، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة ولا توجد علاقة بين كل من ارتفاع القيمة السوقية و ارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة .

3. دراسة:

**Imad Zeyad Ramadan, Dividend policy and price volatility, empirical evidence from Jordan, International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.**

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

المطلب الثالث: مقارنة الدراسات السابقة مع الدراسة

يتناول هذا المطلب مقارنة للدراسات السابقة مع الدراسة الحالية من خلال عرض أوجه التشابه وأوجه الاختلاف بينهم

#### أوجه التشابه:

- اعتمدنا في دراستنا على نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد من أجل دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على تكلفة تمويل المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- اعتماد ربحية السهم و نصيب السهم من التوزيعات كمؤشرين لسياسة توزيع الأرباح وهذا ما تم إعتماده في أغلبية الدراسات السابقة.
- تناولت كل الدراسات السابقة القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع للدراسة وهذا ما تم إعتماده في دراستنا.

#### أوجه الاختلاف:

- دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية حيث تم الإعتداد على قيمة المؤسسة كمؤشر لذلك.
- استخدام برنامج SPSS لدراسة الأثر في حين أن الدراسات السابقة ركزت على برنامج EViews.
- تم اعتماد في الجزء التطبيقي على سوق الكويت للأوراق المالية من أجل إجراء دراسة الحالة عليه في حين أن الدراسات الأخرى إعتمدت اسواق مالية أخرى مثل قطر والسعودية وعمان وباريس.....

## خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل بشكل موجز إلى سياسة توزيع الأرباح و علاقتها بقيمة المؤسسة، بالتطرق إلى مفاهيم عامة حول قيمة المؤسسة حيث يعتبر هدف المؤسسة هو تعظيم الأرباح؛ كذلك تم تناول سياسة توزيع الأرباح من مفهوم الى محددات والنماذج المفسرة لها و التي تتمثل في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وبدورها يوجد عدة أشكال لتوزيعات الأرباح منها التوزيعات النقدية و الأخرى توزيعات في شكل أسهم.

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



# الفصل الثاني:

(الدراسة التطبيقية)

## تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح و تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، وكذلك الدراسات السابقة للدراسة ومقارنتها، سنقوم في هذا الفصل بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح ومدى قدرة متغيراتها على تفسير المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم، ومن أجل ذلك سنستخدم مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط من أجل معرفة مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع ومعرفة أي المؤشرات أكثر تأثيراً على القيمة السوقية للسهم.

ومن أجل القيام بالدراسة واختبار صحة الفرضيات تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي :

➤ **المبحث الأول:** تقديم عام حول السوق محل الدراسة ومنهجية الدراسة ؛

➤ **المبحث الثاني:** الإطار العام للدراسة ؛

➤ **المبحث الثالث:** عرض نتائج الدراسة وتفسيرها.

## المبحث الاول: تقديم عام حول السوق محل الدراسة

سنتطرق في هذا المبحث إلى تقديم سوق الكويت للأوراق المالية والتطرق إلى هيكله التنظيمي ومكانته.

## المطلب الاول: تقديم عام حول سوق الكويت للأوراق المالية

سنتعرف من خلال هذا المطلب إلى سوق الكويت للأوراق المالية ومراحل إنشائه.

## 1. تعريف سوق الكويت للأوراق المالية

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الاسهم مع انشاء بنك الكويت الوطني عام 1952 كأول شركة كويتية مساهمة وفي العقود التالية، اصدرت حكومة الكويت عدد من القواعد والقوانين لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، والتي بلغت ذروتها في شهر أغسطس عام 1983 مع صدور المرسوم الأميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها، وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة اسواق المال، انشئت بموجب القانون الجديد الذي تم التوقيع عليه من قبل أمير البلاد، والذي دخل حيز التنفيذ في 28 فبراير 2010.<sup>1</sup>

كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية:

- في نوفمبر 1995 طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني.
- في 1998 تم إدخال السوق الأجل .
- في أغسطس 2003 تم ادخال سوق البيوع المستقبلية.
- في نوفمبر 2003 بدأ التداول الإلكتروني .
- في مارس 2005 تم تطبيق سوق الخيارات .

كانت القيمة الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية ولا تزال إحدى أكبر لقيم في الاسواق العربية، مع إدراج ما ينوف عن 200 شركة تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار، والتي تمثل نسبة تعادل 100% من الناتج المحلي الاجمالي، الأمر الذي يجعل سوق الكويت للأوراق المالية أكثر عمقا من كثير من نظرائه في المنطقة

<sup>1</sup>عبو ايمان، "قياس مدى ممارسة إدارة الأرباح في شركات المساهمة الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية 2011-2015" مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، مالية ومحاسبة، جامعة غرداية، 2015/2016 ص 36.

في أواخر عام 2009 وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد شراكة مع مجموعة ناسداك أو أم إكس، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الألي الجديد " X-stream " ونظام الرقابة الألي "SMARTS"، كما تتم الإفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة من خبراء ناسداك أو أم إكس في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة ، وقد تم تنفيذ نظام الرقابة الألي smarts في مايو 2010 .

أما فيما يخص شروط ومتطلبات إدراج الأوراق المالية للشركات الكويتية فيجب أن:

- تكون شركة مساهمة.
- قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مفصلتين.
- تكون الشركة حققت أرباحاً لسنتين متتاليتين توضح في التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية.
- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها وأعمالها.
- ✓ يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق .
- ✓ يعمل سوق الأوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية ويتخذ كافة الاجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويميزها لتفادي حدوث أي اضطراب في المعاملات .
- ✓ يقوم السوق بناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقديم الرأي والمشورة الى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها .
- ✓ يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والإقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق التنمية الإقتصادية والاستقرار المالي والإقتصادي في الدولة .
- ✓ تتابع فريق عمل السوق تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في السوق المالية المتقدمة وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي.

✓ يعمل السوق على تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما تعود بالنفع على الاقتصاد<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مكانة سوق الكويت للأوراق المالية:

من خلال هذا المطلب نحاول تبيان مكانة سوق الكويت للأوراق المالية حيث يحتل المرتبة الثامنة عربيا بين عدة اسواق هي:

✓ المرتبة الأولى: بورصة قطر، بارتفاع بلغت نسبته 17.3 في المائة خلال العام 2014، لتتال بذلك المرتبة 12 على مستوى العالم.

✓ المرتبة الثانية: بورصة البحرين، وارتفعت بنسبة 12.2 في المائة خلال العام لتحجز بذلك المرتبة 17 على مستوى العالم.

✓ المرتبة الثالثة، بورصة دبي، وارتفعت بنسبة 10.3 في المائة، لتحصل بذلك على المرتبة 21 على مستوى العالم.

✓ المرتبة الرابعة: بورصة المغرب، وارتفعت بنسبة 5.4 في المائة، لتحصل بذلك على المرتبة 39 على مستوى العالم.

✓ المرتبة الخامسة: لبنان، وارتفعت السوق المالية فيه بنسبة 1.97 في المائة، ليحتل بذلك المرتبة 46 على مستوى العالم.

✓ المرتبة السادسة: السوق السعودية، وارتفعت بنسبة 0.13 في المائة، لتحتل بذلك المرتبة 50 على مستوى العالم.

✓ المرتبة السابعة: عُمان، وكان أدائها سلبيا حيث تراجعت بنسبة -8.9 في المائة، لتحتل بذلك المرتبة 64 على مستوى العالم.

<sup>1</sup>نقلا عن موقع <http://www.fxnewstoday.ae/arab-markets/%D8%B3%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%83%D9%88%D9%8A%D8%AA> ، تاريخ الاطلاع 2017/04/25، الساعة 15:30

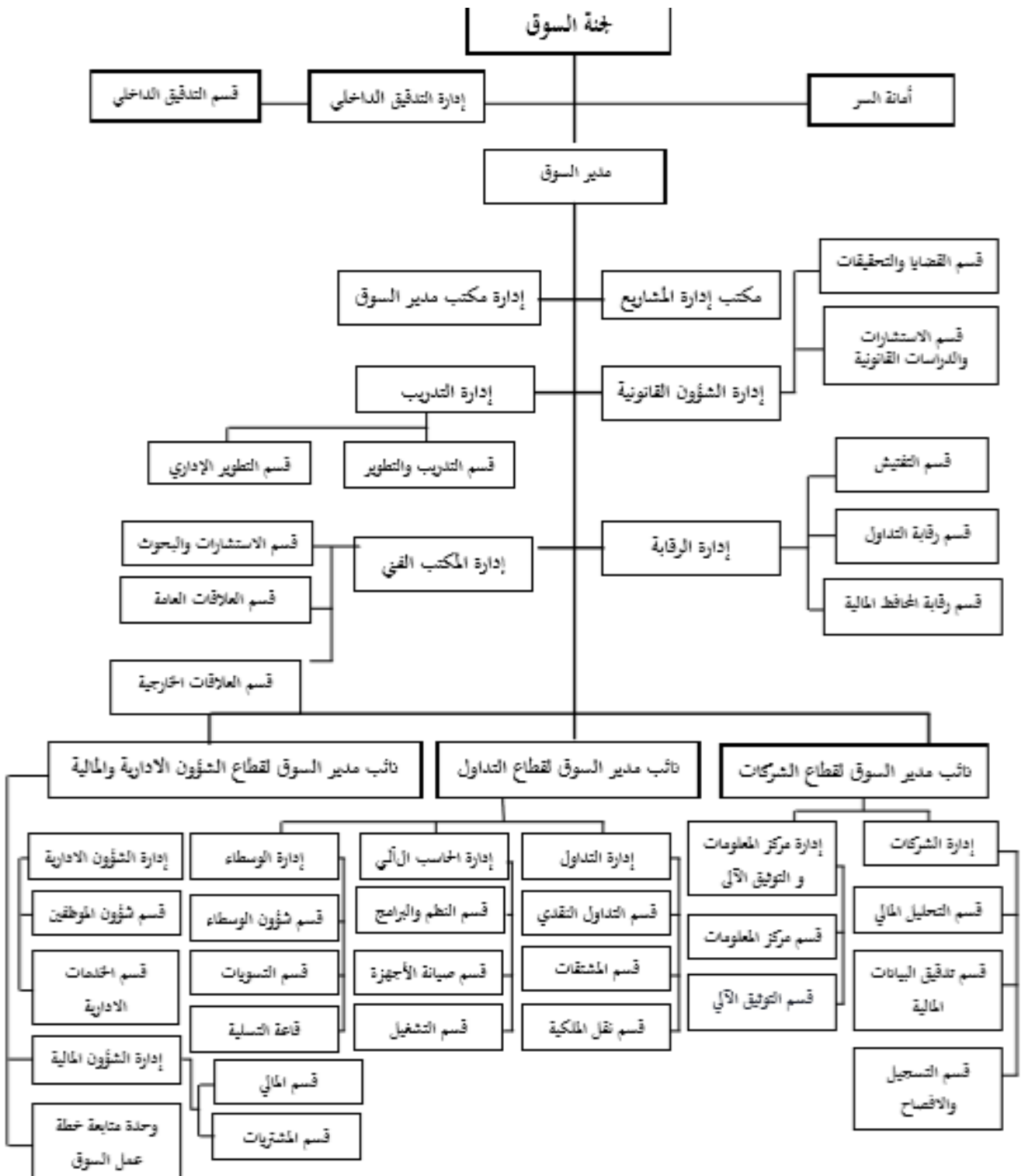
✓ المرتبة الثامنة: بورصة الكويت وكان أدائها سلبيا، بتراجع نسبته -13.8 في المائة، محتلة بذلك المرتبة رقم 70 على مستوى العالم.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

تتجلى أهمية الهيكل التنظيمي في تحديد مختلف المسؤوليات وكذا توزيع المهام، وهذا من أجل المساعدة على الرقابة والتنظيم من جهة، ومن جهة أخرى التسيير الحسن والتنسيق بين مختلف الوظائف في السوق لبلوغ الأهداف، والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية.

<sup>1</sup> <https://arabic.cnn.com/business/2014/12/27/best-performing-global-markets> تاريخ الاطلاع 2017/04/26، الساعة 15:40

الشكل (2-1) هيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية



المصدر: عبو إيمان، ص 41

المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة

بعد التعرف إلى سوق الكويت للأوراق المالية و مكانته والتطرق إلى هيكله التنظيمي المبحث السابق، سنتحدث في هذا المبحث على مجتمع الدراسة و عينة الدراسة وتصميم دراسة الحالة والأدوات المستعملة.

المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة

من خلال هذا المطلب سنتعرف على مجتمع الدراسة.

1. تعريف مجتمع الدراسة:

يعبر مجتمع الدراسة عن كل المؤسسات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) خلال الفترة 2015-2016 والتي تتوزع على 14 قطاع موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-1): عدد المؤسسات المدرجة في سوق الكويت حسب القطاعات

الرقم	القطاع	2015		2016	
		عدد المؤسسات	القيمة السوقية	عدد المؤسسات	القيمة السوقية
01	النفط والغاز	8	263357358.22	8	229349380.4
02	مواد أساسية	4	583448760.848	4	721241190.7
03	صناعي	39	2348812977.9965	39	2695963333.2
04	سلع استهلاكية	8	1235877151.88	8	1439877460.3
05	رعاية صحية	4	198126775	4	248148500
06	خدمات استهلاكية	16	727868396.887	16	711016306.4
07	اتصالات	4	2588174390.035	4	2879577641.5
08	تأمين	8	389995077.67	8	343328076.4
09	بنوك	12	13154722014.8	12	12375841310.3
10	عقار	36	2312648683.9	36	2145677080.54
11	خدمات مالية	47	2377368429.9	47	2597877983.5



39291156.53	4	49694488.48	4	تكنولوجيا	12
442697949.2	13	415865343.6	13	موازي	13
24684000	1	/	/	ادوات مالية	14
/	255	/	254		

المصدر: صندوق النقد العربي(التقرير السنوي السوق الرسمي).

### المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة

من خلال هذا المطلب سنتعرف على العينة المختارة لدراسة الحالة وشروط اختيارها.

**تعريف العينة المختارة:** تتمثل عينة الدراسة في 30 مؤسسة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية مختارة وفقا لشروط معينة موزعة بين كل من القطاعات<sup>1</sup> التالية: الصناعي، التأمين، خدمات مالية، عقار، بنوك .

والجدول التالي يوضح التوزيع القطاعي لمؤسسات العينة :

### الجدول رقم (2-2): التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

بنوك	عقار	خدمات مالية	التأمين	الصناعي	القطاع
09	04	09	04	04	عدد المؤسسات

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات البورصة.

**شروط اختيار العينة:** تم اختيار العينة وفقا لشروط معينة

- تتوفر على كل البيانات اللازمة لإجراء اختبارات الدراسة.
- الملفات البيانية الخاصة بها منشورة على شكل pdf.

<sup>1</sup> موقع بورصة الكويت الشركات المدرجة، تاريخ الإطلاع 2017/04/27، الساعة 09:00

## المطلب الثالث: تصميم دراسة الحالة والأدوات الإحصائية

بعد التعرف على مجتمع الدراسة والعينة المختارة نحاول في هذا المطلب تصميم دراسة الحالة والتعرف على الأدوات المستعملة في الدراسة.

## حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2016/2015 والتي تعتبر نوعاً ما كافية لدراسة اثر سياسة توزيع الأرباح على تكلفة تمويل المؤسسات المدرجة في سوق الكويت المالي، اما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الكويت للأوراق المالية.

## مصادر البيانات:

يتمثل المصدر الأساسي للبيانات في موقع سوق الكويت للأوراق المالية بالإضافة الى موقع صندوق النقد العربي .

## متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة في :

**المتغير التابع:** والذي هو قيمة المؤسسة حيث تعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى امكانية استمراريتها ونموها .

**المتغيرات المستقلة:** نصيب السهم من التوزيعات DPA : يعتبر متغير اساسي لسياسة توزيع الأرباح ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية على عدد الأسهم العادية.

**ربحية السهم الواحد BPA :** يمثل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل سهم اصدرته المؤسسة ، ويحسب بقسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم التي تصدرها المؤسسة

المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة وتفسيرها

سيتم من خلال هذا المبحث الدراسة الاختبارية لمتغيرات الدراسة من خلال صياغة نموذج الدراسة ومعرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير الثابت وذلك باستخدام نموذجي الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط، ثم سنقوم بتفسير النتائج.

المطلب الأول: صياغة نموذج الدراسة ومصفوفة الارتباط.

1. صياغة النموذج:

من خلال متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة سنقوم بصياغة نموذج لدالة الانحدار المتعدد حيث تكون من الشكل:

$$VM_{i,t} = C_0 + C_1 DPA_{i,t} + C_2 BPA_{i,t} + \sum \epsilon_{i,t}$$

حيث:

$VM$ : القيمة السوقية للسهم.

$C_0$ : الثابت.

$C_1 C_2$ : معاملات النموذج.

$DPA_{i,t}$ : نصيب السهم الواحد من التوزيعات لمؤسسة  $i$  في الفترة  $t$ .

$BPA_{i,t}$ : ربحية السهم الواحد لمؤسسة  $i$  في الفترة  $t$ .

$\sum \epsilon_{i,t}$ : حد الخطأ العشوائي.

## 2. نتائج مصفوفة الارتباط

سنقوم بدراسة الارتباط بين معاملات الدراسة من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-3): نتائج مصفوفة الارتباط

		Corrélations					
		VM2015	VM2016	DPA2015	DPA2016	BPA2015	BPA2016
VM2015	Corrélation de Pearson	1	,923**	,565**	,623**	,551**	,510**
	Sig. (bilatérale)		,000	,001	,000	,002	,004
	N	30	30	30	30	30	30
VM2016	Corrélation de Pearson	,923**	1	,406*	,460*	,447*	,430*
	Sig. (bilatérale)	,000		,026	,011	,013	,018
	N	30	30	30	30	30	30
DPA2015	Corrélation de Pearson	,565**	,406*	1	,979**	,337	,537**
	Sig. (bilatérale)	,001	,026		,000	,068	,002
	N	30	30	30	30	30	30
DPA2016	Corrélation de Pearson	,623**	,460*	,979**	1	,334	,547**
	Sig. (bilatérale)	,000	,011	,000		,071	,002
	N	30	30	30	30	30	30
BPA2015	Corrélation de Pearson	,551**	,447*	,337	,334	1	,178
	Sig. (bilatérale)	,002	,013	,068	,071		,348
	N	30	30	30	30	30	30
BPA2016	Corrélation de Pearson	,510**	,430*	,537**	,547**	,178	1
	Sig. (bilatérale)	,004	,018	,002	,002	,348	
	N	30	30	30	30	30	30

المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

- من خلال جدول مصفوفة الارتباط نلاحظ وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين نتائج معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات المدرجة في سوق الكويت حيث ان هناك ارتباط قوي بين كل من قيمة السهم السوقي لسنة 2015 وقيمة السهم السوقي لسنة 2016 و نصيب السهم من التوزيعات لسنة 2015 و نصيب السهم من التوزيعات لسنة 2016 و ربحية السهم لسنتي 2015 و 2016 بمعاملات ارتباط على التوالي: 92.3%، 56.5%، 62.3%، 55.1%، 55.1% و 51%.
- كما توجد علاقة ارتباط متوسطة نسبيا بين كل من سعر السهم السوقي 2016 و توزيعات السهم لسنة 2015 وسنة 2016 و ربحية السهم لسنتي 2015 و 2016 بمعاملات ارتباط على التوالي: 40.6%، 46%، 44.7%، 43%.
- توجد علاقة ارتباط قوية وموجبة بين توزيعات السهم لسنة 2015 و توزيعات السهم لسنة 2016 و ربحية السهم لسنة 2016 بمعامل ارتباط على التوالي 97.9%، 53.7%.
- توجد علاقة ارتباط ضعيفة نسبيا بين ربحية السهم لسنة 2015 و ربحية السهم لسنة 2016 بنسبة 17.8%.

المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة الاختبارية

من خلال هذا المطلب سنعمد على برنامج SPSS من دراسة وتحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لكل سنة ثم نقوم بدراسة النموذج المعبر لمتوسطات المتغيرات.

1. تحليل نتائج سنة 2015.

يبين الجدول التالي نتائج الانحدار المتعدد لسنة 2015

الجدول رقم (2-4): نتائج الانحدار المتعدد لسنة 2015

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	3,352	2,599		1,290	,208
DPA2015	,510	,178	,428	2,867	,008
BPA2015	,477	,175	,407	2,722	,011

المصدر: من مخرجات برنامج spss

1.1 صياغة النموذج:

نلاحظ من خلال الجدول وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم والمتغير التابع قيمة السهم السوقية وهذا ما تظهره معاملات النموذج ومنه يمكن كتابة معادلة النموذج كالتالي:

$$VM2015 = 3.352 + 0.510DPA2015 + 0.447BPA2015$$

2.1 اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة:

لاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة يتم الاعتماد على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وهذا من خلال الاعتماد على القيمة الإحصائية ل T المحسوبة ومقارنتها

بالقيمة الجدولة من جدول التوزيع لستودنت بمستوى معنوية  $\alpha$  ودرجة حرية  $n-k-1$  ويمكن الاعتماد على الاحتمال المرفق للإحصائية  $t$  المحسوبة ومقارنتها بمستوى معنوية  $\alpha$ .

من خلال الجدول نلاحظ ان نصيب السهم من التوزيعات أكبر تماما من القيمة الجدولة التي تبلغ 2.0518 حيث قدرت القيمة المحسوبة 2.867 وهذا ما يؤكد الاحتمال المرفق لقيمة  $t$  0.008 حيث نلاحظ أنها اقل من 0.05 ومنه نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير نصيب السهم من التوزيعات والمتغير التابع سعر السهم السوقى.

اما بالنسبة للمتغير المستقل الثاني ربحية السهم نلاحظ من خلال الجدول ان القيمة المحسوبة  $T$  تمثل 2.722 أكبر تماما من القيمة الجدولة والتي تمثل 2.0518 ، ومنه نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير ربحية السهم والمتغير التابع سعر السهم السوقى.

### 3.1 اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج يتم الاعتماد على اختبار فيشر حيث يتم مقارنة  $F$  المحسوبة بقيمة  $F$  الجدولة  $(K, n-k-1, \alpha)$

قيمة فيشر المحسوبة: 11.786 و احتمال المرفق 0.000

من خلال إحصائية فيشر التي بلغت 11.786 أكبر تماما من القيمة الإحصائية الجدولة لفيلشر والتي تقدر ب 3.354، ومن خلال قيمة الاحتمال المرفق 0.000 الذي هو أقل تماما من 0.05 ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  أي ان المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية .

### 4.1 اختبار جودة التوثيق:

تعتمد جودة التوثيق على معامل التحديد حيث نلاحظ ان قيمته بلغت 46.6%، بمعنى ان المتغيرات المستقلة تفسر 46.6% من التغيرات الكلية للمتغير التابع قيمة السهم السوقى وبلغ معامل التحديد المصحح 42.7%.

## 2. تحليل نتائج سنة 2016

الجدول رقم (2-5) نتائج الانحدار المتعدد لسنة 2016

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	6,754	2,728		2,476	,020
DPA2016	,356	,220	,321	1,620	,117
BPA2016	,324	,253	,254	1,283	,210

المصدر: من مخرجات SPSS

## 1.2 صياغة النموذج:

نلاحظ من خلال الجدول وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم والمتغير التابع قيمة السهم السوقية وهذا ما تظهره معاملات النموذج ومنه يمكن كتابة معادلة النموذج كالتالي:

$$VM2016 = 6.754 + 0.356DPA2016 + 0.324BPA2016$$

## 2.2 اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة:

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ قيمة ان نصيب السهم من التوزيعات اقل تماما من القيمة المجدولة التي تبلغ 2.0518 حيث قدرت القيمة المحسوبة 1.620 وهذا ما يؤكد الاحتمال المرفق لقيمة t 0.117 حيث نلاحظ أنه أكبر من 0.05 ومنه نرفض الفرضية H1 ونقبل الفرضية H0 وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير نصيب السهم من التوزيعات والمتغير التابع سعر السهم السوقية.

اما بالنسبة للمتغير المستقل الثاني ربحية السهم نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المحسوبة T تمثل 1.283 اقل تماما من القيمة المجدولة والتي تمثل 2.0518، ومنه نرفض الفرضية H1 ونقبل الفرضية الصفرية H0 وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير ربحية السهم والمتغير التابع سعر السهم السوقية.



ومن خلال الجدول المعنوية المعالم المقدرة نلاحظ ان قيمة sig الاحتمالية لكلا المتغيرين نصيب السهم من التوزيعات و ربحية السهم اكبر من 5% وبالتالي نرفض الفرضية H1 ونقبل H0 أي ان المتغيرين نصيب السهم من التوزيعات و ربحية السهم ليس لهما معنوية إحصائية.

الجدول رقم (2-6): نتائج الانحدار المتعدد ( قيمة فيشر) لسنة 2016

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	587,816	2	293,908	4,669	,018 <sup>b</sup>
	Résidus	1699,650	27	62,950		
	Total	2287,467	29			

a. Variable dépendante : VM2016

b. Prédicteurs : (Constante), BPA2016, DPA2016

المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

3.2 اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج فنلاحظ من خلال الجدول أن قيمة فيشر المحسوبة تقدر 4.699 وهي أكبر تماما من القيمة الجدولة التي تقدر ب 3.354 وأن قيمة sig المقدرة ب 0.018 اقل من 5% ومنه نقبل الفرضية H1 ونرفض الفرضية H0 أي ان للنموذج المقدر معنوية كلية والمعالم المقدرة للنموذج تختلف عن الصفر .

## 4.2 إختبار جودة التوثيق

الجدول رقم (2-7): معامل التحديد لسنة 2016

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,507 <sup>a</sup>	,257	,202	7,934105

المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ان المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 25.7% من تغير المتغير التابع حيث بلغ معامل التحديد 25.7% .

تحليل نتائج الدراسة لسنة 2015-2016 :

الجدول رقم (2-8): نتائج الإنحدار المتعدد لسنتي 2015-2016

## Coefficients

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
(Constante)	2,926	2,467		1,186	,246
DPA	,588	,169	,494	3,489	,002
BPA	,453	,166	,386	2,729	,011

a. Variable dépendante : VM

المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

بالنسبة للمعوية الإحصائية للنموذج للمعالم المقدرة فإنه من خلال نتائج الجدول نجد أن قيمة t المحسوبة للمتغير DPA اكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع ستودنت المقدرة ب2.0518 حيث قدرت القيمة المحسوبة ب3.489

ونلاحظ من خلال الجدول ايضا ان المتغير DPA له معنوية احصائية داخل النموذج المقدر وذلك من خلال مقارنة القيمة Sig والتي تساوي 0.002 أي أقل من 5%، ومنه نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H1 أي ان هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير DPA والمتغير التابع VM.

اما بالنسبة للمتغير BPA نلاحظ من الجدول أن القيمة t المحسوبة للمتغير BPA اكبر تماما من القيمة المجدولة لتوزيع ستودنت المقدرة ب2.0518 حيث قدرت القيمة المحسوبة ب2.729.

ونلاحظ من خلال الجدول ايضا ان المتغير BPA له معنوية احصائية داخل النموذج المقدر وذلك من خلال مقارنة القيمة Sig والتي تساوي 0.01 أي أقل من 5%، ومنه نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H1 أي ان هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير BPA والمتغير التابع VM.

الجدول رقم (2-9): نتائج الانحدار المتعدد (قيمة فيشر) لسنتي 2015-2016

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
Régression	1375,482	2	687,741	14,627	,000 <sup>b</sup>
Résidus	1269,485	27	47,018		
Total	2644,967	29			

a. Variable dépendante : VM

b. Prédicteurs : (Constante), BPA, DPA

المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

وبالنسبة لاختبار المعنوية الكلية للنموذج فنلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان قيمة فيشر F قد بلغت 14.627 وهي اكبر تماما من القيمة المجدولة ليفشر التي تقدر ب 3.354، ونلاحظ ايضا ان القيمة الاحتمالية Sig المرفقة للإحصائية قدرت ب 0.000 والتي هي اقل تماما من مستوى المعنوية 5% ومنه نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H1 أي أن المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية.

الجدول رقم(2-10) : معامل التحديد لسنتي 2015-2016

### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,721 <sup>a</sup>	,520	,484	6,857

a. Prédicteurs : (Constante), DPA, BPA

المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

نلاحظ ان مستوى معامل التحديد قد بلغ 52 % أن المتغيرات المستقلة تفسر التغير في سعر السهم السوقي بنسبة 52%.

## نتائج الانحدار الخطي البسيط لسنتي 2015-2016:

من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط سنقوم بدراسة العلاقة بين VM .DPA. BPA لمعرفة تأثير كل متغير على حد.

## الجدول رقم (2-11): نتائج الانحدار الخطي البسيط لسنتي 2015-2016

المتغير	DPA	BPA
معامل التحديد $R^2$	0.388	0.304
معامل التحديد المصحح	0.366	0.279
احصائية فيشر F	17.722	12.207
احصائية ستودنت T	4.210	3.494

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج SPSS (انظر الملحق رقم 01 و 02)

## النموذج الأول: علاقة التوزيعات النقدية بسعر السهم السوقي

من خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط نلاحظ ان المتغير المستقل DPA يفسر 38.8% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم السوقي وهذا ما دل عليه معامل التحديد حيث بلغ 38.8% ، كما أن نصيب السهم من التوزيعات له معنوية احصائية من خلال ما تشير اليه القيمة الاحتمالية لـ t ستودنت حيث انها قدرت ب 0.00 وهي اقل تماما من 5% ومنه نقول أن للنموذج معنوية إحصائية.

## النموذج الثاني: علاقة ربحية السهم بسعر السهم السوقي

من خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط نلاحظ ان المتغير المستقل BPA يفسر 30.4% من التغيرات الإجمالية لسعر السهم السوقي وهذا ما دل عليه معامل التحديد حيث بلغ 30.4% ، كما أن المتغير ربحية السهم له معنوية احصائية من خلال ما تشير اليه القيمة الاحتمالية لـ t ستودنت حيث انها قدرت ب 0.02 وهي اقل تماما من 5% ومنه نقول أن للنموذج معنوية إحصائية.

## المطلب الثالث: تفسير النتائج

قمنا بدراسة وتحليل اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط ونموذج الانحدار المتعدد لكل من متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة، ومن خلال النتائج المتوصل اليها سنتعرف على المتغير الذي يساهم في التأثير على سعر السهم السوقي والذي يمثل القيمة السوقية للمؤسسات، وبالتالي سوف عرض النتائج المتوصل اليها

## 1. تفسير نتائج الدراسة لسنة 2015.

- قبول الفرضية الأولى: وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية.
- قبول الفرضية الثانية: وجود تأثير لربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية.
- قبول الفرضية الثالثة: وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح، وقدرة هذه المتغيرات على تفسير المتغير التابع القيمة السوقية للسهم بنسبة 46.6%.

## 2. تفسير نتائج الدراسة لسنة 2016.

- قبول الفرضية الأولى: وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية.
- قبول الفرضية الثانية: وجود تأثير لربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية.
- قبول الفرضية الثالثة: وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح، وقدرة هذه المتغيرات على تفسير المتغير التابع القيمة السوقية للسهم بنسبة 25.7%.

### 3. تفسير نتائج الدراسة لسنتي 2015/2016.

قبول الفرضية الأولى وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية، وقبول الفرضية الثانية وجود تأثير لربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية، قبول الفرضية الثالثة وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح، وقدرة هذه المتغيرات على تفسير المتغير التابع القيمة السوقية للسهم بنسبة 52%.

ومن خلال نتائج الانحدار الخطي البسيط نلاحظ أن علاقة نصيب السهم من التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم أكبر من علاقة ربحية السهم بالقيمة السوقية للسهم، حيث أن نصيب السهم من التوزيعات يفسر 38.8% من المتغير التابع وهي أكثر تأثير من ربحية السهم يفسر 30.4% من المتغير التابع القيمة السوقية للسهم .

## خلاصة الفصل:

يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أهم الأسواق العربية خلال سنتي 2015/2016، حيث يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل

بعدها تم تقديم مجتمع الدراسة المتمثل في سوق الكويت للأوراق المالية، قمنا بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على تكلفة تمويل المؤسسات الاقتصادية وتم اختيار 30 مؤسسة مدرجة في هذا السوق، واعتمدنا على المتغيرين نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم لتمثيل سياسة توزيع الأرباح، واعتمدنا قيمة السهم السوقية حيث أنها تعكس قيمة المؤسسة وبالتالي تدنئة تكلفة التمويل حيث أن تعظيم قيمة المؤسسة يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال محدودها الدنيا.

تم اعتماد نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد للكشف على تأثير كل من نصيب السهم من التوزيعات و ربحية السهم على القيمة السوقية للسهم، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم وهذا التأثير كان بنسبة 38.8% بالنسبة للمتغير الأول اما المتغير الثاني كان أقل تأثيرا نسبيا ب 30.4% ومنه نقول أن نصيب السهم من التوزيعات أكثر تأثيرا على القيمة السوقية للسهم.



خاتمة

## الخاتمة:

تضمنت الدراسة التي قمنا بها على فصلين الفصل الأول نظري حاولنا من خلاله التعرض إلى عدة جوانب تتعلق بسياسة توزيع الأرباح التي تتمثل في قرار المنشأة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، ومحددات والنظريات المفسرة لها وبدورها يوجد عدة أشكال لتوزيعات الأرباح منها التوزيعات النقدية و الأخرى توزيعات في شكل أسهم.

دعمت الدراسة النظرية بدراسة تطبيقية تمت على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2015-2016، حيث خصص الجزء الأول من الدراسة التطبيقية لتقديم علم حول سوق الكويت للأوراق المالية من مكانة إلى هيكله التنظيمي، ثم عرض مجتمع الدراسة المتمثل في سوق الكويت للأوراق المالية، ثم دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على تكلفة تمويل المؤسسات الإقتصادية وتم اختيار 30 مؤسسة مدرجة في هذا السوق، من خلال استخدام نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد وتم الاعتماد على المتغيرين نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم لتمثيل سياسة توزيع الأرباح، واعتمدنا قيمة السهم السوقية حيث أنها تعكس قيمة المؤسسة حيث أن تعظيم قيمة المؤسسة يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال بمحدودها الدنيا. ثم قمنا بتفسير النتائج وتحليلها واختبار صحة الفرضيات .

## نتائج اختبار الفرضيات:

- قبول الفرضية الأولى وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية حيث ان المتغير DPA له معنوية احصائية داخل النموذج المقدر وذلك من خلال مقارنة القية Sig والتي تساوي 0.002 أي أقل من 5%، ومنه نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H 1 أي ان هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير DPA والمتغير التابع VM.
- قبول الفرضية الثانية وجود تأثير لربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية، حيث ان المتغير BPA له معنوية احصائية داخل النموذج المقدر وذلك من خلال مقارنة القية Sig

والتي تساوي 0.01 أي أقل من 5%، ومنه نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  أي ان هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير BPA والمتغير التابع

- قبول الفرضية الثالثة وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم من خلال وجود دلالة ذات معنوية إحصائية لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح، وقدرة هذه المتغيرات على تفسير المتغير التابع القيمة السوقية للسهم بنسبة 52%.

### النتائج المتوصل إليها:

من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية 2015-2016 وبعدما تم إختبار صحة الفرضيات على هذه العينة بواسطة نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد وإستخدام البرنامج الإحصائي SPSS تم التوصل إلى ان هناك تأثير لمتغيرات سياسة توزيع الأرباح ( نصيب السهم من التوزيعات و ربحية السهم) على القيمة السوقية للسهم وبالتالي على تعظيم قيمة المؤسسة وتدئنة تكاليف تمويلها.

### التوصيات:

- على ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج فإننا نقترح جملة من التوصيات تتمثل فيما يلي:
- إعادة الدراسة من خلال توسيع عينة وفترة الدراسة من أجل دقة النتائج وأكثر تفصيلا.
  - تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ونشر القوائم المالية بشكل منتظم ودوري.
  - إضافة بعض المتغيرات للدراسة مثل الأرباح المحتجزة.

### الأفاق:

إن موضوع سياسة توزيع الأرباح موضوعا مهما، يمكن أن نساهم في إثرائه من خلال اقتراح جملة من الدراسات كما يلي:

- دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر .
- دراسة سياسة توزيع الأرباح من الناحية الإسلامية.
- دراسة مستوى كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

المراجع

الكتب:

1. عاطف جابر طه عبد الرحيم، اساسيات التمويل والادارة المالية ، الدار الجامعية الاسكندرية 2010.
2. اسامة عزمي سلام، وآخرون ، الادارة المالية النظرية والتطبيق ، دار المسيرة للنشر عمان 2014.
3. مُجّد قاسم خصاونة ،اساسيات الادارة المالية، دار الفكر، عمان المملكة الاردنية الهاشمية 2010.
4. منير إبراهيم هندي ، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية 2007/2006

البحوث الجامعية:

1. نعاس صلاح الدين، سياسة توزيع الارباح وتأثيرها على اداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي مذكرة ماستر أكاديمي، جامعة غرداية، 2015/2014 .
2. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة ، مذكرة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009/2008 .
3. اسلام فيصل أحمد خليل، اثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح، دراسة اختبارية قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2011.
4. حميدة رمضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، ، ماستر العلوم المالية والمحاسبة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012/2011.
5. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ قرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 2008.
6. صباح أسامة علي شراب " اثر الاعلان عن توزيعات الارباح على اسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل ، الجامعة الاسلامية غزة 2006.
7. عبد المنعم رضواني، "أثر سياسة توزيعات الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، مذكرة مقدمة ماستر علوم مالية ومحاسبة، جامعة ورقلة، 2016/2015 .
8. عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الارباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر أكاديمي علوم مالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013/2012.
9. إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، رسالة ماجستير في المحاسبة ، جامعة الأزهر غزة 2011.

10. لزهاري زواويد، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي ، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2012/2011.
11. عبو إيمان، قياس مدى ممارسة إدارة الأرباح في شركات المساهمة الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية 2011-2015، مذكرة ماستر مالية ومحاسبة، جامعة غرداية، 2016/2015.
12. عبد الكريم بوحلاوة ، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011.
13. سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر علوم المالية والمحاسبة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة 2015/2014 .

#### المقالات العلمية:

1. بريش عبد القادر، بدروني عبد القادر، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية ، العدد العاشر، جوان 2013 .
2. هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة ، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر ايار 2008.
3. مُجَّد زرقون ، اثر الاكنتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة مجلة الباحث، العدد الثامن، 2010 .
4. دادن عبد الوهاب، تحليل المفاربات النظرية حول امثلية الهيكل المالية ، مجلة الباحث ، العدد الرابع 2006

#### المراجع الإلكترونية:

1. <http://www.fxnewstoday.ae/arab-markets>.
2. <https://arabic.cnn.com/business/2014/12/27/best-performing-global-markets>

الملاحق



الملحق رقم 01 العينة المختارة للدراسة.

المؤسسات	الرقم
البنك الأهلي الكويتي	1
بنك الخليج	2
بنك الكويت الوطني	3
بنك البرقان	4
شركة الصالحية للعقار	5
شركة العقارات المتحدة	6
الشركة الوطنية للعقارات	7
شركة عقارات الكويت	8
شركة اسمنت الكويت	9
شركة الخليج للكابلات	10
شركة اسمنت بورتلاند الكويتية	11
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة	12
الشركة الكويتية للإستثمار	13
شركة الاستثمارات الوطنية	14
شركة الاستشارات المالية	15
شركة التسهيلات التجارية	16
الشركة الأهلية للتأمين	17
شركة الكويت للتأمين	18
شركة وربة للتأمين	19
مجموعة الخليج للتأمين	20
بنك التمويل الكويتي	21
البنك الاهلي المتحد	22
البنك التجاري الكويتي	23
بنك التمويل الكويتي	24
بنك بوييان	25
أرزان للتمويل الكويتي	26
الساحل للتنمية والاستثمار	27
بيت الاوراق المالية	28
مجموعة الاوراق المالية	29
مشاريع الكويت القابضة	30

الملحق رقم 02 قيم BPA و DPA و VM حسب العينة المختارة للدراسة.

المؤسسات	BPA	DPA	VM
البنك الأهلي الكويتي	0.020	0.011	0.375
بنك الخليج	0.015	0.007	0.260
بنك الكويت الوطني	0.051	0.027	0.800
بنك البرقان	0.027	0.005	0.385
شركة الصالحية للعقار	0.027	0.02	0.395
شركة العقارات المتحدة	0.008	0.005	0.375
الشركة الوطنية للعقارات	0.018	0.00	1.08
شركة عقارات الكويت	0.01	0.00	0.148
شركة اسمنت الكويت	0.027	0.02	0.100
شركة الخليج للكابلات	0.022	0.02	0.088
شركة اسمنت بورتلاند الكويتية	0.048	0.08	0.029
شركة الصناعات الهندسية الثقيلة	0.029	0.01	0.174
الشركة الكويتية للاستثمار	0.004	0.007	0.53
شركة الاستثمارات الوطنية	0.00	0.00	0.305
شركة الاستشارات المالية	0.013	0.00	10.8
شركة التسهيلات التجارية	0.017	0.016	0.75
الشركة الأهلية للتأمين	0.1	0.35	0.37
شركة الكويت للتأمين	0.034	0.02	0.95
شركة وربة للتأمين	0.01	0.00	0.086
مجموعة الخليج للتأمين	0.081	0.04	0.0539
بنك التمويل الكويتي	0.02	0.011	0.375
البنك الاهلي المتحد	0.034	0.011	0.375
البنك التجاري الكويتي	0.025	0.014	0.5
بنك التمويل الكويتي	0.027	0.015	0.1202
بنك بوبيان	0.018	0.006	0.44
أرزان للتمويل الكويتي	0.008	0.00	0.0375
الساحل للتنمية والاستثمار	0.007	0.00	0.032
بيت الاوراق المالية	-0.012	0.00	0.0365
مجموعة الاوراق المالية	0.017	0.005	0.106
مشاريع الكويت القابضة	0.039	0.025	0.58

الملحق رقم 03 الانحدار الخطي البسيط ل DPA مخرجات برنامج SPSS

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,623 <sup>a</sup>	,388	,366	7,606

a. Prédicteurs : (Constante), DPA

ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	1025,211	1	1025,211	17,722	,000 <sup>b</sup>
	Résidus	1619,755	28	57,848		
	Total	2644,967	29			

a. Variable dépendante : VM

b. Prédicteurs : (Constante), DPA

Coefficients<sup>a</sup>

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	7,138	2,135		3,343	,002
	DPA	,742	,176	,623	4,210	,000

a. Variable dépendante : VM

## الملحق 4 الانحدار الخطي البسيط ل BPA مخرجات برنامج SPSS

### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,551 <sup>a</sup>	,304	,279	8,111

a. Prédicteurs : (Constante), BPA

### ANOVA<sup>a</sup>

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	803,030	1	803,030	12,207	,002 <sup>b</sup>
	Résidus	1841,937	28	65,783		
	Total	2644,967	29			

a. Variable dépendante : VM

b. Prédicteurs : (Constante), BPA

### Coefficients<sup>a</sup>

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	5,937	2,734		2,172	,039
	BPA	,646	,185	,551	3,494	,002

a. Variable dépendante : VM