



المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية المؤسسة



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
بعنوان:

أثر القرارات المالية على القيمة السوقية للشركات
دراسة قياسية لعينة الشركات المدرجة بالسوق السعودي للأوراق المالية
(2015-2019)

إشراف:

• الأستاذ باغلي أحمد

إعداد الطالبتين:

• ايت زاوش شيماء
• ديدي حفيظة

لجنة المناقشة:

رئيسا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	بلجيلالي عبد القادر
مقررا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	باغلي أحمد
مناقشا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	يحياوي لخضر

السنة الجامعية: 2020/2019

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، حيث شملت الدراسة 10 شركات مدرجة بسوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2015 – 2019)، موزعة على ثلاثة قطاعات: القطاع المالي، قطاع المواد الأساسية، قطاع المواد الاستهلاكية.

ثم استخدام لتحليل البيانات برنامج eviews9 وأسلوب البيانات الطولية " Panel Data " لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مفاصة بالقيمة السوقية، و المتغيرات المستقلة التالية : (توزيع الأرباح و الهيكل المالي)، و قد أظهرت النتائج المتوصل إليها الى ان متغير توزيع الارباح له تأثير موجب كبير ذو معنوية احصائية على قيمة المؤسسة ،وأیضا متغير الهيكل المالي له تأثير موجب ذو معنوية إحصائية على القيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية : القيمة السوقية للسهم ، قرارات الاستثمار، قرارات التمويل ، قرارات توزيع الأرباح، سوق تداول ، Panel Data ، استقرارية السلاسل الزمنية.

Abstract :

This study aims to address the impact of financial decisions on the value of the listed company, as The study included 10 companies listed on the Saudi Stock Exchange during the period between (2015 - 2019), divided into three sectors: the financial sector, the basic materials sector, and the consumer goods sector.

We used Panel data methodology on Eviews 9 program to study the relationship between the value of the company as dependent variable measured by the market value, and the following independent variables: (profit distribution and Financial structure), the findings showed that the profit distribution variable has a statistical significant positive effect on the value of the institution, And also the variable of the financial structure has statistical significant positive effect on the market value.

key words : Share market value ,Investment decisions ,Financial structure decisions, Dividend decisions, The Saudi Stock Market, Panel Data Methodology, stationary time series.

شكر و عرفان

الحمد لله والشكر لله تعالى نحمده ونستعينه الذي وفقنا وقدرنا في انجاز هذا العمل والصلاة والسلام

على حبيبنا المصطفى محمد صلى الله عليه وسلم

كما نحمد الله على الهامنا الصبر الذي اتخذناه سلاحا لنا في كل خطوة خطوناها،

فكان لنا العون منه فنعم المولى ونعم المصير،

"العلم بنى بيوتا لا عماد لها.....والجهل هدم بيت العز والشرف"

ولا يسعنا ونحن نضع بحثنا هذا الا ان نتقدم بالشكر الجزيل وعظيم الامتنان الى كل من ساعدني في اعداد هذا العمل

خاصة الى الاستاذ الدكتور باغلي سيد احمد الذي تفضل بالإشراف على بحثنا، وعلى النصائح و التوجيهات القيمة

بفضل متابعته العلمية، واثني على جهوده التي كانت خير عون في اكمال هذه الدراسة،

فجزاه الله عني و عن العلم خير الجزاء، كما اتقدم بالشكر الجزيل الى الدكتور علي بن ضب على مساعدته

ومجهوداته الجبارة التي قدمها لنا من اجل اثناء هذا البحث.

ونتقدم بالشكر الى الاخوت والصديقة ايت زاوش امينة التي كانت لها بصمة في اتمام هذا العمل

وفي الاخير نسأل الله عز وجل ان يجعل عملنا هذا خالصا لوجهه ومقبولا

عنده ورافعا لأعمالنا ومزايا حسناتنا.

اهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الانبياء والمرسلين اهدي هذا العمل الى:
من ربنتي وانارت دربي واعاننتي بالصلوات والدعوات، الى أغلي انسان في هذا الوجود امي الحبيبة
الى من عمل بكد في سبيلي وعلمني معنى الكفاح واوصلني الى ما انا عليه ابي الكريم ادامه الله لي
الى منهم عزوتي وسندي في الحياة اخي احمد، واخواتي العزيزات: امال، حياة، ياسمين
الى رفيقة دربي وشريكتي في الحياة وفي البحث، الى من خطت معي خطواتي، ويسرت لي الصعاب، الى
اعز صديقة شيماء

الى كل اساتذتي واهل الفضل على الذين غمروني بالحب والتقدير والنصيحة والتوجيه والارشاد

الى كل الاصدقاء والاحباب

الى كل من وسعهم صدري ولم يسعهم قلبي

الى كل طالب علم

الى كل هؤلاء اهديهم هذا العمل المتواضع، سائلا الله العلي التقدير ان ينفعنا به ويمدنا بتوفيقه

ديدي حفيظة



اهداء

أحمد الله عز وجل على منه وعونه وتوفيقه لي لإتمام هذا البحث

الى من وهبني كل ما يملك وكان يدفعني قدما نحو الأمام حتى احقق له آماله والدي العزيز

الى أمي الغالية التي لم تبخل عليا بدعائها ودعمها

الى السند ومن كان لها الفضل الكبير أختي البكر آمنة

الى اخواتي وأخي الوحيد والى كل من يحمل اسم أيت زاوش

الى صديقتي الحبيبة ورفيقة دربي زميلتي في البحث حفيظة

الى صديقاتي جميعا وكل طالب علم

شيماء



قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
51-45	ملخص للجميع الدراسات السابقة وأهم النتائج المتوصل إليها	الجدول رقم (1)
57	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي في الفترة (2015-2019)	الجدول رقم (2)
59	نسب القيمة السوقية الموزعة على عينة شركات القطاعات من القيمة السوقية الإجمالية لسوق التداول	الجدول رقم (3)
66	نتائج اختبار تحليل الارتباط	الجدول رقم (4)
67	نتائج اختبارات جذر الوحدة	الجدول رقم (5)
69	نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية	الجدول رقم (6)
70	نتائج اختبار LM	الجدول رقم (7)
70	نتائج اختبار Hausman	الجدول رقم (8)
71	تقدير معاملات النموذج بالتأثيرات الثابتة	الجدول رقم (9)
73	نتائج اختبار Histogram-Normality Test	الجدول رقم (10)
73	نتائج تحليل الارتباط	الجدول رقم (11)
74	نتائج اختبارات الاستقرار	الجدول رقم (12)
74	تقدير النماذج	الجدول رقم (13)
75	نتائج اختبار LM	الجدول رقم (14)
76	نتائج اختبار Hausman	الجدول رقم (15)
76	نتائج اختبار نموذج التأثيرات العشوائية	الجدول رقم (16)
77	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	الجدول رقم (17)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
23	مخطط العلاقة بين الهيكل التمويل الأمثل وتعظيم قيمة المنشأة	الشكل رقم (01)
58	التمثيل البياني لعدد الشركات المدرجة في السوق السعودي للفترة (2019-2015)	الشكل رقم (02)
60	الدائرة النسبية لتوزيع القيمة السوقية لعينة شركات القطاعات من القيمة السوقية الإجمالية لسوق تداول	الشكل رقم (03)
72	التوزيع الطبيعي للبواقي	الشكل رقم (04)

قائمة الملاحق

العنوان	رقم الملحق
الشركات عينة الدراسة	الملحق رقم (01)
نتائج تقديرات النماذج لدراسة أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات نموذج PRM	الملحق رقم (02)
نتائج تقديرات النماذج لدراسة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات نموذج PRM	الملحق رقم (03)
نتائج اختبارات الارتباط	الملحق رقم (04)
نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج لدراسة أثر توزيع الأرباح. اختبار LM	الملحق رقم (05)
نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج لدراسة أثر الهيكل التمويلي. اختبار LM	الملحق رقم (06)
نتائج اختبارات جذر الوحدة لدراسة أثر توزيع الأرباح	الملحق رقم (07)
نتائج اختبارات جذر الوحدة لدراسة أثر الهيكل التمويلي	الملحق رقم (08)
نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي للبواقي	الملحق رقم (09)

الفهرس

II	الإهداء
IV	الشكر
V	ملخص البحث
VI	فهرس المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال البيانية
XI	قائمة الملاحق
01	مقدمة عامة
06	الفصل الأول: الإطار النظري للقيمة السوقية للشركات والقرارات المالية
07	مدخل الفصل الأول
08	المبحث الأول: الأطار المفاهيمي للقيمة السوقية
08	المطلب الأول: مفهوم القيمة و أنواعها
08	أولاً: مفهوم القيمة
09	ثانياً: أنواع القيمة
11	المطلب الثاني: كيفية تحديد القيمة السوقية
11	أولاً: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية
12	ثانياً: عمليات التقييم المحددة للقيمة السوقية
13	ثالثاً: محددات القيمة السوقية
15	المبحث الثاني: القرارات المالية
15	المطلب الأول: مفهوم القرارات المالية
16	أولاً: القرار المالي
17	ثانياً: القرارات الاستراتيجية
17	ثالثاً: القرارات المالية الإستراتيجية
18	المطلب الثاني: أنواع القرارات
18	أولاً: قرار الاستثمار

.....	ثانيا: قرار التمويل	21
25.....	ثالثا: قرار توزيع الارباح	
30.....	خاتمة الفصل الأول	
31.....	الفصل الثاني: الدراسات السابقة المشابهة لموضوع الدراسة	
32	مدخل الفصل الثاني	
33	اولا: دراسات سابقة (مقالات)	
41	ثانيا: دراسات سابقة (مذكرات)	
43	ثالثا: جدول ملخص للدراسات السابقة	
50	ملخص الفصل الثاني	
51	خاتمة الفصل الثاني	
52	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر كل من قرار توزيع الارباح والهيكل التمويلي على القيمة السوقية للشركات	
53	تمهيد	
54	المبحث الاول: الطريقة والادوات المستخدمة في الدراسة	
54	المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة	
54	اولا: مجتمع الدراسة	
56	ثانيا: عينة الدراسة	
59	ثالثا: متغيرات الدراسة	
60	المطلب الثاني: الادوات المستخدمة في الدراسة	
60	اولا: مدخل نظري لبيانات بانل	
60	ثانيا: مميزات نماذج بانل	
61	المبحث الثاني: الدراسة القياسية	
61	المطلب الاول: الاختبارات المستخدمة في تحليل الدراسة	
61	اولا: نماذج اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية	
62	ثانيا: اختبارات الإستقرارية	

62	.....	ثالثا:اختبارات تحديد النموذج الملائم
63	.....	المطلب الثاني: عرض النتائج
63	.....	اولا: دراسة قرار توزيع الارباح
70	.....	ثانيا: دراسة قرار الهيكل التمويلي
77	.....	ثالثا: عرض النتائج وتحليلها
79	.....	خاتمة الفصل
80	.....	الخاتمة العامة

قائمة المصادر والمراجع

الملاحق

المقدمة العامة

واجهت اقتصاديات الدول العربية في مطلع القرن الواحد والعشرين تحديات كبيرة في ظل تحرير التجارة الخارجية، وثورة الاتصالات والانترنت، والعولمة، أدت هذه الأخيرة إلى تزايد ارتباط الأسواق المالية عالميا في إطار التمويل الدولي، حيث تؤدي الأسواق المالية دورا محوريا وهاما، فهي تمثل نقطة اتصال بين المستثمرين والشركات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تساهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني.

وفي ظل هذا التطور الحاصل في الأداء الاقتصادي والأسواق المالية بصفة خاصة تطور معه مفهوم القيمة السوقية، إذ تعتبر القيمة السوقية من أهم المعايير التي تعبر عن قيمة الشركة ويمكن أن تتغير وفقا للوضع المالي للشركات، متأثرة بالظروف الاقتصادية. كما أن تعظيم قيمة الشركة يعد الهدف الأساسي بالنسبة للإدارة المالية المعاصرة، كون هذه الأخيرة تعتبر الأداة التي من خلالها يمكن للمالكين تقدير كفاءة إدارة الشركة. ويرجع هذا الموضوع إلى الاقتصادي William's سنة 1938.

سعى الباحثون الماليون منذ ظهور النظرية المالية سنة 1958 البحث عن كيفية تعظيم قيمة الشركة، من خلال اختبار العديد من النظريات المالية في أرض الواقع وتأكد من مدى صلاحيتها والاعتماد عليها، حيث أثبتت النظرية المالية عن وجود عدة عوامل تؤثر على قيمة المؤسسة سواء على المستوى المحيط الداخلي أو المحيط الخارجي، ومن بين أهم العوامل الداخلية هي القرارات المالية خصوصا.

يعد موضوع تأثير القرارات من أهم وأكثر المواضيع اهتماما و جدلا في الفكر الإداري المعاصر، حيث تعكس القرارات المالية السياسة المالية المتبعة من طرف الشركة ، و التي تتمثل في كل من قرارات الاستثمار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد من البدلين على الأقل، و قرارات التمويل التي تتمثل في تحديد الهيكل التمويلي الأمثل لتمويل الاستثمارات ، و كذا قرارات توزيع الأرباح الذي يحدد قرار المؤسسة حول المفاضلة بين توزيع الأرباح أو احتجازها لغرض إعادة استثمارها ، و يتوقف مقدار نجاح أي شركة على قدرة و كفاءة المسيرين الإداريين على اتخاذ القرارات السليمة ، حيث تعتبر هذه الأخيرة محور العملية الإدارية ، كونها متداخلة في جميع وظائف الإدارة و نشاطاتها .

وتعد بورصة سعودية (تداول) من أهم البورصات العربية وأولهم من حيث تطور القيمة السوقية والأداء المالي، كما أنها تحتل المرتبة التاسعة عالمياً حسب الجريدة الاقتصادية، تحتوي على قطاعات متعددة ومختلفة، وانضمت بورصة السعودية إلى مؤشرات فوتسي راسل وإس أند بي داو جونز للأسواق الناشئة، ويعد انضمامها هذا بمثابة شهادة ثقة من المستثمرين في السوق وأيضاً يعبر عن نجاح الإصلاحات التي يهدف برنامج تطوير القطاع المالي. ولهذا ارتأينا إلى إجراء اختبار تجريبي في هذا السوق لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي.

إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق ونظراً لأهمية القرارات المالية بالنسبة للشركة، جاءت هذه الدراسة لتساعد المدراء في اتخاذ قراراتهم بالشكل الذي يرفع من قيمة الشركة من خلال إجراء دراسة على الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، وذلك بالبحث في الإشكالية الأساسية التالية:

ما مدى تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي ؟

ومن خلال هذا التساؤل الرئيسي نطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي كالتالي:

- هل تؤثر قرارات الاستثمار على القيمة السوقية للسهم في الشركات محل الدراسة؟

- هل تؤثر قرارات التمويل على القيمة السوقية للسهم في الشركات محل الدراسة؟

- هل تؤثر قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في الشركات محل الدراسة؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على هذه الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على مجموعة من الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: يوجد لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: يوجد للهيكلة التمويلي تأثير ذو معنوية إحصائية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة: يفسر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية.

أهمية الدراسة:

تناولت العديد من الدراسات موضوع إثر القرارات من جوانب متعددة وبمنهجيات مختلفة وعبر أزمنة متفاوتة. نظرا لأهميته البالغة وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن ذكرها في النقاط التالية:

- ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية، وهو تعظيم قيمة الشركة.

- التركيز على خلق القيمة، والتي تعتبر منظور استراتيجي حديث.

- توضيح وتفسير إثر كل القرارات التمويلية (قرارات اختيار الهيكل التمويلي، قرار توزيع الأرباح، قرار الاستثمار) على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

- تزايد عمليات النمو الخارجي على المستوى العالمي، واستراتيجيات التوسع نتيجة الهندسة المالية كأساليب لتعظيم القيمة.

-توعية المستثمرين وزيادة معلوماتهم حول مقاييس الاستثمار في الأسهم. يمكن للمهتمين بالأسواق المالية الاستفادة من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة التي بين أيدينا في الحدود المتعلقة بالمفاهيم، الحدود المكانية، والحدود الزمنية، وهي كما يلي:

الحدود المتعلقة بالمفاهيم :

تمثلت هذه الحدود في اعتماد الدراسة في جانبها التطبيقي على بعض المتغيرات فقط، والتي يعتقد الباحث أن لها تأثيرا على قيمة الشركة، إلا أنه توجد عدة متغيرات أخرى من المفترض أنها تفسر قيمة الشركة على غرار متغيرات سياسة توزيعات الأرباح ، متغيرة الهيكل التمويلي، ومتغيرة الاستثمار، ... الخ.

الحدود المكانية:

بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية المقترحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة لفرضيات وبغية تحقيق أهداف البحث والممثلة أساسا في دراسة إثر القرارات المالية على

القيمة السوقية للشركات، ثم إجراء هذه الدراسة على مجموعة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي.

الحدود الزمنية:

تمت دراسة إثر القرارات على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019.

منهجية الدراسة:

استخدمنا في بحثنا هذا المنهج الوصفي التحليلي الذي يتناسب مع موضوع الدراسة، وقد اعتمدنا على دراسة إحصائية على القوائم المالية لعينة من الشركات في قطاعات مختلفة والمدرجة في السوق المالي السعودي والتي تم الإفصاح عنها وتتم هذه الدراسة وفق الخطوات التالية :

- جمع المعلومات فيما يخص الجانب النظري من الكتب والمجلات والدراسات السابقة.
- جمع البيانات من القوائم المالية للشركات محل الدراسة التي تم الإفصاح عنها خلال الفترة الممتدة ما بين 2015 و2019 والتي يظهر فيها قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، إضافة إلى مقدار الأرباح الموزعة سنويا والقيمة السوقية لأسهم الشركات التي استخدمت كعينة الدراسة.
- حساب القيمة السوقية للقطاعات محل الدراسة ونسبتها من القيمة الإجمالية للسوق المالي السعودي.
- تكوين نموذج الدراسة الذي يتكون من ثلاثة متغيرات مستقلة (قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح) والمتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) .
- القيام بالاختبارات الإحصائية لمعرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

أدوات الدراسة:

لإثراء هذا الموضوع تم الاعتماد على مجموعة من أدوات البحث العلمي، المتمثلة في:

- برنامج EVIEWS، من أجل اختبار فرضيات الدراسة.
- ثم الاعتماد على نماذج البيانات المقطعية الزمنية PANEL DATA.

الفصل النظري

مقدمة الفصل

يبقى الفكر الاقتصادي الأساس والإطار النظري الذي يتم الرجوع إليه لدراسة أي مفهوم وجب تسليط الضوء عليه، حيث يمثل الخلفية النظرية للظواهر الاقتصادية، ويزداد هذا الأمر إلحاحاً مع دراسة موضوع القيمة. حيث عرفت القيمة اهتماماً كبيراً وحظيت بنصيب وافر من الدراسة في الفكر المالي وبما أن هذا الأخير يعتبر الخلفية المباشرة لدراسة استنتاجية، يستدعي الوقوف عليه.

هدف المؤسسة الأساسي هو تحقيق نتائج جيدة من أجل النمو، المنافسة، والاستمرارية، وبالتالي يعد هذا الهدف صعب المنال كونه يتطلب الدقة في اختيار القرارات المالية خاصة في ظل الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء داخلية وخارجية، لما لها هذه الأخيرة من تأثير على قيمة السوقية. وتنقسم هذه القرارات المالية إلى: قرار الاستثمار، قرار التمويل، قرار توزيع الأرباح.

ولهذا ارتأينا إلى تقسيم هذا الفصل إلى جزئين، بحيث الجزء الأول تناولنا فيه المفاهيم الأساسية للقيمة في الفكر المالي وأنواعها، وكذلك طرق (كيفية) تحديدها، أما الجزء الثاني تطرقنا فيه إلى شرح مفهوم القرارات المالية وأنواعها .

المبحث الأول الإطار المفاهيمي للقيمة السوقيةالمطلب الأول مفهوم القيمة وأنواعها.

أولاً: مفهوم القيمة

نظراً للاهتمام الكبير بموضوع القيمة، ظهرت عدة تعاريف لها، فمن خلال هذا سنستعرض جملة من مفاهيم القيمة.

التعريف الأول: "القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية. من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها للسعر.

التعريف الثاني: "القيمة من الممكن أن تكون موجودة منذ وتبادل فهي تتركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة السعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين (بكارى، -2010، الصفحات 13-14)

التعريف الثالث: " يتمثل مفهوم القيمة في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط (سنوسي، 2008، صفحة 37)

الفرق بين السعر والقيمة: السعر هو عبارة عن المبلغ المدفوع نهائياً بعد إبرام الصفقة الناتج عن التفاوض بين البائع والمشتري، إذا فما دامت القيمة تنتج عن تحليل خبير معين فهي مجرد رأي فني Opinion، أما السعر المعبر عن المبلغ المدفوع نهائياً عند إبرام الصفقة فهو يمثل ال حدث Un fait الواقع. كما أن القيمة هي حقيقة غير موضوعية (ذاتية)، أما السعر فهو حقيقة نقدية ملموسة وموضوعية حيث أن القيمة لا تتحول إلى سعر إلا بعملية التبادل Transaction. (سنوسي، 2008، صفحة 38)

ثانياً: أنواع القيمة

تصنف القيمة إلى عدة أنواع نوجزها فيما يلي:

1-2 قيمة الإصدار

يتم تحديد هذه القيمة في القرار المتعلق بإصدار الأسهم المباعة في السوق وفقاً لنفس القيمة، نظراً لأن تكاليف إصدار أسهم الشركات القائمة تختلف عن قيمة السهم الاسمية لهذه الشركات، وبالتالي تكلفة الإصدار أكثر من القيمة الاسمية وأقل من قيمة الأسهم في السوق، خاصة إذا تم تداول هذه الأسهم الشركة لديها أسعار مرتفعة مقارنة بالسعر، والفرق بينها وبين سعر الإصدار يسمى علاوة الإصدار وتدفع مباشرة للشركة المصدرة التي تضاف إلى حقوق الملكية. (ياسين، 2015، صفحة 18)

2-2 القيمة الدفترية

إن الاستخدامات الأكثر تضليلاً ترتبط بمفهوم القيمة الدفترية، فالقيمة الدفترية مفهوم ليس تقويمي أو اقتصادي بل ضريبي ومحاسبي فقط (حماد، 2008، صفحة 12). فالقيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية للسهم هي ما تمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية (رأس المال والأرباح المحتجزة والاحتياطيات).

3-2 القيمة السوقية

يمكننا تعريفها على أنها " السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية، والتي لا تتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع (ياسين، 2015، صفحة 19).

4-2 القيمة السوقية العادلة

هي عبارة عن المبلغ المعبر عنه نقداً الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع عارض إلى مشترٍ طالب مع علم كل طرف منهما بكافة المعلومات والحقائق ذات الصلة، ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه. (سنوسي، 2008، صفحة 40).

تحدد القيمة السوقية العادلة على أساس المعلومات المؤكدة والدقيقة ومختلف التحليلات عن الشركة نفسها ' ما يعتبر غير ممكن في هذه الحالة فان قوى العرض والطلب ستأخذ شكل معاكس ما يؤثر على سعر السهم السوقي عند توفر هذه المعلومات. (ياسين، 2015، صفحة 19)

5-2 القيمة الاستثمارية

القيمة الاستثمارية ترتبط بالقيمة السوقية العادلة جوهريا مع انخفاض احتمالية تساويهما واختلاف الافتراضات، حيث أن القيمة الاستثمارية مستثناة من قاعدة استحداث التدفقات المستقبلية التي تعتبر أساسا للقيمة العادلة. القيمة الاستثمارية هي تلك القيمة المتوقعة لمنافع مستقبلية لأصل معين محددة لمشتري ما، مع اختلافها من أصل إلى آخر ومن مشتري لغيره وذلك باختلاف دوافع المشتري والعوامل التي المؤثرة على توقعات التدفقات النقدية المستقبلية للأصل وقيمة المؤسسة (هوارى، 2008، صفحة 40)

6-2 قيمة التصفية

تنشأ هذه القيمة عند التصفية الإجبارية لأصول المؤسسة لسبب أو لآخر، تكون قيمة الأصول في هذه الحالة عرضة خطر التقييم بأقل من قيمتها ' وتحسب قيمة التصفية انطلاقا من المبلغ الصافي الذي تم الحصول عليه من سعر البيع بعد خصم جميع تكاليف وعمولات عملية التصفية (سنوسي، 2008، صفحة 38).

7-2 القيمة الاسمية

هي عبارة عن سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم عند بداية نشأته فهي عبارة عن المبلغ الذي يتحدد على شهادة السهم ذاتها مطبوعا في المقدمة، والقيمة الاسمية في العادة لا ترتبط بسعر السهم في السوق وغالبا ما تكون القيمة الاسمية صغيرة (البراجنة، 2009).

المطلب الثاني كيفية تحديد القيمة السوقية**أولا العوامل المؤثرة على القيمة السوقية**

إن القيمة السوقية تتغير بين فترة وأخرى كلما وصلت معلومات جديدة إلى السوق وفي ضوء أي معلومات جديدة، يعيد المستثمرون التفكير في قراراتهم الاستثمارية فيما يتعلق بالأسهم المعروضة في السوق، وبناء على عليها تتحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم على ضوء العوامل المحددة للقيمة السوقية والتي أهمها القيمة السوقية للمنشأة (د رافعة ابراهيم الحمداني، 2007).

حيث هناك عوامل كثيرة قد تؤثر على قيمة الشركة أهمها:

1-1 الربحية

تعتبر الربحية كعامل أساسي للحفاظ على فاعلية النشاط وضمان استمرارية الأعمال وتقاس بمعدل العائد كما انه يمكن معرفة من خلال نسبة الربحية (هامش الربح القدرة على المكاسب الأساسية العائد على الأصول العائد على حقوق المساهمين الذي يبين قدرة الشركة الحصول على صافي الأرباح للمساهمين حيث كلما زاد العائد زاد أداء الشركة وبالتالي زيادة كفاءة الإدارة في إدارة الأنشطة النقدية والتشغيلية اللازمة لإنشاء الربح (الجبوري، 2017، صفحة 340).

2-1 النمو

تشير فرص النمو إلى احتمال الشركة في النمو حيث أن قرارا لتمويل يختلف حسب المنظمات فالمنظمة التي لديها فرص نمو كبير تميل إلى استخدام الأسهم إلى تمويل النشاط التشغيلي لها أما المنظمة ذات فرص نمو منخفضة تلجأ في غالب الأحيان إلى استخدام الديون الطويلة الأجل كمصدر للتمويل.

3-1 هيكل رأس المال

إن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي يوازن بين تكلفة الديون والمدخرات الضريبية حيث أن الدين له تأثير سلبي على قيمة الشركة، إن تأثير ملكية رأس المال وسياسة الدين يؤثران على كل من قيمة الشركة الغير خاضعة للضريبة وتكلفة الوكالة وهذا بسبب استخدام الديون بناء على نظرية التبادل. حيث ترتفع قيمة الشركة إذا نجحت في أن تجعل تكلفة الدين تتجاوز تكلفة الضائقة المالية (الجبوري، 2017، الصفحات 340-341).

ثانياً عمليات التقييم المحددة للقيمة السوقية

إن قوى العرض و الطلب على سعر سهم معين يحدد سعر السهم في السوق، و عليه يرتفع الطلب على سهم معين عندما تنخفض قيمته السوقية، و ينخفض الطلب عليه عند ارتفاع سعره و يتم الوصول الى سعر التوازن عندما يتساوى العرض مع الطلب، و يتحدد اتجاه منحنى الطلب و انحداره بدرجة ميل معينة حسب درجة تماثل و اتفاق المستثمرين أو اختلاف حول خصائص سهم معين عند مستوى عرض معين، و يمكن إرجاع ذلك ربما إلى جودة و كمية المعلومات التي يتلقونها كما أن السعر السوقي الحالي للسهم يعكس وجهة نظر المستثمر الذي يرغب في امتلاك السهم إذا ما ارتفع سعره ولو بشكل قليل عن السعر الحالي و لا يمثل إجماع السوق عن القيمة العادلة (لطرش، 2010، صفحة 229)

لتحديد القيمة السوقية للسهم في سياق تحليل الأسهم حيث يجب أن تكون عملية التقييم صحيحة من الضروري الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العمليات و مراعاتها التي قد تواجهها أي منشأة خلال فترة حياتها، هذه العمليات ممكن أن تأخذ شكل تجزئة السهم، توزيع أسهم مجانية، حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال.

1-2 تجزئة الأسهم

هي عملية اشتقاق أسهم جديدة من الأسهم القديمة أي يستبدل المساهم الأسهم القديمة بعدد من الأسهم الجديدة فيزيد بذلك عدد أسهم المنشأة مع انخفاض قيمتها الاسمية دوم التأثير على المركز المالي للمنشأة. حيث تم إجراء عدد من الدراسات و الأبحاث على عمليات تجزئة الأسهم و تبين تأثيرها الايجابي على القيمة السوقية للسهم و ثروة المساهم.

2-2 توزيع أسهم مجانية

تعتبر شكل من أشكال التوزيعات التي تقوم بها الشركة بتوزيع أسهم مجانية، حيث تقوم بالاحتفاظ بعدد من الأسهم التي أصدرتها لتوزيعها على المساهمين دون أن يدفع المساهم مقابل الأسهم التي يتحصل عليها، وهذا الأمر يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة و انخفاض القيمة السوقية للسهم نتيجة لإجراء توزيعات مصدرها الاحتياطات و الأرباح المحتجزة.

3-2 زيادة رأس المال

هي عملية تعويض المساهمين كم خلال إعطائهم حق الأولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال بنسبة عدد الأسهم القديمة التي يملكها المساهم أو يبيع هذا الحق للغير لأنه نظريا لا تحدث زيادة رأس المال إذا كان سعر الإصدار أقل من سعر البورصة للسهم يوم الإصدار مما يعني تخفيض السعر (لطرش، 2010).

ثالثا محددات القيمة السوقية

إن تحديد قيمة أي شيء كان يعد من الأمور الصعبة التي لا يمكن تحديدها بشكل دقيق إلا بالاتفاق على تعريف معين للمقصود بالقيمة حيث اتفق الأكاديميين والممارسين على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على أساس متغيرين أساسيين هما التدفقات النقدية المتوقعة أن تتولد عن عمليات الشركة والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمته الحالية التي تعادل في مجموعها القيمة السوقية للشركة (الهندي، 2007، صفحة 212).

3-1 التدفقات النقدية المتوقعة

يسمح تحليل التدفقات النقدية من معرفة التطورات الحاصلة في المنشأة من فترة إلى أخرى، فالاعتماد على تحليل التدفقات النقدية يمكن من تفسير حركة الأموال داخل المنشأة ويصف الظواهر المتحركة المرتبطة بها. تتأثر التدفقات النقدية المتوقعة بشكل مباشر بمبيعات المؤسسة حيث أنه إذا كانت الرقابة على التكاليف تتوقف إلى حد كبير على عوامل من داخل الشركة نفسها، فحجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية بالإضافة إلى العوامل الخارجية المتمثلة في الظروف العامة للصناعة التي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها وكذلك دراسة تغير الطلب على منتجاتها بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية العامة والظروف الدولية التي لا يمكن تجاهلها والتي لها تأثير على اقتصاد الدولة ويمتد التأثير إلى التدفقات النقدية للشركات.

2-3 معدل خصم التدفقات النقدية

يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من طرف المستثمر الذي يوجه أمواله للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركة ذاتها، ويتحدد هذا المعدل على أساس ثلاث متغيرات أساسية:

- **معدل الفائدة الحقيقي Real Rate of Intérêts**

هذا المعدل بمثابة تعويض للمستثمر نتيجة حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضرة وتأجيله تحقيق إشباع من أموال يمتلكها. وتقدر قيمة التعويض بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه قام بتوجيه أمواله إلى استثمارات خالية من المخاطر.

- **معدل التضخم**

بينت بعض الدراسات أن معدل الفائدة السائد في السوق ليس هو معدل الفائدة الحقيقي، لكنه هو معدل اسمي جزء منه يتضمن ما يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم (الهندي، 2007، صفحة 213).

كما تبين من خلال الدراسات أن الأسهم تحقق معدل عائد حقيقي مرتفع وذلك عن اتجاه معدل التضخم إلى الانخفاض بينما قد يكون هذا المعدل سالب إذا أتجه معدل التضخم نحو الارتفاع، وكقاعدة عامة نجد أن الأسهم تعطي معدل عائد أقل سلبية مقارنة بالسندات أو أودونات الخزنة في حالة اتجاه معدل التضخم إلى الارتفاع. مع عدم إهمال عنصر الضرائب وأثره على معدل الفائدة الحقيقي علما أن معدلات الضرائب ترتفع مع ارتفاع معدلات التضخم كونها جزء من السياسة المالية لمعالجة لهذا المشكل، فمعدل العائد الحقيقي، يقع تحت تأثير كل من التضخم والضرائب (بلجبلية، 2010، صفحة 54).

- **معدل العائد المطلوب على الاستثمار**

المتغير المحدد للعائد الذي يطلبه المستثمر أي معدل العائد الكافي لتعويض مخاطر توجيه أموال المستثمرين لشراء أسهم الشركة، حيث يتوقف على حجم الأعمال وكذلك حجم المخاطر المالية.

المبحث الثاني القرارات الماليةالمطلب الأول مفهوم القرارات المالية

حظي موضوع القرارات المالية باهتمام كبير من قبل المهتمين والمختصين بالفكر المالي الحديث، باعتباره محور ومحتوي المنهج العلمي التحليلي للإدارة المالية الحديثة، بالإضافة إلى كونه طريقة ناجحة لتطبيق استراتيجيات المؤسسة في تحقيق أهدافها بصورة عملية وممارسة كافة عملياتها الإدارية، فهو يضمن التوجه الاستراتيجي بشكل عام للإدارة وبشكل خاص داخل المنشأة، الأمر الذي جعله محور للاهتمام. وعلى ضوء هذا أصبحت القرارات المالية أداة للعمل الاستراتيجي الذي تريد الإدارة المالية من خلاله تحقيق هدفها الرئيسي -تعظيم ثروة الملاك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للأسهم في سوق الأسهم.

أولا القرار المالي

عرف مفهوم القرار ضمن أدبيات التسيير عدة تعاريف حاولت أن تحيط بجوانبه فمن خلال هذا سنستعرض مجموعة من هذه التعاريف.

التعريف الأول:

اتفقا "محمد الناشد" و " برجون Bergeron" في تعريفهما للقرار بأنه: «العملية التي تسمح بالاختيار بين بدائل مختلفة».

التعريف الثاني:

الفعل الذي يقوم به مسير أو مسيرون، حيث يتم بموجبه المفاضلة بين مجموعة من البدائل لإعطاء حل مناسب لمشكل مطروح.

التعريف الثالث:

"العملية التي بموجبها يتم المفاضلة بين مجموعة من البدائل وذلك لتحقيق هدف معين وما القرار إلا عملية تنبؤ تحاول الربط بين الماضي والمستقبل القصد منها التحكم فيما سيحدث مستقبلا ومجابهته. ويقود القرار إلى تصرف أو رد فعل معين والذي بدوره يقود إلى تحقيق ناتج محدد (هدف)، وبناء على هذه النتائج ومقارنتها ببعض يتم اختيار البديل الأفضل".

التعريف الرابع:

وكتعريف آخر فالقرار "يقوم على عملية المفاضلة، وبشكل واع ومدرك، بين مجموعة بدائل أو حلول على الأقل بديلين أو أكثر متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتباره أنسب وسيلة لتحقيق الهدف والأهداف التي يبتغيها متخذ القرار."

فمن خلال التعاريف السابقة يمكننا إن نستنتج عدة نقاط بشأن القرار، وهي كالتالي:

- وجوب توفر بديلين على الأقل للقيام بعملية اتخاذ قرار.
 - القرار هو عملية يقوم بها أي عون اقتصادي وتكون من الأهمية بمكان مسيري المؤسسات.
 - القرار يستهدف استباق ما سيحدث في المستقبل بالنسبة لمتخذ القرار بناء على معطيات مستقبلية متوقعة لكي يجد نفسه مستعدا خاصة بالنسبة للمؤسسة التي تعتبر نظاما مفتوح أو تتعامل مع محيط تنافسي، فاتخاذ القرار مبكرا قصد مواجهة ما سيحدث سيجنبها تكبد خسائر أو يكسبها عوائد.
 - باعتبار المؤسسة تنظيما معقدا بالمقارنة بمختلف الأعوان الاقتصاديين الآخرين، يحظى اتخاذ القرار بأهمية بالغة ويستند على أساليب علمية ومنهجية مدروسة (سنوسي، 2008، صفحة 189).
- وكتعريف شامل يمكننا التعريف بالقرار على أنه طريقة منظمة لدراسة عملية صنع القرار لتحديد استراتيجيات مثلى عند وقوف صانع القرار أمام مجموعة البدائل أي اختيار أنسب بديل لحل مشكلة محددة. وذلك باعتماده على مجموعة من المعايير مثل اكتساب أكبر حصة في لسوق، التوسع أو التخفيض في التكاليف والوقت وحجم الإنتاج حيث أن نجاح أي منظمة يقف على قدرتها وكفاءتها في اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق أهدافها. (الجبوري، 2017، صفحة 332)

القرار المالي

مفهوم القرار المالي هو عبارة عن قرار إداري يحتل موقع هام في مجال الإدارة المالية يتخذ لمعالجة موقف من المواقف المحاسبية والمالية لتحقيق أهداف الشركة المالية من تحقيق الربحية والمحافظة على المركز المالي.

ثانياً القرارات الاستراتيجية

إن الاستراتيجيات هي وسيلة تستخدمها الوحدة الاقتصادية بغية بلوغ أهدافها المسطرة التي تسعى لتحقيقها، فهي عبارة عن سلسلة من القرارات الطويلة الأجل التي تعبر عن أهم أهداف الوحدة الاقتصادية ونهجها في التفاعل مع المتغيرات التي تعمل بها.

فهي تتمثل في صياغة خطط تفصيلية لتنفيذ الاستراتيجية الشاملة المقيمة والمعاد تقييمها خلال فترة التنفيذ لمواجهة الانحرافات الايجابية والسلبية الممكن أن تواجهها نتيجة تفاعل القرارات الاستراتيجية مع العوامل التي تتأثر بها من التغيرات البيئية، موارد الوحدة الاقتصادية

إذن فالقرارات الاستراتيجية هي تحقيق التقدم بصياغة القرارات المبنية على الفرص، تنصب في مختلف المجالات من الموارد المالية، البشرية، النمو، التسويق بالتخطيط الطويل الأجل. (الشماع، 2007، صفحة 4)

ثالثاً القرارات المالية الاستراتيجية

لقد اختلف الباحثون الماليون في موضوع تحديد وتصنيف القرارات المالية، فمنهم من صنفها إلى 5 قرارات ومنهم 4 ومنهم من يجعلها ثلاثة قرارات أساسية المتمثلة في قرارات التمويل، قرارات الاستثمار وقرارات تقسيم الأرباح.

إلا أنه قد أجمع المفكرين الماليين على أن قرارا استثمار في الموجودات الطويلة الأجل والقرارات المتعلقة بمصادر تمويلها هي من القرارات المالية الاستراتيجية. لأن كمية الأعباء المحتملة من طرف المؤسسة وكلفة الأموال مقابل حصولها على الأموال اللازمة للتمويل سواء خارجي أو داخلي كان، وهو ما يربط قرار الاستثمار بقرار التمويل. لذا فإن قرارات الاستثمار في الموجودات طويلة الأجل هي قرارات مالية استراتيجية ليس بالهين التخلص منها لأنها التزام مالي كبير يقتطع من أموال المؤسسة نفسها ما يجعلها مجبرة على اللجوء إلى القروض الطويلة الأجل لتوفير الأموال (الشماع، 2007، صفحة 5).

المطلب الثاني أنواع القرارات

أولا قرار الاستثمار

تعتمد عملية نجاح أي مشروع استثماري بشكل كبير على سلامة قرارات الاستثمار التي يتم اتخاذها في بداية دورة حياة المشروع فقرارات الاستثمار هي غير آمنة نوعا ما والتدفقات النقدية المرتبطة بهذه المشاريع الاستثمارية يتم تحقيقها على مدى طويل، فقرارات الاستثمار قد تتطلب من المشروع اقتراض مبالغ ضخمة أو زيادات في رأس المال ما تؤثر على الهيكل المالي، فإن نجاح المشروع في المستقبل سيعتمد على قرارات الاستثمار المتخذة في بداية دورة حياة المشروع مهما ، وبالتالي ولا يمكن أن يكون أي قرار مالي أكثر أهمية وخطورة من قرار الاستثمار.

1- تعريف قرار الاستثمار

يمكن تلخيص قرار الاستثمار في ذلك القرار الذي يخص تحديد حجم الأموال التي ينبغي في استثمارها، وتحديد الأصول المتعلقة بموضوع الاستثمار والمخاطر المترتبة عنه ' بهدف الحصول على عوائد في المستقبل. (قويدر، 2011-2012، صفحة 21)

كما تم تعريفه على أنه " هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل، والمبني على مجموعة من الدراسات التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المؤسسة " (الحميد، 2006).

2- القرار الاستثماري الاستراتيجي Strategie investment Décisions

إن عملية اتخاذ القرار الاستراتيجي تتطلب عقلانية و رشد من قبل المدراء حيث يرى كل من Old corn and parker انه يمكن للمدراء اعتماد ما يسمى بمدخل المراحل الست six- steps-Approach والتي تشتمل على:

1-2 تحديد الهدف

حيث تتطلب هذه المرحلة إيجاد الإجابة على مجموعة الأسئلة التالية:

- ما هو الشيء الذي يتم السعي لإنجازه.

- ما هي الغاية من القيام بهذه الفعالية.
- ما هي طبيعة المشكلة التي يسعى لحلها.

2-2 جمع المعلومات selecting information

تتصف بكونها تحليل للحقائق غرض محاولة الوصول إلى الرؤية والتصور الدقيق للمشاكل الناشئة بمرحلة اتخاذ القرار.

3-2 تطوير بعض الحلول developing some solutions

وهذا يعني أنه ينبغي تهيئة عدد من الحلول والبدائل المرتبطة بالقرار.

4-2 التقييم

Evaluation حيث تتطلب هذه المرحلة دراسة وتحديد الربح المحتمل والتكاليف الخاصة بالبدائل وكذلك توقيت التدفقات النقدية المنافع والمزايا.

5-2 الاختيار

وتعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل في عملية اتخاذ القرار و يجب أن يكون الاختيار من ضمن القواعد والشروط المترابطة مع الغاية الأساسية للمنظمة(المناصر، 2009، صفحة 33).

3- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يخضع القرار الاستثماري إلى عدة مقومات أساسية تتمثل في:

1-3 اختيار الاستراتيجية الملائمة للاستثمار

يقوم المستثمر بتبني استراتيجيات مختلفة وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتتمثل أوليات المستثمر في العناصر التالية (المناصر، 2009، صفحة 29):

- الربحية (Profitability)
- السيولة (Liquidity)
- الأمان (Safety)

فعادة يكون ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما ميله للعنصرين (السيولة والأمان) تعبر على المخاطرة التي يكون مستعد لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه (بنية، 2017، صفحة 331).

3-2 الأسس والمبادئ لاتخاذ القرار الاستثماري

يجب على متخذ القرار الاستثماري مراعاة عاملين هما (بنية، 2017):

العامل الأول:

ضرورة الاعتماد على المدخل العلمي، وذلك بالاعتماد على الخطوات التالية:

- تحديد الهدف (الغاية) الأساسي والمتمثل في تحقيق النمو والزيادة في الأرباح والتحسين من النوعية.
- تجميع المعلومات والبيانات وتحليلها، ما يؤدي إلى زيادة درجة التأكد لمتخذ القرار.
- تحديد البدائل الحرجة التي تتحكم في عملية اتخاذ القرار بدرجة كبيرة.
- تقييم كل البدائل الاستثمارية المتاحة من حيث العوائد المتوقعة.
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للهدف الأساسي.

العامل الثاني

ضرورة مراعاة متخذ القرار لبعض المبادئ والمعايير المتعلقة بعملية اتخاذ القرار، من أهمها:

مبدأ تعدد البدائل الاستثمارية

يعد من أهم المبادئ، وذلك لوجود عدد كبير من الفرص الاستثمارية، حيث يتوقف على المستثمر بالقيام بدراسة كبيرة ودقيقة من أجل اختيار البديل الأفضل من بين البدائل المتاحة.

مبدأ الخبرة والتأهيل

حسب هذا المبدأ يمكن تقسيم المستثمرين إلى نوعين:

- مستثمر لديه خبرة في الميدان الاستثماري أو فرصة متاحة.
- مستثمر ليس لديه خبرة في الميدان الاستثماري فهو يحتاج إلى مساعدة من المختصين في مجال الاستثمار.

مبدأ الملائمة

يقصد بمبدأ الملائمة مدى ملائمة المشروع الاستثماري المخير من طرف المستثمر مع بعض العوامل الذاتية له (كعمره، ثقافته، وحالتها الاجتماعية)، فكل مستثمر محيط وظروف ذاتية معينة تحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية للقرار الاستثماري والتي تتمثل في العائد المتوقع درجة المخاطرة، مقدار السيولة المتوقعة ونسبة الأمان.

مبدأ التنوع وتوزيع المخاطر الاستثمارية

بما أن الهدف الاستراتيجي لأي مستثمر هو تحقيق أعلى معدل عائد على الاستثمار بأقل مخاطرة، فيجب عليه التنوع في محفظته الاستثمارية، والمقصود من هذه الأخيرة تجنب الاستثمار في مجال واحد أي تقسيم أمواله في عدة مجالات، من أجل التقليل من درجة المخاطرة.

3-3 دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة

العملية الاستثمارية هي عملية متبادلة ما بين العائد والمخاطرة، فلهذا يجب على المستثمر إجراء موازنة بين كل من العائد المحقق من الاستثمار ودرجة المخاطرة الناجمة عنه، وذلك من خلال القيام بدراسة وبتحليل طبيعة اتجاه العائد والمخاطرة (المناصر، 2009، صفحة 31).

ثانيا قرار التمويل

تعتبر الإدارة المالية قرار التمويل من أهم القرارات المالية الواجب اتخاذها لضمان الاستمرار والنجاح في المؤسسة، ويتوقف القرار التمويلي على طبيعة المعلومات ونوعيتها وكذلك مدى كفاءة المدير المالي في استخدام المعلومات.

1- تعريف قرار التمويل:

تطرقت العديد من الدراسات إلى تعريف قرار التمويل سوف نذكر منها بعض التعريفات:

التعريف الأول:

يعرف بأنه القرار الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة، وهذا القرار مرتبط ارتباطا وثيقا بقرار الاستثماري من أجل المقارنة بين المشروع الاستثماري وتكلفة تمويل (بنية، 2017، صفحة 325).

التعريف الثاني:

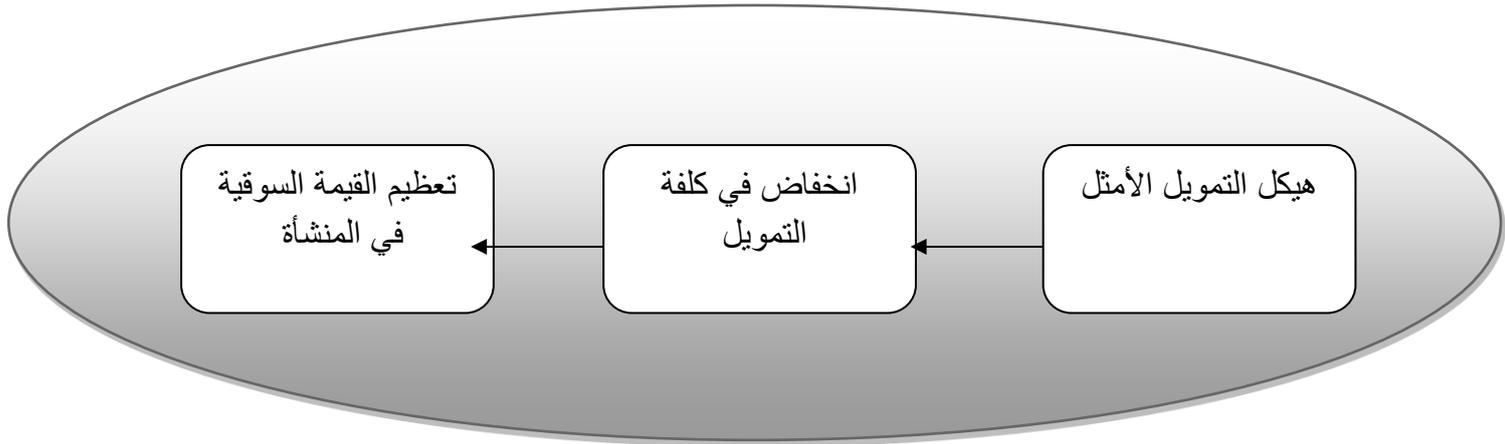
يعتبر قرار التمويل توفير الأموال للشركة بأقل تكلفة ممكنة، فتقليل تكلفة التمويل يعظم من قيمة الشركة وسعر سهمها في السوق (Narjess Boubakri, 2005, p. 2).
فمن خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نعرف قرار التمويل بأنه القرار الذي يهتم في كيفية التوازن في الهيكل المالي من حيث التوازن بين التمويل بالملكية والتمويل بالمدىونية، حيث أن كل شركة تسعى إلى تشكيل هيكلها المالي على أكمل وجه للوصول إلى الهيكل الأمثل.

2- تعريف الهيكل المالي:

يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي لمؤسسة ما، بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونا الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (وآخرون، 2008، صفحة 58).
ويمكن تعريفه كذلك بأنه هو إيجاد التركيبة المثلى لعناصر رأس المال بحيث تكون التكلفة المرجحة في حدها الأدنى (داوود، 2012، صفحة 180).

تعريف الهيكل المالي الأمثل:

هو مزيج من التمويل الممتلك والتمويل المقترض والذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن له والمعبر عنه بالشكل التالي (المناصر، 2009، صفحة 43)



مخطط العلاقة بين الهيكل التمويل الأمثل وتعظيم قيمة المنشأة

3- العوامل المؤثرة في صياغة الهيكل المالي:

غالباً ما تتعرض المؤسسة إلى بعض العوامل التي قد تؤثر عليها في تشكيل هيكل مالي الأمثل، ومن أبرز هذه العوامل التي لها علاقة مباشرة بدراستنا نذكر:

1-3 حجم المؤسسة:

أشارت العديد من الدراسات السابقة إن هناك علاقة ايجابية بين حجم المؤسسة والمديونية، حيث أن حجم المؤسسة يؤثر على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي. فدراسة **Gordon** كشفت عن وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وحجم المؤسسة، كذلك دراسة **martin et Scott** ودراسة **Philippe Gaud et elionjani** اللذان توصلا إلى نفس النتائج وهو وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الإقراض (فريشي، 2005، الصفحات 188-189).

فمن الطبيعي كلما كانت مؤسسات صغيرة الحجم كلما قلت نسبة الاقتراض وكلما كان حجم المؤسسة كبير كلما زادت نسبة الاقتراض و زادت إمكانية تنوع مصادر التمويل (فريشي، 2011، صفحة 318).

2-3 معدل نمو المؤسسة(المبيعات):

المؤسسات التي تتميز بنمو مبيعاتها بشكل عالي تسعى إلى الاعتماد على التمويل المقترض بشكل كبير في هيكلها المالي ، أي تلجأ إلى الاستدانة بالمقام الأول (بنية، 2017، صفحة 42). كما كشفت العديد من الدراسات الميدانية على وجود علاقة عكسية بين معدل النمو والمديونية، من بينها دراسة **Rajam et Zingales 1995** ودراسة **Philippe Gaud et Elionjani 2002** (عدوي، 2011، الصفحات 112-113).

3-3 مردودية المؤسسة:

يعتبر مقياس الربحية من المقاييس الأكثر شيوعاً في الدراسات التي قامت باختبار العوامل المؤثرة على الهيكل المالي ، حيث تتمثل أهميته انه يؤثر بشكل قوي على المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها و زادت قدرتها على الاقتراض ، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى كلما زادت ربحية المؤسسة كلما استطاعت تمويل أنشطتها و تمويل التوسع من أرباحها ن و بالتالي يقل اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل، فلهذا الشركات التي تحقق أرباح كبيرة لديها القدرة الأكبر على الاقتراض و تستطيع الاستفادة بشكل افضل من الوفر الضريبي الناتج عن الاقتراض . ويمكن التعبير عن ربحية المؤسسة باستخدام العائد على أصول الشركة ROA والذي يعرف بأنه صافي الدخل قبل الضرائب مقسوماً على مجموع أصول (العقدة، 2009، صفحة 11).

3-4 الأصول الملموسة للمؤسسة:

تتمثل أهمية هذا العامل من أن هيكل الأصول تلعب دوراً مهماً في قرار تمويل الشركة، حيث أن زيادة نسبة الأصول الثابتة الملموسة في الشركة يؤدي إلى زيادة القيمة التصفوية للشركة الأمر الذي يستخدم لتحسين وضع الشركة التفاوضي للحصول على قروض بتكاليف أقل، حيث أن الأصول الثابتة الملموسة أقدر على الحفاظ على قيمتها عند تسيلها من الأصول غير الملموسة، وبالتالي يمكن استخدامها كضمان للقروض الخارجية، فحسب بعض النظريات الميدانية نذكر منها: نظرية TOT ونظرية POT تقترحان وجود علاقة ايجابية بين نسبة الأصول الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال (العقدة، 2009، صفحة 12).

3-5 المخاطر:

نقصد بالمخاطرة في الاستثمار هي درجة عدم التأكد أي درجة عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من لاستثمار (المومني، 2009)، وتنقسم المخاطر إلى نوعان: المخاطر المنتظمة وهي التي تنشأ نتيجة التقلبات التي تطرأ على البنية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تمس السوق ككل أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة على جميع الأسهم، إما المخاطر غير المنتظمة تلك التي تمس شركة محددة ونغيرها في السوق.

ويمكننا قياس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا (Beta) باعتباره من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحفظة، كما أنها تعبر عن درجة حساسية السهم أو المحفظة مجالاً لتقييم للمخاطر السوقية.

ثالثاً قرار توزيع الأرباح

يتداخل قرار توزيع الأرباح مع القرارات المالية الأخرى من قرارات التمويل والاستثمار وذلك لعلاقتها المباشرة بالمساهمين حاملي الأسهم العادية والممتازة لذا يمكننا القول إنه قرار توزيع الأرباح هو أحد أهم القرارات المالية المتخذة من طرف الإدارة المالية داخل الشركة.

هو قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المتحققة وعلى ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها (بنية، 2017، صفحة 355).

يقصد بقرار توزيع الأرباح قيام المنظمة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين وذلك إما في شكل نقدي أو في شكل أسهم .

إن سياسة التوزيع المثلى تقوم على بعض المحددات الرئيسية، من مراعاة احتياجات المستثمرين وتفضيلاتهم في تلقي التوزيعات أو مكاسب رأس المال ذلك في ضوء فرص الاستثمار المتاحة لمؤسسة حيث أن قرار التوزيع يلزم السوق و مجموعة من الأطراف لما له من أهمية كبيرة بالنسبة لهم (بوحادرة، 2011-2012، صفحة 113) .

1- تعريف توزيع الأرباح

التعريف الأول ومن خلال مفهوم توزيعات الأرباح نجد التعريف الذي قدمه الباحث عاطف جابر لسياسة توزيع الأرباح على أنها، " كيفة التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم " (الرحيم، 2010، صفحة 390).

التعريف الثاني هي معدل التدفق (نقدي أو غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثمارهم في أسهم المؤسسة التي يملكونها، وتمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم. (زرغون، 2010، صفحة 85)

2- بدائل سياسة توزيع الأرباح

للشركة الحرية في اتخاذها قرار توزيع الأرباح فأما تقوم احتجازها (لا يتم توزيعها أصلاً) أو تقوم بتوزيع أرباحها في شكل توزيعات نقدية أو قد توزعها في شكل أسهم وتأخذ توزيعات الأرباح أربع بدائل أساسية

1-2 سياسة توزيع مجمل الأرباح

حسب رأي (RUBNER 1966) فإنه رأى أنه من فائدة المؤسسة أن توزع جميع الأرباح، وذلك لأن المساهمين يفضلون استلام أكبر قدر من التوزيعات.

ويستند رأيه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على أكبر قدر مكن من أرباح الأسهم، إلا أن المؤسسات لا تعتمد على هذه الاستراتيجية لسببين أولهم لأنها لا تلقى تشجيعاً من طرف المساهمين ولا جبايياً، وثانياً لأنها لا توفر تمويل ذاتي للمؤسسة من جهة أخرى (Bellalah, p. 4)

2-2 سياسة عدم دفع توزيعات

اعتبر كل من (Clackson et Elliot) (1966) التوزيعات شيء كمال، وبالنسبة للمؤسسات والمساهمين فلا داعي لإجراء توزيعات، عملياً من الصعب أن نجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون توزيع الأرباح، لكن في الواقع فاللجوء لهذا البديل يبقى محدوداً.

3-2 سياسة التوزيعات المستقرة

حيث أن المسيرين يولون أهمية لتوزيعات السنوات السابقة، وعليه يقومون بصياغة هدف مستقبلي يتمثل في وضع معدل توزيع مستهدف، يفضل المستثمرون سياسة التوزيعات التي تتصف بالاستقرار وتزيل عدم التأكد، حيث يأخذ الاستقرار صورة النمو المنتظم في التوزيعات، وينعكس هذا النمط على قدرة المؤسسة في استقطاب عدد كبير من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها. وعليه فإن سياسة التوزيعات المستقرة تكون في ثلاث أشكال (هندي، 1998، صفحة 343)

- استقرار نسبة الأرباح الموزعة.
- استقرار نصيب السهم من التوزيعات.
- استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية.

4-2 سياسة التوزيعات الباقية

يقصد بهذه السياسة توزيع الأرباح المتبقية على المساهمين وذلك بعد قيام المسير بتحديد الاحتياج المالي للاستثمار واحتجاز التمويل اللازم للمشاريع.

تبنى هذه السياسة على حقيقة مفادها أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة ولكن مع إعادة استثمارها بمعدل عائد أعلى من المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، وذلك لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة بالإضافة لعمولات الوسطاء ما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد المحقق من طرف المستثمر على استثمارات بديلة (النعيمي، 2009، صفحة 460).

3- النظريات المفسرة للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم

كل ما يهم المستثمر بعد موافقته على الاستثمار في أسهم شركة معينة هو العائد أو الدخل الذي تحققه هذه الشركة والذي يجلب له فوائد أو السياسة التي تتبعها هذه الشركة من حيث توزيع الأرباح وكيف تتصرف مع هذه العوائد. قدم العديد من الخبراء بعض النظريات لشرح العلاقة بين كل عائد والقيمة السوقية للمؤسسة.

أولا نظرية الفائض للتوزيعات

تعتبر هذه النظرية من أول وأقدم النظريات التي تطرقت لهذا الموضوع، مضمون هذه النظرية أن أغلبية المساهمين لا يمانعون من قيام الشركة من احتجاز الأرباح بغية تعظيم ثروتهم وإعادة استثمارها ما إن كانت هناك فرص استثمارية جديدة ومربعة، مع اشتراط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة من قبل الشركة أكبر من معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، 2019، صفحة 28).

بمعنى هذه النظرية تقضي بأن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان العائد الناتج من استثمارها من طرف المؤسسة يفوق العائد الناتج الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه بنفسه لو أنه حصل على نصيبه من الأرباح (هندي، 1998، صفحة 31)

ثانيا نظرية عدم ملائمة التوزيعات

وضعت هذه النظرية من طرف كل من Modigliani & Miller المعروفة باختصار (M&M) 1961، فحسب هذه النظرية المستثمرون لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية وبين إعادة استثمار الأرباح المحققة لتحقيق النمو الذي بدوره يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية (بن الضب علي ، 2009).

نصت على أن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها، كلاهما لا يؤثر على قيمة المؤسسة وقيمة الشركة تتحدد فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ومخاطر أصولها أو استثماراتها. (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، 2019، صفحة 28)

ثالثا نظرية العصفور في اليد

تسمى أيضا بنظرية ملائمة التوزيعات التي ينتقد فيها كل من (Gordon, 1963 و J, Linter, 1962) الفرضيات التي قامت عليها نظرية عدم ملائمة التوزيعات (MM) حيث يرى الباحثان أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة، حيث أن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية.

أطلق عليه تسمية عصفور في اليد (Bird in Hand Model) لأنه يرى من خلالها أن لسياسة توزيع الأرباح تأثيرا على قيمة الشركة، ولتأكيد وجهة نظره قدم نموذجا يقوم على فكرة مفادها أن درجة تأكيد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي بعده (قدام جمال، ترفافس جمال الدين، أوت 2019، صفحة 48).

رابعا نظرية التمييز الضريبي: Tax preference theory

تنسب هذه النظرية إلى كل من (M. J.BRENNAN و R. Litzenberger and K. Ramaswamy) حيث قاموا من خلال هذه النظرية بدراسة التأثير الضريبي على توزيعات الأرباح وعلاقته بقيمة المؤسسة. ففي ظل وجود الضرائب تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالضريبة على التوزيعات، وعلى هذا الأساس يجب على الشركات تخفيض التوزيعات إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة أسهمها (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، 2019، صفحة 49)

وحسب هذه النظرية فإن احتجاز الأرباح يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة في حالة اختلاف معدل الضريبة على التوزيعات على عن معدل الضريبة على فوائض القيم. (بن الضب علي ، 2009 ، صفحة 155)

طبقا لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بأرباح الرأسمالية، حيث في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار أرباحه بدل من الحصول عليها لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع ع نسبة أقل من الأرباح يعين إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقا لنموذج جوردن فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر (عيسى،

جوان 2013، صفحة 14)

خامسا نظرية الإشارة

تعود إسهامات هذه النظرية إلى كل من (Kose.j&William) تقوم هذه النظرية على أن عدم تماثل المعلومة هي القاعدة الأساسية في السوق، وعلى افتراض أن المعلومات الغير متاحة لكل المتعاملين وبهذا يشرع مسيرو الشركات باستخدام توزيعات الأرباح كأداة لإرسال معلومات مفيدة إلى السوق المالي حول الأرباح المالية المتوقعة في المستقبل والحالية وإمكانية نمو شركاتهم (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، 2019، صفحة 29).

وأشار كل من Miller & Rock 1985 إلى أن إدارة المؤسسة تملك معلومات أكثر دقة وسرية حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة مقارنة بالأطراف الأخرى وهو ما يخلق فجوة بين الإدارة والمستثمرين. بمعنى تقوم إدارة المؤسسة بالتأثير على سوق الأوراق المالية في حالة عدم اتصافه بحالة عدة الكفاءة باستخدام سياسة توزيع الأرباح حلا لمشكلة عدم التأكد التي يعاينها المستثمر (سويسي، 2010، صفحة 210).

سادسا نظرية الوكالة:

تشير هذه النظرية إلى عكس ما أشار إليه (M&M1961) اللذان يفترضان أن إدارة المؤسسة هي وكيل مثالي عن المساهمين ولا يوجد أي تضارب في المصالح بين الطرفين، ولكن حسب (Ross & al 2008) فإن تكلفة الوكالة تنشأ بين إدارة المؤسسة ومساهميها عندما تعمل هذه الأخيرة على خدمة مصلحتها الشخصية بدلا من تعظيم ثروة مساهميها (قدام جمال، ترفاس جمال الدين، أوت 2019، صفحة 50).

فحسب هذه النظرية في حالة عدم توزيع الأرباح على المساهمين قد يتم تحويلها إلى مشاريع غير ربحية تخدم مصالحهم الشخصية، أو مصلحة المسيرين الخاصة ونتيجة لذلك فالمساهمون يفضلون توزيعات الأرباح الحاضرة بغية تحسن قيمة الأسهم نتيجة خفض الأموال المتاحة أمام المسيرين (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، 2019، صفحة 29).

الخاتمة

سعيًا في هذا الفصل إلى تقديم عرض نظري للقيمة فهي تعتبر أهم المقاييس التي تعد محض اهتمام المستثمرين، ولأهم القرارات المالية التي تسعى لتحقيق هدف استراتيجي متمثل في تعظيم القيمة السوقية للشركة المتمثلة في قرار الاستثمار وقرار التمويل إضافة إلى قرار توزيع الأرباح.

تناولنا في المبحث الأول الإطار المفاهيمي للقيمة من تعريف وتصنيفات وأهمها القيمة السوقية، إلى العوامل المؤثرة في القيمة والعمليات المتبعة من طرف الشركة لضمان عملية تقييم سليمة ومختلف محددات القيمة السوقية للشركة.

أما المبحث الثاني حاولنا عرض القرارات المالية بمجملها بدءًا من قرار الاستثمار والقرار الاستثماري الاستراتيجي والمقومات الأساسية له، وقرار التمويل والهيكل المالي لمؤسسة وأهم العوامل المؤثرة في صياغة الهيكل المالي، إلى قرار توزيع الأرباح وأهم النظريات المفسرة للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم.

يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تؤثر على قيمة المؤسسة التي يترتب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة ذاتها ما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي القيمة السوقية للشركة.

الفصل الثاني

الدراسات السابقة

مقدمة الفصل

يهدف هذا الفصل إلى عرض مجموعة من الدراسات السابقة عربية أو أجنبية التي تناولت موضوع بحثنا من مختلف جوانبه سواء بشكل مباشر أو غير مباشر حول أثر القرارات المالية (قرارات التمويل، قرارات الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) على القيمة السوقية للشركات.

سنحاول تلخيص أهم الدراسات التي أتيج لنا الاطلاع عليها، وذلك بهدف إثراء الإطار النظري لدراستنا وكذلك من أجل التعرف على مختلف الطرق لمعالجة بيانات الدراسة والنتائج المتوصل إليها.

❖ المقالات

1- (دراسة أمجد إبراهيم البراجنة) 2009

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية و القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية و معرفة إلى أي مدى تتأثر كل من القيمة السوقية و القيمة الدفترية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، ومدى تأثير كل من الإقبال على تداول الأسهم و سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية و القيمة السوقية للأسهم. شملت عينة الدراسة 35 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية و تم الاعتماد على القوائم المالية التي تم الإفصاح عنها رسمياً التي يظهر بها مقدار الأرباح الموزعة سنوياً حيث يتم استخراج مقدار الأرباح المحتجزة و نسبتها الدفترية و القيمة الدفترية و السوقية لأسهم الشركات و تم تحليل البيانات باستخدام برنامج SPSS واختبار تحليل التباين و تم التوصل إلى أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5 بين كل من معدل توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية و لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5 بين كل من معدل توزيع الأرباح و القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية . (البراجنة، 2009)

2- (دراسة دكتور دادن عبد الوهاب والأستاذة بديدة حورية) 2011

هدفت الدراسة إلى معرفة إثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40. أجريت هذه الدراسة على المؤسسات المسعرة في بورصة باريس للأوراق المالية حيث شملت عينة الدراسة 40 مؤسسة تنتمي لمؤشر CAC40 خلال الفترة 2007-2009، ثم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد للاختبار صحة الفرضيات ومن خلال هذا تم الوصول إلى النتائج التالية: أن هناك تأثير سياسة التوزيعات النقدية على القيمة السوقية باعتبارها المحدد لسعر السهم السوقي، بينما لا يوجد تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة و سياسة إعادة شراء الأسهم. (دادن عبد الوهاب، 2011)

3- (دراسة (Mohamed hashemijoo 2012)

**The impact of dividend policy on share price volatility in the
.Malaysian stock market**

تمت الدراسة على عينة مكونة من 84 شركة من 142 شركة منتجات استهلاكية مدرجة في السوق الرئيسية لبورصة ماليزيا. هدفت الدراسة إلى دراسة إثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزي وتم فحص العلاقة بين تقلب أسعار الأسهم مع سياسة توزيع الأرباح وعائد توزيعات الأرباح ' تم استخدام الانحدار المتعدد خلال فترة 6 سنوات من 2005 إلى 2010. وتم التوصل إلى وجود أثر سلبي بين تقلبات سعر السهم ومحددات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في مردودية السهم ومعدل توزيع الأرباح وتم انساب ذلك إلى أن الأثر يرجع إلى التفاوت الموجود بين الشركات التي لها مردودية ومعدل توزيع أكبر مقارنة بباقي الشركات. (Hashemijoo, 2012)

4- (دراسة د. مليكة زغيب و أسفيان دلفوف) 2012

هدفت الدراسة إلى البحث عن أثر الاقتراض وما يخلفه على القيمة السوقية لمؤسسة صيدال وإبراز العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة حيث تم اختبار العلاقة بين المتغير المستقل المتمثل في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 1999-2008' وقدر معامل الارتباط ب 0.86 يعني وجود علاقة قوية بين تركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال وسعر أسهمه عند الإغلاق. تم التوصل إلى وجود تأثير للاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة وأن العلاقة بين المتغيرين علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بعلاقة عكسية. (سفيان دلفوف، 2012)

5- (دراسة دكتور سعود مشكور) 2014

هدف إلى دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية و أثرها في تحديد قيمة الشركة , حيث أجريت على عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق خلال فترة 2011 – 2015 , و بالاعتماد على برنامج الإحصائي SPSS و الانحدار الخطي البسيط لاختبار الفرضيات , ثم الوصول من خلال هذا أن هناك ارتباط و علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم باعتبارها أداة التي تمكن الإدارة من زيادة القيمة السوقية للسهم بالتالي تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. (سعود مشكور، 2014)

6- (دراسة هند ضياء عبد الرسول) 2014

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم من خلال إجراء دراسة تطبيقية لعينة تتكون من 42 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2010-2014 ومدى تأثيره بالقدرة الربحية و التدفق الحر و الرافعة المالية ، تم الاعتماد على الأساليب الإحصائية في تحليل البيانات عن طريق الانحدار الخطي المتعدد ،اختبارات الارتباط وتم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للأسهم كما تبين عدم وجود أثر للرافعة المالية على العلاقة بين الأرباح الموزعة و القيمة السوقية للأسهم . (الرسول، 2014)

7- (دراسة محمود الشعار نضال عمر زلوم، خطاب) 2015

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على دور ربحية ومديونية الشركة في تحديد أثر مستوى الإفصاح الغير المالي على القيمة السوقية، تمت الدراسة على عينة متمثلة في 115 شركة تنفرع إلى 53 شركة خدمية والباقي 62 شركة صناعية المدرجة في بورصة عمان التي يتوفر لديها تقارير مالية لسنة 2013. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي تم استخدام اختبار العينة الواحدة one sample test و اختبار الفروقات و الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات الدراسة ، وتم التوصل إلى النتائج التالية أن الشركات عينة الدراسة تفصح عن المعلومات الغير المالية كما أوضحت النتائج أن هناك أثر ايجابي لمستوى الإفصاح الغير المالي على القيمة السوقية بالإضافة إلأن التفاعل بين مستوى الإفصاح الغير المالي و ربحية الشركة يزيد من الأثر الايجابي على القيمة السوقية و التفاعل بين مستوى الإفصاح الغير المالي و مديونية الشركة لا يؤثر على القيمة السوقية . (اسحق محمود الشعار، 2015)

8- (دراسة Musalim ,Hewadragunawan ,Nur almazah ,sanusi)

**Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value:
Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock
Exchange 2015**

تمت الدراسة على شركات التصنيع المدرجة في البورصة الاندونيسية على عينة تتمثل في 13 شركة خلال فترة 6 سنوات الممتدة من 2008 إلى 2013 ، تم الحصول على البيانات من البورصة الاندونيسية BEI و للوصول إلى هدف الدراسة المتمثل في دراسة العلاقة بين القرارات المالية و الابتكار و المشاريع المربحة للشركة ، تم استخدام النماذج الإحصائية و تحليلها باستخدام التباين القائم على معادلات الهيكلية ونموذج

PLS partial least square وتم التوصل إلى النتائج التالية : قرار الاستثمار يؤثر ايجابيا و بشكل كبير على ربحية الشركة و قيمة الشركة . يؤثر هيكل رأس المال على ربحية الشركة وقيمتها تؤثر سياسة توزيع الأرباح بشكل ايجابي على ربحية الشركة وقيمتها . تؤثر سياسة توزيع الأرباح بشكل ايجابي على ربحية الشركة ولا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. (Mursalim، 2015)

9- (دراسة الدكتور سعيدي وصاف) 2015

تمثلت في دراسة سياسة توزيع الأرباح على عينة من الشركات المدرجة في سوق التداول السعودي، حيث أجريت على 16 شركة موزعة على خمسة قطاعات خلال سنة 2015. هدف في بحثه إلى توضيح مفهوم سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها، من خلال محاولة إسقاطها على الواقع العملي. وبعتماده على المنهج الوصفي والتحليلي واستخدامه لخمس مؤشرات الممثلة في (ربحية السهم، مكرر الربحية، الأرباح الموزعة بالسهم، معدل توزيع الأرباح، القيمة السوقية) من اجل اختبار الفرضيات توصل إلى أن هناك علاقة بين ربحية السهم والقيمة السوقية في اغلب الشركات بينما انه ليس هناك تأثير لارتفاع نسبة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية خلال تلك الفترة. (وصاف، 2015)

10- (دراسة ضيف ياسين وزوز محمد) 2015

تهدف إلى دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة من خلال توضيح كيف يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع من قيمة الشركة شملت عينة الدراسة 79 شركة مسعرة في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2009-2012 لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مقاسه بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في (نسب المديونية ، المردوديات، حجم الشركة ، النمو والمخاطر النظامية) تم استخدام أسلوب البيانات الطولية "data Panel" ، وتم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة من جهة، وعلاقة ليس لها معنوية إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، والنمو وقيمة الشركة من جهة أخرى . للهيكل المالي تأثير ذو معنوية إحصائية قوية على قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية. (ضيف ياسين، 2015)

11- (دراسة د. إبراهيم عبد الله القاضي، د. علي عباس) 2016

شملت الدراسة عينة 75 شركة التي تمثل كافة شركات القطاع الصناعي المدرجة في السوق المالي الأردني خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2013 تم الاعتماد للوصول إلى هدف الدراسة المتمثل في بيان أثر قرارات التمويل الإستراتيجية على حصة السهم العادي من الأرباح لدى الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على برنامج spss في معالجة البيانات و إجراء تحليل الانحدار البسيط لاختبار صلاحية نماذج الدراسة و تأثير المتغير المستقل المتمثل في نسبة المديونية لكل شركة حيث تمثل هذه النسبة القرار التمويلي الاستراتيجي و المتغير التابع و هو حصة السهم العادي من الأرباح و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ما بين القرارات الإستراتيجية التمويلية الممثلة بنسبة المديونية و حصة السهم العادي من الأرباح هي ذات دلالة إحصائية كما تبين وجود علاقات ارتباط معنوية ما بين القرارات الإستراتيجية التمويلية و حصة السهم العادي من الأرباح بمعنى انه كلما زادت نسبة المديونية قلت حصة السهم العادي من الأرباح و ذلك على المستوى الكلي للشركات المدروسة . (إبراهيم عبد الله القاضي، 2016)

12- (دراسة بنية محمد) 2017

هدفت الدراسة إلى دراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للشركات تم إجراء الدراسة على عينة من الشركات الصناعات البتر و كيميائية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2010-2014 و تم إجراء الدراسة على 10 شركات لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على 3 متغيرات مستقلة متمثلة في قرار توزيع الأرباح ، قرارات التمويل و قرارات الاستثمار التي تمثل مجمل القرارات المالية و المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم تم الاعتماد على برنامج SPSS من أجل تحليل البيانات بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية اختبار DF BETA معامل وتحليل الانحدار الخطي البسيط تحليل الانحدار المتعدد . (بنية، 2017)

13- (دراسة د. محمد زرقون , د. نفيسة حجاج د. غربي صليحة) 2018

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم و تمت الدراسة على عينة مكونة من 31 شركة مدرجة في بورصة باريس في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2011-2014، يتمثل المتغير المستقل في 3 متغيرات لسياسة الاستدانة (إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل) أما المتغير التابع يمثل السعر السوقى للسهم. تم الاعتماد في الدراسة على التقارير المالية والنشرات الإحصائية لبورصة باريس

بالإضافة إلى بعض الأدوات الإحصائية المتمثلة في نماذج الانحدار الغير خطي البسيط و اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية واختبار ADF. تم التوصل إلى وجود أثر عكسي بين الاستدانة و القيمة السوقية للأسهم مما يفسر اعتماد الشركات المدرجة في CAC40 على الديون بشكل كبير مما أدى إلى انخفاض قيمة أسهمها . (محمد زرقون، 2018)

14- (دراسة دكتور دلفوف سفيان) 2018

هدف من خلال دراسته إلى معرفة العلاقة بين قرار التمويل و القيمة السوقية للشركة من خلال دراسة إثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في الإدارة المالية الإسلامية، حيث أن الباحث اهتم في دراسته بإجراء مقارنة بين الاقتصاد الوضعي و الاقتصاد الإسلامي. أجريت هذه الدراسة في سوق ماليزيا غطت فترة الدراسة بين 2015-2016 حيث شملت 406 مؤسسة ماليزية (عينة) حيث توصل في الأخير إلى النتيجة التالية:

أن تكلفة مصادر التمويل المتمثلة في (تكلفة التمويل بالأسهم و تكلفة التمويل بالاقتراض) من أهم العناصر في عمليات اتخاذ القرارات التمويلية، وأن هناك علاقة عكسية حيث كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة و القيمة السوقية لأسهمه. (سفيان، 2018)

15- (دراسة قدام جمال. ترفاس جمال الدين) 2019

شملت عينة الدراسة 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر داو جونز dija خلال الفترة 2007-2017. هدفت الدراسة إلى معرفة اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات ،تم الاعتماد على المنهج التحليلي في تحليل العلاقة النظرية بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم و لاختبار العلاقة بينهم تم الاعتماد على نماذج البائل من خلال نموذج خط الانحدار المتعدد و تم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم و قيمته السوقية و هذا يعني أن المؤسسات التي توزع أرباح معتبرة يزيد الطلب على أسهمها ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها و علاقة طردية بين ربحية السهم و قيمته السوقية و هذا راجع إلى أن المؤسسات التي توزع أرباح معتبرة يزيد الطلب على أسهمها و هو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها ،تم التوصل إلى وجود تأثير للمتغيرات المستقلة مجتمعة على القيمة السوقية لأسهم الشركات في الصناعات البتر و كيميائية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية . لا يوجد تأثير لقرارات التمويل و قرارات الاستثمار المأخوذة من قائمة التدفقات النقدية على القيمة السوقية يوجد تأثير لقرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية . (قدام جمال، 2019)

16- (دراسة عبد الحق قنون وعبد الغني دادن) 2019

هدفت الدراسة إلى معرفة إثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بحيث أجريت هذه الدراسة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016، حيث اعتمدت على 26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي، إضافة إلى ذلك هدفت إلى معرفة أشكال سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية، وباستخدام نموذج الانحدار الخطي بنوعيه (بسيط ومتعدد)، ثم الوصول إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، وأن التوزيعات النقدية من أشكال سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للمؤسسة. (عبد الحق قنون، 2019)

17- (دراسة الدكتور ملكاوي مولود و طالب قدوج بدر الدين) 2019

هدفت إلى معرفة أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة خلال الفترة (2012 – 2016)، حيث أجريت هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت. وشملت عينة الدراسة 30 شركة. اعتمداً في هذه الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار مدى صحة الفرضيات، فتم الوصول إلى أنه ليس هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على قيمة الشركة، بينما يوجد تأثير لكل من معدل العائد على حقوق الملكية وسياسة التوزيع وحجم التدفقات النقدية الصافية على قيمة الشركة.

18- (دراسة الدكتور بهاء صبيحي عبد اللطيف عواد والأستاذ عمار زكريا عبد الله**سالم) 2019**

استهدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى ممارسة شركات المساهمة الصناعية الأردنية لإدارة الأرباح وكذلك معرفة أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة وذلك خلال الفترة (2012 – 2017)، أجريت هذه الدراسة في بورصة عمان للأوراق المالية على عينة مكونة من (32) شركة مساهمة عامة أردنية. فمن خلال هذه الدراسة تبين أن إيرادات الشركات الصناعية قد مارست إدارة الأرباح بنسبة 44 خلال فترة الدراسة إضافة إلى ذلك توصلت إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لإدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح، في حين يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لإدارة الأرباح على القيمة السوقية. (عواد، 2019)

19- (دراسة Chaleeda، Md. Aminul Islam 2019)

تم إجراء هذا البحث لمعرفة تأثير قرارات تمويل الشركات على قيمة الشركة لعينة من 256 شركة من 9 قطاعات مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2000-2015 تم قياس تمويل الشركات بالرافعة المالية (الدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول ، الدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول ، إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول وإجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية) واستحقاق الديون (الدين طويل الأجل إلى إجمالي الدين) تعتمد هذه الدراسة طريقة بحث كمية باستخدام البيانات المالية الثانوية المستخرجة من DataStream والسوق الرئيسية لبورصة ماليزيا. تبين أن الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول لديها علاقة إيجابية كبيرة لقيمة الشركة. يتماشى هذا الاستنتاج مع الرأي القائل بأن الرافعة المالية وأرباح الأسهم تخفف من تكاليف الوكالة لمشاكل التدفق النقدي الحر، وبالتالي تزيد من قيمة الشركة. إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول يؤثر سلباً على قيمة الشركة هذا يثبت أنه على الرغم من وجود فوائد للديون، هناك أيضاً تكلفة الديون وتكلفة تمويل الديون تنشأ من الزيادة في احتمال الإفلاس. (Md. Aminul Islam، January 2019)

❖ المذكرات

1- (صباح أسامة علي شراب من الجامعة الإسلامية – غزة، 2007)

هدفت في دراستها هذه إلى محاولة معرفة العلاقة بين الإعلان عن توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية و سعر السوقي للسهم لهذه الشركات خلال الفترة (1997 – 2005) , و باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار صحة الفرضيات الموضوعية ثم الوصول إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية السهم من الأرباح و بين السعر السوقي للسهم و كذلك أن تأثير ربحية السهم من الأرباح النقدية الموزعة اكبر من تأثير ربحية السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر و قيم تداول السهم في السوق. (شراب، درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل)

2- (دراسة الدكتور علي بن ضب) 2009

هدفت إلى معرفة تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة، أجريت هذه الدراسة في سوق كويت للأوراق المالية، حيث أخذت 60 شركة مدرجة فيها كعينة للدراسة خلال الفترة من 2006 إلى 2008. استخدم في بحثه المنهج الوصفي التحليلي والتجريبي وكذلك اعتمد على الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، لاختبار مدى صحة الفرضيات، حيث تم الوصول إلى وجود

تأثير ذو معنوية إحصائية لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وكذلك أن كل من المخاطر النظامية وحجم المؤسسة وسيولتها و مردودياتها تؤثر على الهيكل المالي وعلى سياسة توزيع الأرباح وبالتالي على قيمة المؤسسة.(الضب، 2009)

3- (دراسة حميدة رضاني) 2012

تمت الدراسة على عينة 30 مؤسسة مسعرة في سوق عمان المالي موزعة على 3 قطاعات خلال الفترة الممتدة من 2008-2010 هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي تم دراسة تأثير توزيع الأرباح من خلال مؤشري ربح السهم الواحد ونصيب السهم من التوزيعات النقدية باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. تم دراسة و تحليل أثر توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة و ذلك باعتماد القيمة السوقية للسهم الواحد للتعبير عن قيمة المؤسسة في سوق عمان المالي و هذا كمتغير تابع أما المتغيرات المستقلة فقد تم اعتماد نصيب السهم الواحد من التوزيعات باعتباره مقياس للأرباح الموزعة ونوع سياسة التوزيع المتبعة من قبل المؤسسة و ربح السهم الواحد من التوزيعات و الذي بدوره أساس تحديد قيمة الأرباح الموزعة و ما ميز فترة الدراسة هو انتشار الأزمة المالية و ما يؤثر على الدراسة و كنتيجة للدراسة تبين أنه يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة لكن من خلال تأثير ربح السهم الواحد على سعر السهم و ليس النصيب السهم من التوزيعات النقدية أي تأثير على القيمة السوقية. (رضاني، 2012)

4- (دراسة خالد جمال نصر) 2015

هدفت إلى دراسة أثر الإعلان على كل من توزيع الأرباح وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم خلال الفترة الممتدة 2009-2013. بالاعتماد على القوائم المالية الخاصة بالشركات و الإفصاحات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية و المتعلقة بقرارات الإعلان عن توزيع أرباح الشركات، تم احتساب متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بورصة عمان قبل 10 أيام من تاريخ الإفصاح و مقارنته مع القيمة السوقية لأسهم الشركات بعد 10 أيام من تاريخ الإفصاح الصادر عن اجتماع الهيئة العامة كتاريخ الإفصاح المعتمد عن حدث توزيع الأرباح وربحية السهم . وبالاعتماد على برنامج SPSS تم التوصل إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.(نصر، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان،مذكرة ماجستير في المحاسبة، 2015)

5- (حلوي لكحل مذكرة استكمال متطلبات ماستر في العلوم المالية 2018)

حول قرار توزيع الأرباح و آثاره على قيمة المؤسسة , حيث أجريت هذه الدراسة على المجمع الصناعي لصيدال خلال الفترة (1999 – 2016) ، و بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط و برنامج EVIEWS لدراسة هذه العلاقة ثم الوصول إلى النتائج التالية : انه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للمجمع بالرغم من نتائج دراسات الأجنبية التي تؤكد أن هناك تأثير , و يرجع سبب هذه النتيجة المعاكسة إلى العراقيل الاستثمارية المتواجدة داخل بورصة الجزائر .(لكحل، جامعة قلمة 2018) .

6- (عقون امنة وبن طبولة ندى مذكرة استكمال متطلبات ماستر في العلوم المالية 2019)

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير تكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال المدرج في البورصة خلال الفترة (2002-2017) لمساعدة المستثمرين من خلال الاعتماد على تكلفة مصادر التمويل في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ولإثبات صحة الدراسة تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية والاستعانة ببرنامج eviwes واختبار ADF وDW للكشف عن الارتباط الذاتي و مدى استقرار السلاسل الزمنية , وتم التوصل إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لكل من تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة الأموال الحاصلة في قيمة مجمع صيدال .(عقون أمنة، جامعة قلمة)

الجدول رقم (01) ملخص لبعض الدراسات السابقة

تسلسل الدراسة	المؤلف والسنة	العنوان	مصدر البيانات	النموذج المطبق	النتائج
1	صباح أسامة علي شراب 2007	أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (1997-2005)	تقارير سوق فلسطين للأوراق المالية	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	- علاقة عكسية بين ربحية السهم من الأرباح وبين السعر السوقي للسهم. - تأثير ربحية السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير ربحية السهم من الأرباح المحتجزة على كل من قيم وسعر تداول السهم في السوق
2	علي بن ضب 2009	دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة (2006-2008)	تقارير سوق الكويت للأوراق المالية	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	- وجود تأثير ذو معنوية لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.
3	أمجد إبراهيم البراجنة 2009	أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية (2009)	القوائم المالية التي تم الإفصاح عنها. سوق فلسطين للأوراق المالية.	اختبار تحليل التباين. برنامج SPSS	- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5 بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. - لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5 بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

4	دادن عبد الوهاب وبديدة حورية 2011	تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشر cac40 (2009-2007)	بورصة باريس للأوراق المالية	أسلوب الانحدار الخطي والمتعدد	-تأثير سياسة التوزيعات النقدية على القيمة السوقية باعتبارها المحدد لسعر السوق. -عدم وجود تأثير لكل من سياسة توزيع الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم.
5	دلفوف سفيان مليكة زغيب 2012	تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة دراسة حالة مجمع صيدال (1999- 2008)	التقارير الصادرة عن مجمع صيدال	أسلوب الانحدار الخطي البسيط	-وجود علاقة قوية بين تركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال وسعر أسهمه عند الإغلاق. -وجود تأثير للاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة وأن العلاقة بين المتغيرين علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بعلاقة عكسية.
6	Mohamed hashemijo 2012	The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market (2005 -2010).	سوق ماليزيا الرئيسية للأوراق المالية	نموذج الانحدار المتعدد.	وجود أثر سلبي بين تقلبات سعر السهم ومحددات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في مردودية السهم ومعدل توزيع الأرباح
7	حميدة رضاني 2012	أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي. (2010-2008)	سوق عمان للأوراق المالية.	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.	وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال تأثير ربح السهم الواحد على سعر السوق للسهم.
8	محمود الشعار نضال عمر زلوم 2013 خطاب	دور ربحية ومديونية الشركة في تحديد أثر مستوى الإفصاح الغير مالي على القيمة السوقية	بورصة عمان للأوراق المالية	نموذج الانحدار الخطي البسيط	وجود أثر ايجابي لمستوى الإفصاح الغير مالي على القيمة السوقية. التفاعل بين مستوى الإفصاح الغير مالي وربحية الشركة يزيد

من الأثر الايجابي على القيمة السوقية. التفاعل بين مستوى الإفصاح الغير المالي ومدىونية الشركة لا يؤثر على القيمة السوقية.	اختبار العينة الواحدة one sample test				
وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للأسهم. عدم وجود أثر للرافعة المالية على العلاقة بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للأسهم.	نموذج الانحدار الخطي المتعدد اختبارات الارتباط	سوق العراق للأوراق المالية	اختبار أثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم باستخدام بعض من أدوات التحليل المالي (2010-2014)	هند ضياء عبد الرسول 2014	9
قرار الاستثمار يؤثر ايجابيا وبشكل كبير على ربحية الشركة وقيمتها. هيكل رأس المال يؤثر على ربحية الشركة وقيمتها تؤثر سياسة توزيع الأرباح بشكل ايجابي على ربحية الشركة وقيمتها.	النماذج الإحصائية نموذج PLS Partical least square	البورصة الإندونيسية BEI	Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study onManufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange (2008-2013)	Musalim , Hewadraguna wan, Nur almazah Sanusi 2015	10
وجود علاقة بين ربحية السهم والقيمة السوقية في أغلب الشركات. عدم وجود تأثير لارتفاع نسبة الأرباح الموزعة خلال الفترة 2015.	المنهج الوصفي والتحليلي	السوق السعودي للأوراق المالية	سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (2015)	سعيد وصاف 2015	11

وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.	برنامج SPSS.	القوائم المالية الخاصة بالشركات و الإفصاحات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية.	أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (2009-2013)	خالد جمال نصر 2015	12
علاقة عكسية ما بين القرارات الإستراتيجية التمويلية ذات دلالة إحصائية. علاقات ارتباط معنوية ما بين القرارات الإستراتيجية التمويلية وحصصة السهم العادي من الأرباح.	نموذج تحليل الانحدار الخطي البسيط	القوائم المالية المنشورة للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان المالي	أثر القرارات الإستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح	إبراهيم عبد الله القاضي علي عباس 2016	13
- تأثير المتغيرات المستقلة، مجمعة (قرارات التمويل، قرارات الاستثمار قرار توزيع الأرباح) على القيمة السوقية لأسهم الشركات السعودية. - لا يوجد تأثير لقرارات التمويل والاستثمار المأخوذة من قائمة التدفقات النقدية على القيمة السوقية. - يوجد تأثير لقرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية.	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد اختبار DF اختبار BETA تبار	تقارير الشركات الصناعية البترو كيميائية المدرجة في سوق السعودية	نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات في عينة من الشركات في الصناعات البتروكيميائية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية (2010-2014)	بنية محمد 2017	14
-تكلفة مصادر التمويل من أهم العناصر في عملية اتخاذ القرارات التمويلية. -علاقة عكسية حيث كلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان أثرا ايجابيا على قيمة المؤسسة والقيمة السوقية لأسهمها.	المنهج الإحصائي والتحليلي برنامج stata 14	تقارير سوق ماليزيا للأوراق المالية	العلاقة بين قرار التمويل والقيمة السوقية للشركة من خلال دراسة إثر تركيبية الهيكل المالي(-2015 2016)	دلفوف سفيان 2018	15
			العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة	سعود مشكور 2018	16

-علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم .	نموذج الانحدار الخطي البسيط برنامج الإحصائي SPSS	سوق العراق للأوراق المالية	السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة		
وجود أثر عكسي بين الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم.	نموذج الانحدار الخطي البسيط اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية اختبار ADF	تقارير سوق باريس للأوراق المالية	أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم دراسة سوق باريس (2011-2014)	محمد زرقون نفيسة حجاج عربي صليحة (2018)	17
علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمجمع بالرغم من نتائج الدراسات الأجنبية التي تؤكد أن هناك تأثير ويرجع سبب هذه النتيجة المعاكسة إلى العراقيل الاستثمارية داخل بورصة الجزائر.	الانحدار الخطي البسيط برنامج EViews	التقارير الصادرة عن مجمع صيدال	قرار توزيع الأرباح وأثاره على قيمة المؤسسة	حلوي لكحل (2018)	18
وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على قيمة الشركة . تأثير لكل من معدل العائد على حقوق الملكية وسياسة توزيع الأرباح وحجم التدفقات الصافية على قيمة الشركة.	النموذج الخطي المتعدد	التقارير الصادرة عن بورصة الكويت للأوراق المالية	أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج TobinsQ	مليكاوي مولود 2019	19
-وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة. سياسة التوزيعات النقدية من أشكال سياسات توزيع الأرباح	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	سوق قطر للأوراق المالية	أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية (2013-2016)	عبد الحق قنون عبد الغني دادن 2019	20

الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للمؤسسة.					
-علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم وقيمتها السوقية.	المنهج التحليلي والإحصائي نماذج البائل من خلال نماذج الانحدار الخطي المتعدد	السوق الأمريكي للأوراق المالية	أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز	قدام جمال ترفاس جمال الدين 2019	21
-عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لإدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح. وجود أثر ذو دلالة إحصائية لإدارة الأرباح للقيمة السوقية.	اختبار ONE SAMPLE t-Test	بورصة عمان للأوراق المالية	أثر إدارة الأرباح في سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة	عمار زكريا بهاء صبحي،	22
علاقة ايجابية للديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول والديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على قيمة الشركة. أثر سلبي لإجمالي الدين إلى إجمالي الأصول على قيمة الشركة.	النموذج القياسي بيانات البائل	البيانات المالية المستخرجة من Data stream السوق الرئيسية لبورصة ماليزيا	The Effects of corporate Financing Decisions of firms value in Bursa Malaysia (2000-2015)	Md. Aminul Islam Chaleeda، 2019	23
وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لكل من تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة الأموال الخاصة على قيمة مجمع صيدال .	نموذج الانحدار الخطي البسيط (طريقة المربعات الصغرى). برنامج Eviews8	التقارير الصادرة عن مجمع صيدال	تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال (2002-2017)	عقون امنة، بن طبولة ندى 2019	24
- للهيكل المالي تأثير ذو معنوية إحصائية قوية على قيمة الشركات السعودية المدرجة	تم استخدام أسلوب البيانات الطولية	المواقع الالكترونية للسوق المالي السعودي وللشركات،	تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في	ضيف ياسين، زوزي محمد 2015	25

في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية.	"data Panel "	البيانات المنشورة عن الشركات موضع الدراسة والمدرجة في بورصة السعودية للأوراق المالية	السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-2012)		
---	---------------	--	--	--	--

المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على الدراسات السابقة.

ملخص الفصل

تطرقنا في هذا الفصل إلى عرض مختلف الدراسات السابقة وبعد تحليلها ومناقشتها قمنا باستخراج أهم الملاحظات المتعلقة بالنتائج المتوصل إليها، أو متغيرات الدراسة والسوق التي أجريت فيها، نلخصها فيما يلي:

✓ مست جميع الدراسات في موضوعها سواء أحد القرارات (قرار التمويل، قرار الاستثمار، سياسة توزيع الأرباح) أو جميعها كدراسة بنية محمد2017.

✓ جميع الدراسات السابقة أجريت في أسواق مالية مختلفة سواء عربية أو أجنبية.

✓ اعتمدت معظم الدراسات السابقة على استخدام الانحدار الخطي بنوعيه (متعدد وبسيط)، وكذلك البرامج الإحصائية SPSS وEViews .

✓ استخدمت دراسة قدام جمال وترفاس جمال الدين 2019 نماذج البانل في دراسته لأثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية.

✓ كما تبين لنا في بعض الدراسات اعتمدت نماذج إحصائية جديدة كاختبار العينة الواحدة (One Test Simple) في دراسة محمد الشعار، و نموذج الإحصائي (Partical Least Square) PLS في دراسة Hewadragunawan Nur sanusi Musalim.

ولمعرفة إثر كل القرارات المالية على القيمة السوقية للشركات سوف نحاول في الفصل الثالث من الدراسة، تطبيق ما تم استخلاصه ودراسة إثر القرارات المالية على القيمة السوقية في سوق السعودية للأوراق المالية.

الخاتمة

من خلال استعراض الدراسات السابقة، لوحظ أنها تتشابه من حيث النتائج رغم اختلاف عينة وموقع الدراسة، يمكننا إيجاز أهم النتائج التي خلفها كل قرار من القرارات المالية على القيمة السوقية للشركات في النقاط التالية:

- القرارات المالية الثلاثة تأثر على القيمة السوقية للشركات كما بينت دراسة بنية محمد التي أجريت على الشركات البتروكيميائية.
- بينت كل الدراسات التي درست أثر قرار توزيع الأرباح أن سياسة توزيع الأرباح لها أثر ايجابي على القيمة السوقية حيث أنه كلما قامت الشركة بتبني وزيادة نسبة توزيع الأرباح كلما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة.
- تبين أن للهيكل المالي تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.
- تبين أن لقرار الاستثمار تأثير ايجابي على القيمة السوقية للشركة.
- على خلاف النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة فإن دراسة مجمع صيدال بينت العكس، حيث تبين أنه ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمجمع وتم إرجاع سبب النتائج المعاكسة إلى العراقيل الاستثمارية المتواجدة داخل بورصة الجزائر.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لأثر كل من قرار توزيع الأرباح والهيكل التمويلي على القيمة السوقية للشركات

تمهيد

بعد التطرق في الفصل الأول إلى الجانب النظري من خلال التطرق إلى الأسس النظرية للقيمة السوقية وأهم القرارات المالية المؤثرة فيها، وفي الفصل الثاني ألقينا نظرة على العديد من الدراسات السابقة المشابهة والمتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة وتناول العديد من نتائج الدراسات التطبيقية التي تم إجرائها في أسواق مالية مختلفة خلال فترات زمنية مختلفة.

سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى الجانب التطبيقي لهذا البحث وذلك من خلال قياس واختبار أثر قرارين ماليين المتمثلين في كل من قرار توزيع الأرباح وقرار التمويل على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة ' المدرجة في السوق المالي السعودي تداول للأوراق المالية خلال الفترة 2015-2019.

ولذلك سنقسم هذا الفصل إلى جزئين أساسيين بدراسة قرارين على حده قياس واختبار وجود أثر توزيعات الأرباح وأثر الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في سوق تداول السعودي والمعبرة عنها بالقيمة السوقية، لعينة مكونة من 10 شركات مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2015 – 2019).

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للأوراق المالية تداول

1- نبذة تاريخية عن تداول:

يعود تاريخ التداول في السعودية إلى منتصف الثلاثينيات الميلادية، عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات باعتبارها أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية. وأدى التوسع المنتظم في الأسواق الاقتصادية وإدخال الملكية المحلية لجزء من البنوك الأجنبية إلى ظهور أنشطة سوق الشركات حتى تأسست الهيئة في 16 من يونيو 2003م

وفي 19 من مارس 2007م، وافق مجلس الوزراء على تأسيس شركة السوق المالية السعودية "تداول" بموجب المادة 20 من نظام السوق المالية. ومع مرور الأعوام والتوسع الكبير في الاقتصاد المحلي وحاجة الشركات إلى الوصول لشريحة واسعة من المستثمرين؛ بلغ مجموع الإدراجات في السوق الرئيسية والموازية 272 شركة وورقة مالية وأدوات دين، حيث أدرجت 192 شركة في السوق الرئيسية و10 شركات في نمو - السوق الموازية و67 إصدار لأدوات الدين و3 صناديق مؤشرات متداول مدرجة بنهاية النصف الأول لعام 2019م. (دليل الإدراج)

تصنف القطاعات في السوق المالية وفقا للمعيار العالمي لتصنيف القطاعات GICS والتي تم تطبيقها في يناير 2017م وتشمل 20 قطاعا تتضمن: الطاقة والمواد الأساسية والسلع الرأسمالية والخدمات التجارية والمهنية والنقل والسلع طويلة الأجل والخدمات الاستهلاكية والعام وتجزئة السلع الكمالية وتجزئة الأغذية وإنتاج الأغذية والرعاية الصحية والأدوية والبنوك والاستثمار والتمويل والتأمين والاتصالات والمرافق العامة والصناديق العقارية المتداولة وإدارة وتطوير العقارات، ويتمثل بدء إدراج الشركات مع حفل الإدراج الخاص بالشركة المدرجة، وتستمر "تداول" والهيئة بدعم الشركة المدرجة بعد الإدراج وذلك من خلال تقديم دورات تدريبية في الحوكمة والاقتصاد والعديد من المواضيع الأخرى.

تعد السوق المالية السعودية سوقا متطورة بلغ حجم الأطروحات فيها ما بني عامي 2014 م والنصف الأول لعام 2019م من أسهم وأدوات دين ما يقارب 78.365 أي 2 مليار ريال سعودي

2- سبب اختيار سوق تداول:

تحتل بورصة تداول المرتبة 9 عالميا من حيث القيمة لسوقية ب 2,25 ترليون دولار من بين أكبر البورصات عالميا من حيث القيمة السوقية ووفقا لتحليل وحدة التقارير في صحيفة الاقتصادية استنادا إلى بيانات تداول ومواقع البورصات العالمية والاتحاد العالمي للبورصات، فإن السوق السعودية تصدرت البورصات العربية ومنطقة الشرق الأوسط من حيث القيمة السوقية ب 2.247 ترليون دولار (8.425 ترليون ريال) في فبراير الماضي.

وشهدت القيمة السوقية للأسهم المحلية ارتفاعا ب 318 في المائة. وجاء ذلك نتيجة لإدراج شركة أرامكو السعودية في الـ 11 من كانون الأول (ديسمبر) الماضي، وهي أكبر شركة مدرجة في العالم بقيمة سوقية بـ 1.7 ترليون دولار في الوقت الحالي. (الدولية، أبريل 2020).

الفرع الثاني: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 10 شركات مدرجة بالسوق المالي السعودي للأوراق المالية موزعة بين القطاعات التالية: قطاع المواد الأساسية، قطاع البنوك و قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية خلال الفترة الممتدة من 2015-01-01 إلى 2019-12-31 وتم اختيار هذه العينة بناء على جملة من الاعتبارات :

- توفر جميع القوائم المالية والتقارير الخاصة بالشركات خلال فترة الدراسة من 2015-2019 دون أي نقص.
- أن تكون جميع الشركات عينة الدراسة قامت بتوزيعات أرباح خلال فترة الدراسة 2015-2019.
- توفر جميع البيانات اللازمة والمتغيرات المطلوبة لقياس متغيرات الدراسة خلال الفترة 2015-2019.
- تم استبعاد العديد من الشركات التي لم تتوفر فيها هاته المعايير للحصول في النهاية على 11 شركة تتوفر فيها الشروط.
- شهد سوق تداول السعودي للأوراق المالية تزايداً في عدد الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة 2015-2019 هذا ما نلاحظه من خلال الجدول (رقم 01) أدناه:

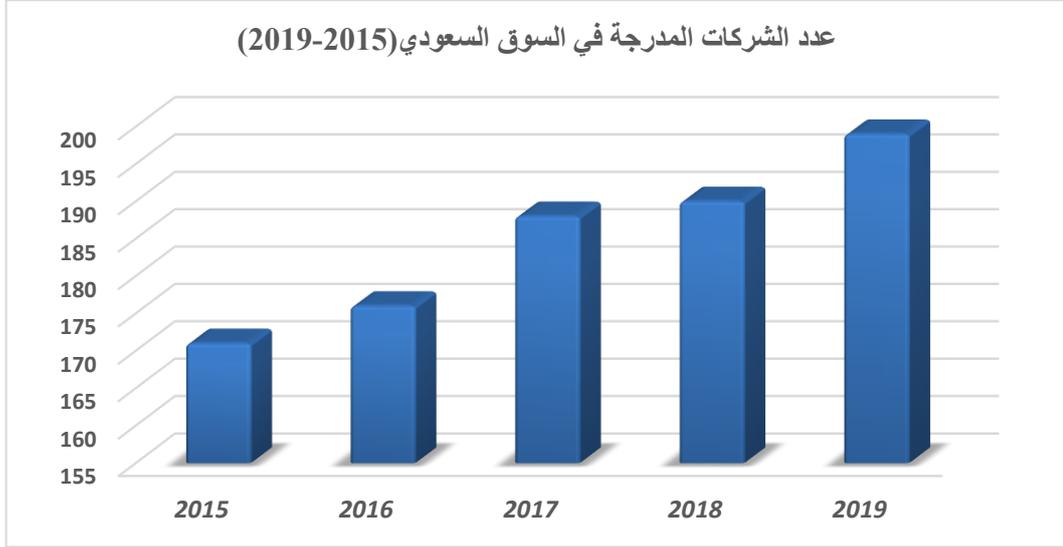
الجدول رقم (02): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي في الفترة (2015-2019)

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019
عدد الشركات	171	176	188	190	196
نسبة التغير (%)	-----	2,92	6,81	1,06	3,15

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات التقرير السنوي الإحصائي للسوق المالية السعودية

(تداول) 2019

الشكل رقم (02): تمثيل بياني لعدد الشركات المدرجة في السوق السعودي للفترة (2015-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات التقرير السنوي الإحصائي للسوق المالية السعودية
(تداول) 2019

2 وزن قطاعات عينة الدراسة في السوق السعودي للأوراق المالية:

يمثل فيها القطاع المالي (البنوك والتأمين) وقطاع المواد الأساسية الجزء الأكبر من السوق،
يأتي بعدها قطاعات الاتصالات والسلع طويلة الأجل منهم قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية.

خلال عام 2019 كان قطاع المواد الأساسية أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت
نحو 6,61 مليون صفقة تمثل 23,38 بالمائة من إجمالي الصفقات المنفذة خلال العام. وحل ثانيا قطاع
البنوك بنحو 4,43 مليون صفقة بنسبة 11,75 بالمائة من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال 2019.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2019 فقد كان قطاع البنوك أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة
الأسهم المتداولة للقطاع نحو 280,05 مليار ريال تمثل 31,82 بالمائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة
خلال العام، وحل ثانيا قطاع المواد الأساسية بنحو 214,34 مليار ريال بنسبة 24,35 بالمائة وقطاع الطاقة
في المرتبة الثالثة بنحو 63,09 مليار ريال بمعدل 7,17 بالمائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال
2019.

دراسة تطبيقية لأثر كل من قرار توزيع الأرباح و الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للشركات

بالنسبة لنشاط القطاعات تصدر قطاع البنوك من حيث عدد الأسهم المتداولة حيث بلغ نحو 7,95 مليار سهم تمثل 24,04 بالمائة من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام يليه قطاع المواد الأساسية بنحو 7,61 مليار سهم بنسبة 23,01 بالمائة.

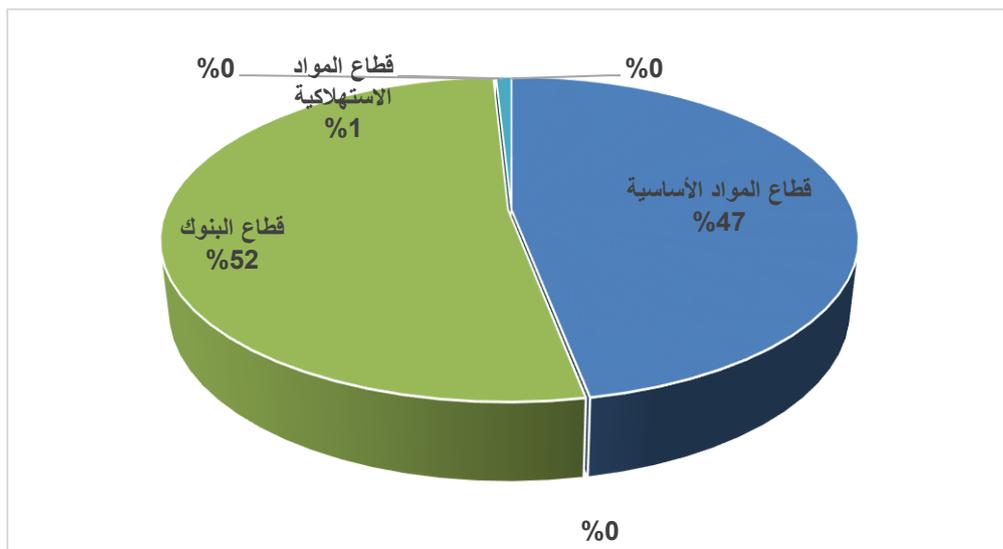
ومثلت القيمة السوقية لشركات القطاعات عينة الدراسة من إجمالي القيمة السوقية لسوق تداول النسب التالية:

الجدول رقم (03): نسب القيمة السوقية الموزعة على عينة شركات القطاعات من القيمة السوقية الإجمالية لسوق تداول.

قطاع المواد الأساسية	قطاع البنوك	قطاع المواد الاستهلاكية
13,8	15,32	0,25

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القيمة السوقية للشركات من الموقع الرسمي لبورصة تداول

الشكل رقم (03): توزيع القيمة السوقية لعينة شركات القطاعات من القيمة السوقية الإجمالية لسوق تداول



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القيمة السوقية للشركات من الموقع الرسمي لبورصة تداول

التعليق:

الشكل يمثل حصة أو نصيب القيمة السوقية لقطاعات عينة الدراسة من القيمة السوقية الإجمالية لبورصة السعودية ، حيث أن عينة الشركة محل الدراسة تتمثل في خمس شركات من قطاع المواد الأساسية بقيمة سوقية قدرت ب 13,8%، وأربعة شركات من القطاع المالي (قطاع البنوك) بقيمة السوقية قدرت ب 15,32%، ومن قطاع المواد الاستهلاكية شركتين بقيمة سوقية قدرها 0,25% .

من خلال الشكل يبدو أن كلا من القطاعين (قطاع مواد الأساسية وقطاع المالي) مسيطرة على بورصة السعودية، على عكس قطاع المواد الاستهلاكية الذي أخذ نسبة قليلة مقارنة بمقارنتنا بهما.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

بعد تحديد عينة الدراسة لدراسة تأثير قرار توزيع الأرباح والهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق تداول السعودي للأوراق المالية تم قياس متغيرات الدراستين على النحو التالي

الدراسة الأولى: دراسة أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات السعودية.

قياس المتغير المستقل: تم قياس هذا المتغير بالتوزيعات الأرباح النصف سنوية المعلن عنها للسهم الواحد للشركات.

قياس المتغير التابع: تم قياس هذا المتغير بالقيمة السوقية للشركة معبر عنها بسعر إغلاق السهم لكل شركة في تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح.

الدراسة الثانية: دراسة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات السعودية.

قياس المتغير المستقل: يمثل الهيكل المالي (DCP) المتغير المستقل لهذه الدراسة تم قياس هذا المتغير بنسبة إجمالي الديون (إجمالي المطلوبات) إلى إجمالي الأصول (إجمالي الموجودات).

قياس المتغير التابع: تم قياس هذا المتغير القيمة السوقية للشركة تم التعبير عنها بعدد الأسهم المصدرة مضروبة في سعر السهم الواحد.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في لدراسة

للولوصول إلى نتائج الدراسة القياسية تم استخدام نماذج وبيانات السلاسل الزمنية المقطعية أي ما تعرف ببيانات البائل ' حيث يتم استعمالها عند تقارب الآثار والمميزات الفردية بين مجموعات الدراسة وهذا ما سنستخدمه في دراستنا بتطبيق اختبار دراسة استقرارية السلاسل الزمنية واختبارات التجانس وتقدير النموذج المختار في النهاية.

1- مدخل نظري لبيانات البائل :

يقصد بنماذج أو معطيات البائل مجموعة المشاهدات المتكررة عند مجموعة من الأفراد خلال فترات زمنية مختلفة، بحيث تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت. فالبيانات المقطعية تصف سلوك عينة من المفردات أو الوحدات المقطعية (الشركات ' دول ' أسر...) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة ' يعني تدمج كل من البيانات المقطعية والزمنية في آن واحد في الأونة الأخيرة كسبت بيانات البائل اهتماما كبيرا خصوصا في الدراسات الاقتصادية، نظرا لكونها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء.

2- مميزات نماذج البائل:

يتفوق تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها فهي تحظى بأهمية كبيرة وتتمتع معطيات البائل بفعالية ونشاط في الاقتصاد القياسي نوجز بعضها في النقاط التالية توفر إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية وتمكن الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛ تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي إلى إلهي تقديرات متحيزة.

تأخذ في الاعتبار عدم التجانس والاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء الزمنية أو المقطعية. تحد من مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية ومشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity).

المبحث الثاني: الدراسة القياسية

المطلب الأول: الاختبارات المستخدمة في تحليل الدراسة

1- نماذج اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية:

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها Green.W 1993 ومن هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي (Regression Pooled Model) (PRM-Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM -Model Effects Fixed) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM -Model Effects Random)

1-1 نموذج الانحدار التجميعي (Regression Pooled Model):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية.

1-2 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) :

الهدف منه هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا ' نموذج التأثيرات الثابتة يأخذ بعين الاعتبار تغير الميل والمقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة، بحيث سيتم افتراض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي والزمني معاً لنموذج البانل لذلك يمكننا تقدير النموذج بمقارنة الأفراد مع الزمن.

1-3 نموذج الانحدار العشوائي Random effects model :

يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على معالم عشوائية لا معالم ثابتة، على عكس نموذج التأثيرات الثابتة بحيث يقوم هذا الافتراض على أن العينة المستخدمة في التطبيق مسحوبة بشكل عشوائي ومن هنا يظهر الاختلاف بين الأثر الثابت والعشوائي الذي يعتبر أعم وأشمل من الأثر الثابت فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي.

2-اختبارات الإستقرارية :

لدراسة الإستقرارية تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل التي تقودنا إلى نتائج دقيقة ويعتبر اختبار جذر الوحدة اختبارا أساسيا لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية ومن أهم الاختبارات المستعملة .

1-2 اختبار Chu، Lin،(LLC) Levin : هو اختبار منشق عن اختبار DF الذي تم تطويره وتصاغ له الفرضيتين في الشكل التالي :

H0:بيانات بانل تحتوي على جذر وحدة.

H1:بيانات بانل لا تحتوي على جذر وحدة

2-2 اختبار Im، Pesaran و Shin (IPS) : يقوم على نفس فرضيات الاختبار السابق (LLC) ' حيث أبقى على الفرضية العدمية و انقسام الفرضية البديلة إلى حالتين تسمح باختلاف الانحدار الذاتي.

3-اختبارات تحديد النموذج الملائم:

لمعرفة النموذج الملائم نستخدم اختبارات التحديد التالية للتمييز بين النماذج الثلاثة:

1-3 اختبار مضاعف لاغرانج LM: هذا الاختبار يستخدم للتمييز بين اختيار نموذج الانحدار التجميعي أو أحد النموذجين (الثابت أو العشوائي) ويقوم على الفرضيات التالية

H0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم

H1 :نموذج التأثيرات الثابتة و/ أو العشوائية هو الملائم

2-3 اختبار هوسمان Hausman: يقوم هذا الاختبار (Hausman 1978) على الاختلاف الجوهرى بين التأثيرات الثابتة والعشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات، فرغم زعم خبراء التحليل القياسي على أن التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول إلا أنه لا يمكن التأكد من ذلك إلا بعد استخدام اختبار Hausman. وتصاغ فرضياته على النحو التالي:

H0 :هي فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

H1 :وهي الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم ، وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية .

المطلب الثاني: عرض النتائج

1- عرض النتائج سنقوم بإجراء دراستين لقرارين مختلفين:

تم الاعتماد على قاعدة بيانات تتمثل $n=10$ من المقاطع i والمتمثلة في 10 شركات، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية 5 سنوات أي $t=10$ سنة، وبذلك يكون عدد المشاهدات 100 مشاهدة.

عدد الشركات	10
الفترة الزمنية	2015-2019

الفرع الأول: نتائج دراسة أثر قرار توزيع الأرباح

1- نتائج اختبار تحليل الارتباط:

الجدول رقم (04): نتائج اختبار تحليل الارتباط

Correlation probability	Log-pri	DIV
Log-pri	1 -----	
DIV	0.790897 (0.0000)	1 -----

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

دراسة تطبيقية لأثر كل من قرار توزيع الأرباح و الهيكل التمويلي على القيمة
السوقية للشركات

التعليق: نلاحظ من الجدول وجود علاقة طردية بين المتغير القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح أزيادة توزيعات الأرباح يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للشركة ' و Prop (0.0000) ما يعني وجود دلالة إحصائية بين المتغيرات.

2- نتائج اختبارات الاستقرار :

لإثبات استقرار السلاسل الزمنية والمقطعية اعتمدنا على مجموعة الاختبارات عند الفرق الأول وكانت النتائج كالتالي

الجدول رقم (05): نتائج اختبارات جذر الوحدة

Individual effectsn,individual linerar trends	Individual effects	None	الاختبارات	
0.0000	0.0000	0.0000	LLC	
0.0000	0.0000	0.0000	ADF	
0.0096	0.0000	-	IPS	DIV
0.0000	0.0000	0.0000	PP	
0.0028	-	-	Braiting	

المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

دراسة تطبيقية لأثر كل من قرار توزيع الأرباح و الهيكل التمويلي على القيمة
السوقية للشركات

التعليق : نتائج جميع الاختبارات بعد إجراء الفروق عند المستوى الأول أقل من 5% وهذا يعني أن المتغير (DIV) مستقر بالفرق الأول لأنه مستقر في القاطع والاتجاه والقاطع وبدون اتجاه والقاطع.

الجدول رقم (06): نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

الأرباح	النموذج الثابت	نماذج التقدير	النموذج العشوائي	النموذج التجميعي
المعامل C	3.4012	2.9287	3.2868	
احتمالية Student	0.0000	0.0000	0.0000	
معامل DIV	0.2346	0.5857	0.3198	
احتمالية Student	0.0000	0.0000	0.0000	
معامل التحديد R	0.87	0.62	0.33	
إحصائية DW	1.29	1.08	1.18	
احتمالية فيشر	0.0000	0.0000	0.0000	

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

التعليق: يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية للمعاملات للنماذج الثلاثة قدرت ب (0.0000) أي أقل من (0.05) أي أن النماذج الثلاثة مقبولة إحصائيا. كما أن معامل توزيعات الأرباح ذو إشارة موجبة في كل النماذج مما يجعلها متوافقة مع النظرية الاقتصادية. أما بالنسبة لمعامل التحديد قدر ب 87% في نموذج التأثيرات الثابتة وهي نسبة عالية ما يعني أن المتغير المستقل يفسر المتغير التابع بنسبة 87% والباقي

هي تأثيرات خارج النموذج ' يليه نموذج التأثيرات العشوائية وفي الأخير النموذج التجميعي بنسبة قليلة جدا.

3- نتائج المفاضلة بين الاختبارات :

أولا نتائج اختبار لاغرانج LM: للمفاضلة بين اختيار النموذج التجميعي أو أحد الاختبارات (الثابت أو العشوائي) كانت نتائج الاختبار كما يلي :

الجدول رقم (07): نتائج اختبار LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	p-value
اختبار LM Breusch-Pagan	58.84691	0.0000

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات Eviews 9

التعليق: من خلال نتائج الاختبار قدرت نتيجة LM ب 58,84 باحتمال معدوم ما يجعلنا نرفض الفرضية العدمية التي مفادها أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة أي المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية .

ثانيا نتائج اختبار هوسمان Hausman

:للمفاضلة بين نموذج الانحدار العشوائي ونموذج الانحدار الثابت واختيار النموذج الملائم وتحصلنا على
النتائج التالية :

الجدول رقم (08): نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects- Hausman Test			
Test Cross-section Random Effects			
Test Summary	Chi-stat	Chi-sq .df	Prob
Cross section	25.156104	1	0.0000

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات Eviews 9

التعليق : من خلال نتائج الجدول أن القيمة المحسوبة بلغت 25,156 وبما أن قيمة p-value أقل من مستوى 5% نرفض الفرضية العدمية التي مفادها النموذج العشوائي هو الملائم ونقبل الفرضية البديلة أي نموذج الانحدار الثابت هو الملائم.

4- تقدير النموذج المختار (نموذج التأثيرات الثابتة):

الجدول رقم (09): تقدير معلمات النموذج بالتأثيرات الثابتة

نموذج التأثيرات الثابتة	المتغيرات التفسيرية
3.4012 (0.0000)	Constante
0.2340 (0.0000)	DIV
100	Number of observations
0.8738	R- Squared
0.8596	Adjusted-R-squared
(0.0000)	Prob(F-statictic)

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات Eviews 9

التعليق : اعتمادا على نتائج تقدير النموذج

- معامل النموذج ذو معنوية إحصائية حيث أن احتمال كل من معامل الثابت ($C=0.0000$) وتوزيع الأرباح ($DIV=0.0000$) أي أقل من 0.05.
- احتمال إحصائية Fisher أقل من 0.05 تقدر ب (0.0000) ما تدل على المعنوية الكلية للنموذج
- الإشارة الموجبة لمعامل الأرباح تدل على العلاقة الطردية بين القيمة السوقية و توزيعات الأرباح فعند زيادة توزيعات الأرباح بوحدة واحدة تزيد القيمة السوقية ب 0.2346 %.
- قيمة معامل التحديد R^2 قدرت ب 0.8738 وهي بنسبة عالية أي أن توزيعات الأرباح تفسر القيمة السوقية بنسبة 87 % من المتغيرات الإجمالية.

5- نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

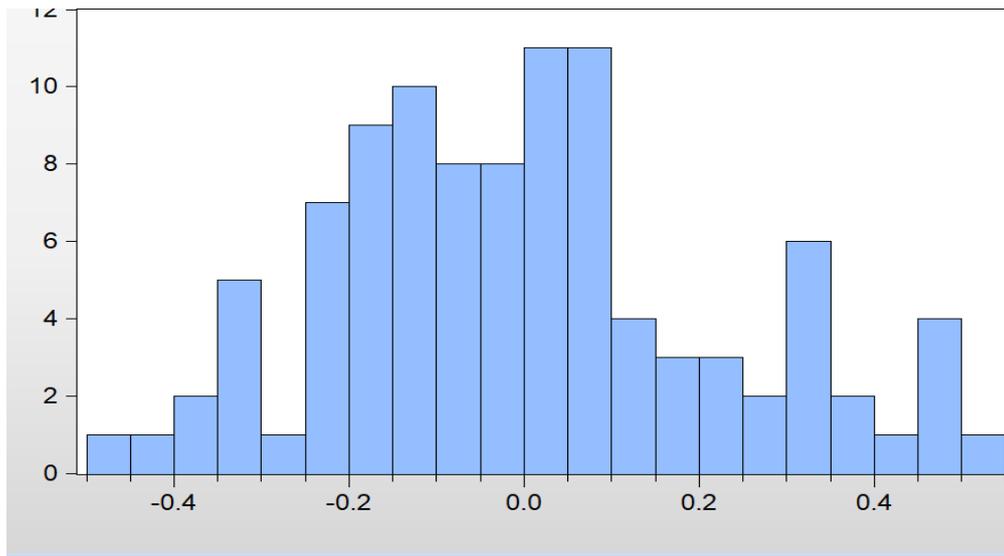
الجدول رقم (10): نتائج اختبار Histogram-Normality Test

Standardized Residuals sample S1 2015 S2 2019	
إحصائية Jarque-Bera	2.581857
Probability	0.275015

المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

التعليق : يتوضح لنا تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي لأن إحصائية Jarque-Bera أكبر من 5 %
يعني أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (04): التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

التعليق:

من خلال نتائج الجدول أعلاه والشكل البياني لمخرجات ايفيوز ' يتوضح لنا تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي لأن إحصائية Jarque-Bera أكبر من 5 % يعني أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

الفرع الثاني: دراسة أثر قرار التمويل

1- نتائج اختبار تحليل الارتباط:

الجدول رقم (11): نتائج تحليل الارتباط

Correlation probability	Log-pri	DEBT
Log-pri	1 -----	
DEBT	-0.281791 (0.0474)	1 -----

المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات Eviews 9

التعليق: نلاحظ من الجدول وجود علاقة عكسية بين المتغير القيمة السوقية وقيمة الديون أي ارتفاع نسبة الديون يخفض من القيمة السوقية للشركة و Prop أقل من 0.05 ما يعني وجود دلالة إحصائية بين المتغيرات.

2- نتائج اختبارات الاستقرار:

الجدول رقم (12): نتائج اختبارات الاستقرار

	الفرق الثاني		الفرق الأول	الاختبارات	
Individual effects individual linear trends	None	Individual effects	None		
-7.15236 (0.0000)	11.0760 (0.0000)	-15.7978 (0.0000)	-5.64004 (0.0000)	LLC	DEBT
-	60.4832 (0.0000)	41.4841 (0.0000)	56.4956 (0.0000)	ADF	
-		-	-	IPS	
-	58.8647 (0.0000)	53.3243 (0.0000)	52.1006 (0.0000)	PP	

المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

التعليق: نتائج جميع الاختبارات بعد إجراء الفروق عند المستوى الأول والثاني أقل من 5% وهذا يعني أن المتغير (DEBT) مستقر.

الجدول رقم (13): نتائج تقدير النماذج

الأرباح	النموذج الثابت	النموذج العشوائي	نماذج التقدير
المعامل C	2.3360	2.3384	النموذج التجميعي
احتمالية Student	0.0000	0.0000	0.0000
معامل DEBT	0.00761	0.0069	-0.015189
احتمالية Student	0.0202	0.0305	0.0474
معامل التحديد R	0.98	0.09	0.0794
إحصائية DW	1.51	1.12	0.0577
احتمالية فيشر	0.0000	0.0319	0.0474

المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات Eviews 9

التعليق: يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية للمعاملات للنماذج الثلاثة قدرت ب (0.0000) أي أقل من (0.05) أي أن النماذج الثلاثة مقبولة إحصائياً.

كما أن معامل قيمة الديون يحمل إشارة موجبة في كل من النموذج الثابت والعشوائي مما يجعلها متوافقة مع النظرية الاقتصادية عكس النموذج التجميعي. أما بالنسبة لمعامل التحديد قدر ب 87% في نموذج التأثيرات الثابتة وهي نسبة عالية ما يعني أن المتغير المستقل يفسر المتغير التابع بنسبة 87% والباقي هي تأثيرات خارج النموذج ' يليه نموذج التأثيرات العشوائية بنسبة 9% وفي الأخير النموذج التجميعي 7%.

3- نتائج المفاضلة بين الاختبارات :

أولاً نتائج اختبار لاغرانج LM:

الجدول رقم (14): نتائج اختبار LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	p-value
اختبار LM Breusch-Pagan	87.83368	0.0000

المصدر من إعداد الطلبة اعتماداً على مخرجات Eviews 9

التعليق: من خلال نتائج الاختبار قدرت نتيجة LM ب 87.83 باحتمال معدوم ما يجعلنا نرفض الفرضية العدمية التي مفادها أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة أي المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية.

ثانيا : نتائج اختبار هوسمان.

الجدول رقم (15):نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects- Hausman Test			
Test Cross- section Random Effects			
Test Summary	Chi-stat	Chi-sq .df	Prob
Cross section	1.882660	1	0.1700

التعليق: تشير نتائج هذا الاختبار إلى أن القيمة المحسوبة بلغت 1.882660 ذو احتمال يساوي 0.1700 أكبر من 0.05 إذن نرفض الفرضية البديلة و نقبل الفرضية العدمية التي مفادها أن نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب .

4- تقدير النموذج المختار (نموذج التأثيرات العشوائية):

الجدول رقم (16): نتائج اختبار نموذج الانحدار العشوائي .

نموذج التأثيرات العشوائية	المتغيرات التفسيرية
2.3384 (0.0000)	Constante
0.0069 (0.0305)	DEBT
50	Number of observations
0.09	R- Squared
0.0734 (0.0319)	Adjusted-R-squared Prob(F-statistic)

- معامل النموذج ذو معنوية إحصائية حيث أن احتمال كل من معامل الثابت ($C=0.0000$) واجمالي

الديون ($DEBT=0.0305$) أي أقل من 0.05

- احتمال إحصائية Fisher أقل من 0.05 ما يدل على المعنوية الكلية للنموذج.

- ($DEBT =0.0069$) الإشارة الموجبة لمعامل الديون تدل على العلاقة الطردية بين القيمة السوقية

و اجمالي الديون فعند زيادة اجمالي الديون بوحدة واحدة تزيد القيمة السوقية ب 0.69%.

قيمة معامل التحديد R^2 قدرت ب 0.09 وهي تعني أن اجمالي الديون تفسر القيمة السوقية بنسبة 9 % من

المتغيرات الإجمالية في النموذج.

5- نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الجدول رقم (17): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

Standardized Residuals sample 2015 -2019	
Jarque-Bera إحصائية	2.743590
Probability	0.253651

التعليق: يتوضح لنا تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي لأن Jarque-Bera أكبر من 5 % يعني أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي .

عرض النتائج وتحليلها

بعد التطرق إلى الجانب النظري ومختلف الدراسات السابقة التي مست موضوع الدراسة نصل إلى مناقشة وتحليل نتائج الدراسة القياسية التي تعتبر عصاره كل الدراسات، وبالتالي سنعرض خلاصة الاستنتاجات التي توصلنا إليها كما يلي:

- وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية و توزيعات الأرباح ما يعني أنه اي زيادة في توزيعات الأرباح يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للشركة ' و Prop (0.0000) ما يعني وجود دلالة إحصائية بين المتغيرات.
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي مقاسا لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والقيمة السوقية للشركة أي ارتفاع نسبة الديون يخفض من القيمة السوقية للشركة.
- من خلال الجدول رقم (06) الخاص بتوزيع الأرباح والجدول رقم (12) الخاص بالهيكل المالي الذي كلاهما يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM أقل من (0.05) ما يجعلنا نرفض الفرضية العدمية القائلة إن نموذج الانحدار التجميعي هو المناسب للدراستين ما يعني وجود آثار خاصة بكل شركة المدرجة في سوق تداول السعودي للأوراق المالية ما يميزها عن بقية الشركات.
- اعتمادا على اختبار Hausman للاختبار بين نموذجي الآثار الثابتة أو العشوائية باستخدام مخرجات 9 Eviews تبين لنا من خلال الجدول رقم(07) أنه نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لدراسة أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق تداول السعودي للأوراق المالية ' و نموذج الآثار العشوائية هم المناسب لدراسة أثر الهيكل المالي (الديون) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق تداول السعودي كما يوضحه الجدول لرقم (13).

تحليل النتائج:

- معاملات النموذج ذات معنوية إحصائية حيث نجد احتمال كل من معامل الثابت (0.0000) ومعامل توزيعات الأرباح (0.0000) والديون (0.0305) كلاهما أقل من 0.05.
- احتمالية إحصائية فيشر للدراسة أثر توزيع الأرباح وأثر الهيكل التمويلي (0.0000) و (0.0319) على التوالي أقل من 0.05 ما يدل على المعنوية الكلية للنموذج.
- الإشارة الموجبة لمعامل توزيعات الأرباح ($DIV=0.2346$) تشير إلى العلاقة الطردية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية، فعندما تزيد توزيعات الأرباح بوحدة واحدة ينتج عن ذلك زيادة في القيمة السوقية ب 23 %.
- الإشارة الموجبة لمعامل إجمالي الديون ($DEBT=0.0069$) تشير إلى العلاقة الطردية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية، فزيادة إجمالي الديون بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة في القيمة السوقية ب 0.69 %.
- قيمة معامل التحديد لدراسة توزيع الأرباح R^2 قدرت ب 0.87 ما يعني أن توزيعات الأرباح تفسر القيمة السوقية للشركات بنسبة 87 % من المتغيرات الإجمالية الحاصلة، وبالتالي تتحقق إحدى فرضيات النموذج.
- قيمة معامل التحديد لدراسة الهيكل المالي R^2 قدرت ب 0.09 ما يعني أن الديون الإجمالية وحدها تفسر 0.9 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية.
- نتائج اختبارات جذر الوحدة لدراسة توزيع الأرباح بعد إجراء الفروق عند المستوى الأول أقل من 5% وهذا يعني أن المتغير (DIV) مستقر بالفرق الأول لأنه مستقر في القاطع والاتجاه والقاطع وبدون اتجاه والقاطع.
- نتائج جميع الاختبارات لدراسة أثر الهيكل التمويلي بعد إجراء الفروق عند المستوى الأول والثاني أقل من 5% وهذا يعني أن متغير الديون الإجمالية ($DEBT$) مستقر.
- يتوضح لنا تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي في الدراستين لأن إحصائية Jarque-Bera أكبر من 5 % يعني أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

خاتمة الفصل

بعد التطرق إلى القرارات المالية الثلاثة بمجملها في الفصلين السابقين، قمنا في هذا الفصل باختيار قرارين اثنين لإجراء الدراسة القياسية عليهم وهما قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح.

إن الهدف من إجراء الدراسة القياسية في هذا الفصل هو إثبات وقياس ما إن كان لكل من توزيعات الأرباح والهيكل التمويلي للشركة أثر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية. وتم ذلك باستخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المعروفة ببيانات البانل (panel data) للتعرف على متغيرات الدراسة لعينة مكونة من 10 شركات مدرجة في سوق تداول السعودي للفترة الممتدة من (2015-2019).

حيث بدأنا الفصل بمدخل نظري عرفنا من خلاله السوق السعودي للأوراق المالية وبيانات البانل وأهم الاختبارات المستخدمة في الدراسة من اختبارات الاستقرار الاختبارية واختبارات المفاضلة بين النماذج وتقدير النموذج المختار، لنلخص في الأخير وجود أثر معنوي موجب لتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركات وكذلك أثر ايجابي معنوي للهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات.

الخاتمة العامة

جاءت هذه الدراسة لإبراز وتقدير دور القرارات المالية ومدى تأثيرها على القيمة السوقية، وقد تم استعراض العديد من آراء الاقتصاديين الذين أكدوا على أن عملية اتخاذ القرارات تعتبر محور العملية الإدارية داخل المؤسسات، وذلك لأنها عملية متداخلة في جميع وظائف الإدارة ونشاطاتها، وهو الشيء الذي أعطى أهمية لدراسة هذا الموضوع، في هذا الإطار تبنت العديد من الدراسات الاقتصادية التطبيقية نماذج قياسية مختلفة لتقدير إثر القرارات على القيمة السوقية من حيث نوعية البيانات.

وقد قسمنا هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول: حيث قمنا في الفصل الأول التطرق إلى الجانب النظري، باستعراض العديد من المفاهيم والنظريات التي تناولت هاته المسألة، وفي الفصل الثاني عبارة عن مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوعنا إثر القرارات المالية على القيمة السوقية وما توصلت إليه بمختلف نتائجها.

أما الفصل الثالث فكان بمثابة تطبيقاً للجانب النظري في المجتمع المدروس المتمثل في السوق السعودي للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية (2015-2019)، استخدمت فيه أساليب إحصائية حديثة والمتمثلة في أساليب البيانات الطولية Panel data باستخدام Eviews 9، ثم عرض النتائج، تحليلها ومناقشتها وصولاً للنتائج التالية:

- ❖ أثبتت الدراسة من خلال تحليلها بوجود علاقة تربط بين القرارات المالية (التمويل' الاستثمار' توزيع الأرباح) على القيمة السوقية للشركات.
- ❖ تحدد القيمة السوقية وفق قوى العرض والطلب لذلك فهي تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة.
- ❖ يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تؤثر على قيمة المؤسسة التي يترتب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة ذاتها ما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي القيمة السوقية للشركة.
- ❖ وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الإقراض أي هناك علاقة ايجابية بين حجم المؤسسة والمديونية حيث أن حجم المؤسسة يؤثر على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي.
- ❖ اتضح انه سياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للشركات كما تبين في أغلب الدراسات السابقة التي تطرقت لذلك مثل دراسة قدام جمال وترفاس جمال الدين' دراسة الدكتور سعود مشكور' دراسة الدكتور سعيد وصاف' دراسة عبد الحق قنون....

❖ اتضح أنه للهيكل المالي مقاسا بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول تأثير على القيمة السوقية للشركات كما تبين في دراسة كل من علي بن الضب وضيف ياسين التي تعرضنا لها في الدراسات السابقة.

اختبار الفرضيات

✓ تم التوصل أنه لسياسة توزيع الأرباح تأثير موجب ذو معنوية إحصائية على القيمة السوقية للشركات بقدرة تفسيرية قدرت ب 87% وكل زيادة في توزيعات الأرباح تؤدي لزيادة في القيمة السوقية ب 0.23' وبالتالي نقبل الفرضية الأولى.

✓ تم التوصل أنه للهيكل المالي تأثير موجب ذو معنوية إحصائية بقدرة تفسيرية قدرت ب 9% وكل زيادة في نسبة الديون الإجمالية تؤدي إلى زيادة تقدر ب 0.006 في القيمة السوقية، ما يعني الشركات السعودية المدرجة في سوق تداول تستخدم الديون لرفع قيمة الشركة، وبالتالي نقبل الفرضية الثانية.

✓ نال عامل توزيع الأرباح حصة الأسد في تفسير القيمة السوقية للشركات بقدرة تفسيرية قدرت ب 87%، والهيكل التمويلي الممثل بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول بقدرة فسر القيمة السوقية بقدرة تفسيرية قدرت ب 9%. وبالتالي نقبل الفرضية الثالثة.

توصيات :

- ضرورة الاعتماد بشكل المطلوب عند اتخاذ القرارات المالية خاصة المتعلقة بالنشاطات الاستثمارية والتمويلية بقائمة التدفقات النقدية.
- إعطاء المعلومات المالية المأخوذة من قائمة التدفقات النقدية ما تستحقه من اهتمام من خلال إجراء البحوث والدراسات التي تتعلق بهذه القائمة من أجل إبراز مدى أهميتها في مساعدة الشركات على اتخاذ القرارات.
- إعادة إجراء هذه الدراسة على القطاع البنكي والمالي، مع الحفاظ على نفس المتغيرات.
- تشجيع البحث في مجال الاقتصاديات رؤوس الأموال، للخروج من دائرة اقتصاديات الاستدانة.

المراجع والمصادر

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1 . عاطف جابر طه عبد الرحيم، (2010)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية .مصر .
- 2 . سفيان خليل المناصر، (2009)، القرارات المالية و اثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي . عمان :دار الجليس الزمان.
- 3 . منير ابراهيم هندي، (1998)، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الجزء الثاني .منشأة المعارف للتوزيع الإسكندرية .
- 4 . الهندي منير ابراهيم، (2007)، الأوراق المالية وأسواق المال .مصر : دار المعارف ،الاسكندرية .
- 5 . غازي فلاح المومني، (2009)، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة .الأردن ، دار المناهج ،عمان.
- 6 . النعيمي عدنان تايه، (2009) ، الإدارة المالية، الاردن ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
- 7 . عبد المطلب عبد المجيد، (2006) ، دراسات الجدوى الإقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، الدار الجامعية ،مصر.
- 8 . طارق عبد العالي حماد، (2008)، التقييم واعادة هيكلة الشركات .مصر :الدار الجامعية للطباعة و لنشر.
- 9 . نعيم نمر داوود،(2012)، التحليل المالي دراسة نظرية وتطبيقية .عمان الأردن :دار البداية ،الطبعة الأولى.
- 10 . الياس بن ساسي ، يوسف قريشي، (2011)، بالتسيير المالي، الإدارة المالية، دروس وتطبيقات . الأردن :دار وائل للنشر ،الطبعة الثانية .

المقالات:

- 15 . مهدي عطية الجبوري، رياض نجم والطاني، (2017)، ترشيد القرارات الاستراتيجية و دورها في تعظيم الشركة . مجلة كلية الادارة و الاقتصاد للدراسات الاقتصادية و الادارية و المالية ، ترشيد القرارات المالية.
- 16 . سمير منير عبد الملك الشماع، (2007)، القرارات المالية الاستراتيجية في استنتاج الموجودات المالية ، مجلة الادارة و الاقتصاد، العدد . 67.
- 17 . عماد زياد رمضان ، صالح خليل العقدة، (2009)، محددات هيكل راس المال في الشركات المساهمة العامة الارنية .الأردن :نشر جامعة العلوم التطبيقية الخاصة ،عمان.

- 18 . احمد بنية، (2017)، نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القائمة السوقية لأسهم الشركات . المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد الثاني .
- 19 . رافعة ابراهيم الحمداني، اوس فخر الدين الجوجاتي، (2007)، تأثير السياسة النقدية في القيمة السوقية للأسهم والسندات .مجلة تنمية الرافدين .129
- 20 . زرقون محمد، (2010)، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة ، مجلة الباحث، العدد الثامن .
- 21 . سليمان شلاش وآخرون، (2008)، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال. مجلة المنارة، المجلد 04 ، العدد 5 .
- 22 . سويسي هواري، (2010)، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة . مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة .
- 23 . عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، (2019)، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية .مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد. 04.
- 24 . قدام جمال، ترفاس جمال الدين، (2019)، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة ، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد. 2.
- 25 . براهيم عبد الله القاضي، علي عباس، (2016)، أثر القرارات الإستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح.مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية لعدد 2016/15.
- 26 . اسحق محمود الشعار، نضال محمد زلوم، (2015)، دور ربحية ومدى ربحية الشركة في تحديد أثر مستوى الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية .المجلة الأردنية في ادارة الأعمال المجلد 11 العدد. 3.
- 27 . هند ضياء عبد الرسول، (2014)، اختبار اثر العلاقة بين توزيعات الارباح و القيمة السوقية للأسهم باستخدام بعض من ادوات التحليل المالي .مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية .
- 28 . دادن عبد الوهاب، بدبدة حورية، (2011)، المؤسسة و التنمية المحلية المستدامة ،جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر .مجلة الباحث العدد . 10-2012.
- 29 . سعود مشكور، زهور عبد السلام صادق، (2014)، مجلة مركز دراسات الكوفة، مجلة فصلية محكمة، العدد. 50.
- 30 . سفيان دلفوف، مليكة زغيب، (2012)، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة .مجلة أبحاث اقتصادية و ادارية لعدد الثاني عشر ديسمبر.
- 31 . سفيان دلفوف، (2015)، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية .مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا المجلد / 14 العدد . 2018 (19).

32 . عمار زكريا عبد الله سالم ، بهاء صبيحي عبد اللطيف عواد ،(2019)، أثر إدارة الأرباح في سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة .مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية المجلد 12/العدد. (2019) 01 .

33 . محمد زرقون ، غربي صليحة، نفيسة حجاج ،(2018)، أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة سوق باريس،مجلة اضافات اقتصادية العدد 4 سبتمبر، 2018المجلد . 2.

34 . سعدي وصاف ،(2015)، سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية ،جامعة الملك فيصل .

35 . بريش عبد القادر، بدروني عيسى ،(2013)، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية .الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية .

36 . مليكاوي مولود ،طالب قدوج بدر الدين، (2019) ، أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة، مجلة الاقتصاد و التنمية و البشرية .

37 . جريدة العرب الاقتصادية الدولية، (ابريل 2020) ، جريدة العرب الاقتصادية الدولية .

38 . دليل الادراج، (بلا تاريخ) ،السوق المالية السعودية .

أطروحات دكتوراه:

11 . بلخير بكاري ،(2010)، اثر التقييم المالي على مسار الشراكة لقطاع المحروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار،أطروحة دكتوراه .ورقلة.

12 . هواري سنوسي ،(2008)، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية،أطروحة دكتوراه، الجزائر.

13 . يوسف قريشي ،(2005)، سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه .جامعة الجزائر .

14 . سميرة لطرش ،(2010)، سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية،أطروحة دكتوراه .جامعة قسنطينة.

المذكرات:

38 . امجد ابراهيم البراجنة ،(2009) ، اختيار العلاقة بين الأرباح وكل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية،مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل .غزة ،فلسطين ،كلية التجارة بالجامعة الاسلامية .

39 . سمية بلجبلية ،(2010)، أثر التضخم على عوائد الأسهم،مذكرة ماجستير في علوم التسيير .جامعة منتوري،قسنطينة.

- 40 . علي بن ضب ،(2009)، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،جامعة قاصدي مرباح .ورقلة .
- 41 . بوحادرة عبد كريم ،(2011-2012)، دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير،جامعة قسنطينة 1 .
- 42 . هاجر عدوي ،(2011)، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، رسالة ماجستير جامعة منتوري .قسنطينة 1.
- 43 . فاطمة لحاج قويدر،(2011-2012)، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستير في علوم التسيير .جامعة قاصدي مرباح،ورقلة .
- 44 . ضيف ياسين ،(2015)، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة،مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير .جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة .
- 45 . حميدة رمضان ،(2012)، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي،مذكرة ماستر في المالية و المحاسبة .
- 46 . صباح اسامة علي شراب ، درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل .اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية .
- 47 . عقون امنة ، بن طبولة ندى ،(2019)، تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة،مذكرة ماستر في العلوم المالية ،جامعة قالمة .
- 48 . حلوي لكحل ،(2018)، قرار توزيع الأرباح وأثاره على قيمة المؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال،مذكرة ماستر في العلوم المالية، جامعة قالمة .
- 49 . خالد جمال نصر ،(2009)، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان،مذكرة ماجستير في المحاسبة .
- المراجع باللغة الأجنبية:

50. Bellalah, M. (s.d.). réflexion sur la politique optionnal de dividendes en présence de couts d'information. cahiers de rechercher n°200009, université paris IX dauphine .

51. Narjess Boubakri, I. C. (2005). Les principes de la finance d'entreprise. gaetan morin éditeur, Canada .

52. Hashemijoo, M. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market.Multi mediq university,Malaysia. Journal of Business Studies quarterly - Vol4 - N01- PP111-129 .

53. Md. Aminul Islam, C. S. (January 2019). The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia. International Economics and Finance Journal 11(3) .

54. Mursalim, H. N. (2015). Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value, Indonesian Stock Exchange. Information Management and Business Review Vol. 7, No. 2, April 2015 .

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01) الشركات عينة الدراسة

القطاع	اسم الشركة	رمز الشركة	الرقم
قطاع المواد الأساسية	شركة الاسمنت السعودية	3030	(01)
قطاع المواد الأساسية	شركة اسمنت المنطقة الجنوبية	3050	(02)
قطاع المواد الأساسية	شركة اسمنت ينبع	3060	(03)
قطاع المواد الأساسية	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	2290	(04)
قطاع المواد الأساسية	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	2010	(05)
قطاع البنوك	البنك العربي الوطني	1080	(06)
قطاع البنوك	مصرف الراجحي	1120	(07)
قطاع البنوك	بنك الرياض	1010	(08)
قطاع الخدمات الاستهلاكية	شركة دور للضيافة	4010	(09)
قطاع الخدمات الاستهلاكية	شركة هرفي للخدمات الغذائية	6002	(10)

الملحق رقم (02): نتائج تقديرات النماذج لدراسة أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات

PRM نموذج

Dependent Variable: LOGPRI
Method: Panel Least Squares
Date: 07/09/20 Time: 01:41
Sample: 2015S1 2019S2
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.928712	0.072770	40.24605	0.0000
DIV	0.585746	0.045782	12.79434	0.0000
R-squared	0.625518	Mean dependent var		3.717098
Adjusted R-squared	0.621697	S.D. dependent var		0.629372
S.E. of regression	0.387104	Akaike info criterion		0.959548
Sum squared resid	14.68522	Schwarz criterion		1.011652
Log likelihood	-45.97742	Hannan-Quinn criter.		0.980636
F-statistic	163.6950	Durbin-Watson stat		1.084279
Prob(F-statistic)	0.000000			

FEM نموذج

Dependent Variable: LOGPRI
Method: Panel Least Squares
Date: 07/08/20 Time: 12:31
Sample: 2015S1 2019S2
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.401295	0.064142	53.02798	0.0000
DIV	0.234632	0.044319	5.294207	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.873827	Mean dependent var		3.717098
Adjusted R-squared	0.859650	S.D. dependent var		0.629372
S.E. of regression	0.235783	Akaike info criterion		0.051658
Sum squared resid	4.947839	Schwarz criterion		0.338227
Log likelihood	8.417107	Hannan-Quinn criter.		0.167637
F-statistic	61.63817	Durbin-Watson stat		1.292401
Prob(F-statistic)	0.000000			

REM نموذج

Dependent Variable: LOGPRI
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 07/09/20 Time: 01:35
 Sample: 2015S1 2019S2
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 10
 Total panel (balanced) observations: 100
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.286874	0.089383	36.77305	0.0000
DIV	0.319643	0.040949	7.805809	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.209656	0.4415
Idiosyncratic random		0.235783	0.5585

Weighted Statistics			
R-squared	0.332797	Mean dependent var	1.245512
Adjusted R-squared	0.325988	S.D. dependent var	0.320644
S.E. of regression	0.263243	Sum squared resid	6.791110
F-statistic	48.88175	Durbin-Watson stat	1.188257
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
-----------------------	--	--	--

الملحق رقم (03): نتائج تقديرات النماذج لدراسة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات

PRM نموذج

Dependent Variable: LOG_PRI
Method: Panel Least Squares
Date: 07/23/20 Time: 23:41
Sample: 2015 2019
Periods included: 5
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.336032	0.011308	206.5910	0.0000
DEBT	0.007611	0.003143	2.421757	0.0202

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.980314	Mean dependent var	2.362424
Adjusted R-squared	0.975267	S.D. dependent var	0.135640
S.E. of regression	0.021332	Akaike info criterion	-4.665689
Sum squared resid	0.017747	Schwarz criterion	-4.245044
Log likelihood	127.6422	Hannan-Quinn criter.	-4.505505
F-statistic	194.2123	Durbin-Watson stat	1.517068
Prob(F-statistic)	0.000000		

FEM نموذج

Dependent Variable: LOG_PRI
Method: Panel Least Squares
Date: 07/23/20 Time: 23:41
Sample: 2015 2019
Periods included: 5
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.336032	0.011308	206.5910	0.0000
DEBT	0.007611	0.003143	2.421757	0.0202

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.980314	Mean dependent var	2.362424
Adjusted R-squared	0.975267	S.D. dependent var	0.135640
S.E. of regression	0.021332	Akaike info criterion	-4.665689
Sum squared resid	0.017747	Schwarz criterion	-4.245044
Log likelihood	127.6422	Hannan-Quinn criter.	-4.505505
F-statistic	194.2123	Durbin-Watson stat	1.517068
Prob(F-statistic)	0.000000		

نموذج REM

Dependent Variable: LOG_PRI
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 07/23/20 Time: 23:42
Sample: 2015 2019
Periods included: 5
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 50
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.338440	0.045561	51.32553	0.0000
DEBT	0.006916	0.003102	2.229895	0.0305

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.139679	0.9772
Idiosyncratic random		0.021332	0.0228

Weighted Statistics			
R-squared	0.092330	Mean dependent var	0.160976
Adjusted R-squared	0.073420	S.D. dependent var	0.022364
S.E. of regression	0.021527	Sum squared resid	0.022244
F-statistic	4.882646	Durbin-Watson stat	1.211195
Prob(F-statistic)	0.031931		

Unweighted Statistics			
R-squared	-0.088780	Mean dependent var	2.362424
Sum squared resid	0.981545	Durbin-Watson stat	0.027448

الملحق رقم (04): نتائج اختبارات الارتباط

تحليل الارتباط لدراسة أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 07/24/20 Time: 14:25
Sample: 2015S1 2019S2
Included observations: 100

Correlation Probability	LOG_PRI	DIV
LOG_PRI	1.000000 ----	
DIV	0.790897 0.0000	1.000000 ----

تحليل الارتباط لدراسة أثر الهيكل التمويلي على القيمة السوقية

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 07/23/20 Time: 22:46
Sample: 2015 2019
Included observations: 50

Correlation Probability	LOG_PRI	DEBT
LOG_PRI	1.000000 ----	
DEBT	-0.281791 0.0474	1.000000 ----

الملحق رقم (05): نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج لدراسة أثر توزيع الأرباح.

اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis			
	Both	Time	Cross-section	
65.17469 (0.0000)	6.327779 (0.0119)	58.84691 (0.0000)	Breusch-Pagan	
7.203072 (0.0000)	2.515508 (0.0059)	7.671174 (0.0000)	Honda	
7.203072 (0.0000)	2.515508 (0.0059)	7.671174 (0.0000)	King-Wu	
4.765759 (0.0000)	2.841056 (0.0022)	8.721563 (0.0000)	Standardized Honda	
4.765759 (0.0000)	2.841056 (0.0022)	8.721563 (0.0000)	Standardized King-Wu	
65.17469 (< 0.01)	--	--	Gourieriou, et al.*	

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

7.289	1%
4.321	5%
2.952	10%

Hausman اختبار

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RE

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	25.156104	1	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
DIV	0.234632	0.319643	0.000287	0.0000

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LOGPRI

Method: Panel Least Squares

Date: 07/09/20 Time: 01:46

Sample: 2015S1 2019S2

Periods included: 10

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.401295	0.064142	53.02798	0.0000
DIV	0.234632	0.044319	5.294207	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.873827	Mean dependent var	3.717098
Adjusted R-squared	0.859650	S.D. dependent var	0.629372
S.E. of regression	0.235783	Akaike info criterion	0.051658
Sum squared resid	4.947839	Schwarz criterion	0.338227
Log likelihood	8.417107	Hannan-Quinn criter.	0.167637
F-statistic	61.63817	Durbin-Watson stat	1.292401
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (06): نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج لدراسة أثر الهيكل التمويلي .

اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	87.83368 (0.0000)	2.445065 (0.1179)	90.27874 (0.0000)
Honda	9.371962 (0.0000)	-1.563670 --	5.521296 (0.0000)
King-Wu	9.371962 (0.0000)	-1.563670 --	3.897577 (0.0000)
Standardized Honda	10.48673 (0.0000)	-1.395675 --	3.536647 (0.0002)
Standardized King-Wu	10.48673 (0.0000)	-1.395675 --	1.814790 (0.0348)
Gourieriou, et al.*	--	--	87.83368 (< 0.01)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
	1%	7.289	
	5%	4.321	
	10%	2.952	

Hausman اختبار

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.882660	1	0.1700

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
DEBT	0.007611	0.006916	0.000000	0.1700

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LOG_PRI
Method: Panel Least Squares
Date: 07/23/20 Time: 23:44
Sample: 2015 2019
Periods included: 5
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.336032	0.011308	206.5910	0.0000
DEBT	0.007611	0.003143	2.421757	0.0202

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.980314	Mean dependent var	2.362424
Adjusted R-squared	0.975267	S.D. dependent var	0.135640
S.E. of regression	0.021332	Akaike info criterion	-4.665689
Sum squared resid	0.017747	Schwarz criterion	-4.245044
Log likelihood	127.6422	Hannan-Quinn criter.	-4.505505
F-statistic	194.2123	Durbin-Watson stat	1.517068
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (07): نتائج اختبارات جذر الوحدة لدراسة أثر توزيع الأرباح

Panel unit root test: Summary

Series: D(DIV)

Date: 07/09/20 Time: 02:12

Sample: 2015S1 2019S2

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-11.6102	0.0000	10	78
Breitung t-stat	-2.77478	0.0028	10	68
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.34037	0.0096	10	78
ADF - Fisher Chi-square	58.7587	0.0000	10	78
PP - Fisher Chi-square	85.7955	0.0000	10	80

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(DIV)

Date: 07/09/20 Time: 02:13

Sample: 2015S1 2019S2

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-11.1077	0.0000	9	71
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
ADF - Fisher Chi-square	96.6568	0.0000	9	71
PP - Fisher Chi-square	107.821	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(DIV)

Date: 07/09/20 Time: 02:12

Sample: 2015S1 2019S2

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-6.65011	0.0000	9	70
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.90644	0.0000	9	70
ADF - Fisher Chi-square	54.0472	0.0000	9	70
PP - Fisher Chi-square	82.5664	0.0000	9	72

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (08): نتائج اختبارات جذر الوحدة لدراسة أثر الهيكل التمويلي

Panel unit root test: Summary

Series: D(DEBT)

Date: 07/23/20 Time: 23:45

Sample: 2015 2019

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-15.7978	0.0000	10	30
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
ADF - Fisher Chi-square	41.4841	0.0032	10	30
PP - Fisher Chi-square	53.3243	0.0001	10	30

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(DEBT)

Date: 07/23/20 Time: 23:47

Sample: 2015 2019

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-5.64004	0.0000	10	30
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
ADF - Fisher Chi-square	56.4956	0.0000	10	30
PP - Fisher Chi-square	52.1006	0.0001	10	30

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: D(DEBT,2)
 Date: 07/23/20 Time: 23:49
 Sample: 2015 2015
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.15236	0.0000	3	6
Breitung t-stat			3	3

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Panel unit root test: Summary
 Series: D(DEBT,2)
 Date: 07/24/20 Time: 01:26
 Sample: 2015 2019
 Exogenous variables: None
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic lag length selection based on SIC: 0
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
20	10	0.0000	-11.0760	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
20	10	0.0000	60.4832	ADF - Fisher Chi-square
20	10	0.0000	58.8647	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (09) نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي للبواقي

Series: Standardized Residuals
Sample 2015S1 2019S2
Observations 100

Mean	2.78e-18
Median	-0.007370
Maximum	0.539434
Minimum	-0.466165
Std. Dev.	0.223558
Skewness	0.354925
Kurtosis	2.659766

Jarque-Bera	2.581857
Probability	0.275015

