

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية

دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015-2018

The effect of the dividend policy on the market value of a stock in an economic enterprise

A comparative analytical study of the Biopharm and Sidal companies for the pharmaceutical industry during the period 2015-2018

د. بلعشي عبد المالك^{1*}، د. مزيان سعيد²

¹ جامعة محمد الشريف مساعديّة " سوق أهراس"، a.belaachi@univ-soukahrass.dz

² جامعة محمد الشريف مساعديّة " سوق أهراس"، s.meziane@univ-soukahrass.dz

تاريخ التسليم: 2020/07/09، تاريخ المراجعة: 2020/09/11، تاريخ القبول: 2020/10/19

Abstract

ملخص

The researchers aim in this study to try find out the effect of the dividend distribution policy on the market price of the biopharm and pharmaceutical pharmacy stocks. During the period 2015-2018. Considering that the two companies are quoted in the Algerian Stock Exchange and are active in the same sector. When we look that the Sidal company follows a stable policy for the distribution of profits, while the Biopharm company adopts the policy for the best in the distribution of profits.

We have reached results, the most important of which is the impact of the market price of the stock during the dividend period, which was confirmed by many studies, In addition to our conclusion that the shareholders in practice favor the policy of distributing fixed profits for many considerations, which was shown by the "PER" index of the Sidal company. We have also concluded that the nature of the dividend policy can affect the expected market prices of companies that operate in a competent stock exchange.

Keywords : Dividend policy, market value of share, realized profits, distributed profits, Biopharm company, Sidal company.

يهدف الباحثان من خلال هذه الدراسة الى محاولة معرفة أثر سياسة توزيع الارباح على السعر السوقي لسهمي المجتمعين بيوفارم وصيدال للصناعة الصيدلانية خلال الفترة 2015-2018، وذلك باعتبار المجتمعين مسعران في بورصة الجزائر وينشطان في نفس القطاع. حيث يتبع مجتمع صيدال سياسة مستقرة لتوزيع الارباح في حين ينتهج مجتمع بيوفارم سياسة الأفضل في التوزيع

وقد توصلنا إلى عدّة نتائج لعل أهمها هو تأثير السعر السوقي للسهم خلال فترة توزيع الأرباح وهو الأمر الذي أكدته العديد من الدراسات، بالإضافة إلى استنتاجنا أن المساهمين في الواقع العملي يجنّبون سياسة توزيع الارباح الثابتة لعدد الاعتبارات، وهو الأمر الذي أظهره مؤشر "PER" لمجتمع صيدال. كما توصلنا كذلك إلى أن طبيعة سياسة توزيع الارباح يمكن أن تؤثر على الاسعار السوقية المتوقعة لأسهم الشركات التي تنشط في سوق كفاء للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، القيمة للسهم، الارباح المحققة، الارباح الموزعة، مجتمع بيوفارم، مجتمع صيدال

*المؤلف المراسل

1. مقدمة:

تُعتبر سياسة توزيع الأرباح قراراً استراتيجياً للمؤسسة الاقتصادية، ذلك أنها تهتم جمهور المستثمرين والمؤسسة على حدٍ سواء. هذه الأخيرة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى؛ إذ يتوقع المستثمر عائداً مُغرباً جزاء استثمار أمواله في راس مال المؤسسة والذي يتم ادارته من طرف مسيرين على دراية كافية بوضعية المؤسسة المالية ومتطلباتها المستقبلية. أما المؤسسة فتسعى الى الاستفادة من الأرباح المحققة واستغلالها في تمويل مشاريعها وتعظيم قيمتها السوقية عن طريق الارتفاع في أسعار الاسهم السوقية، إذ يعتبر حافز الحصول على الأرباح من طرف المستثمر خير مفسر لقيمة أسهم المؤسسة المسعرة في بورصة الأوراق المالية.

بناء على ما تقدّم يمكن طرح الاشكالية التالية: هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على الأسعار السوقية لأسهم المؤسسة المسعرة في البورصة ؟

وللإجابة على هذه الاشكالية، سنستعين بوضع الفرضيات التالية:

- لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح المستقرة على سعر السهم السوقية.
- يوجد تأثير لسياسة الفائض من الأرباح على سعر السهم السوقية.
- تتأثر سياسة توزيع الأرباح بمقدار الأرباح المحققة على مستوى المؤسسة.

وتهدف هذه الدراسة الى محاولة معرفة طبيعة العلاقة الموجودة بين سياسة توزيع الأرباح على مستوى المؤسسة الاقتصادية كقرار مالي وسعر السهم السوقية الخاضع لقوانين العرض والطلب، إذ نصل الى اسقاط ما توصلت اليه عديد الدراسات في حقل الادارة المالية في هذا الموضوع على المجمعين بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية باعتبارهما شركتين مسعرتان في بورصة الجزائر وتنشطان في نفس القطاع. وسنعمد في ذلك على مجموعة من المؤشرات والنسب المالية لتحليل ومقارنة النتائج بين المجمعين، إذ سنحاول معرفة العلاقة التي تربط الأرباح المحققة بالأرباح الموزعة والمحتجزة من جهة، وربط ذلك مع مردودية السهم وسعره المتوقع بيع التوزيع من جهة أخرى. ثم نوضح طبيعة العلاقة أكثر بالاستعانة بمؤشرين من مؤشرات الأسواق المالية وهما: مؤشر عائد المساهم الكلي " TSR " ومؤشر سعر السهم الى ربحيته " PER ". وهذا كله بعد التطرق الى المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة.

2. مفهوم قيمة السهم:

يمكن القول أن قيمة السهم من المنظور المالي هي تلك القيمة النقدية الحقيقية (العادلة) والتي تحظى بالقبول لدى أغلب الأطراف المتعامل معها عند كل مرحلة من طلب قياسه. حيث أن تلك القيمة النقدية الحقيقية تعكس حقيقة التدفقات النقدية المستقبلية للأصل المالي.

1.2. تحديد القيمة السوقية للسهم: يتوقع حملة الأسهم العادية ارتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقرها المؤسسة، أو على الأقل عدم انخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك، وباعتبار القيمة السوقية للسهم تهم - على حد سواء - المالك و المؤسسة، ونظرا للمحاولة الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهتمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها والتي خصها الأستاذين عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص في أربعة عناصر أساسية هي (عبد الغفار وسمية، 2002، الصفحات 16-25) :

1.1.2 علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته: نظرا لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني ان الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرين السابقين زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الاستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة أسهمها.

2.1.2 القيمة الحالية للسهم و زمن تحقق الأرباح: تربط علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم، والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح .

3.1.2 القيمة الحالية للسهم والسيولة: يعبر عن السيولة بمدى القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية، وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم و السيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم ارتفاعا.

4.1.2 القيمة الحالية للسهم و القدرة على أداء الإلتزامات: إن النسب المستخرجة من القوائم المالية تبيّن و توضّح حجم الأصول والمديونية؛ حق الملكية، والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء استحقاقها (إجمالي الأصول/المديونية)، وبذلك كلما كان المعدل كبيرا كان الأثر إيجابي على قيمة السهم، وعلى العكس تماما في حال عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، مما يؤدي إلى

تخفيض هامش الأمان على الاستثمارات المرتقبة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وتلعب البورصة دورا مهما في تحديد القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال المعلومات التي توفرها للمستثمرين لأن مثل هذه العملية تحتاج إلى معلومات على درجة عالية من الشفافية و الإفصاح، ومن حيث كميته ونوعيتها (عدنان و فؤاد، 2009، صفحة 131).

3. سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية

1.3 مفهوم سياسة توزيع الأرباح: تحظى سياسة توزيعات الأرباح بعناية خاصة لما لها من تأثير مباشر على تعظيم ثروة المساهمين و السعر السوقي لأسهم المؤسسة المسعرة في آن واحد، ويمكن تبيان مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال التعاريف الآتي ذكرها :

✓ يرى كل من جوزيف أنطوان وماري كلير على أنها: " فلسفة لمجلس الإدارة متعلقة بالأسلوب الذي تنوي الشركة إتباعه لمكافأة مساهميها " (جوزيف و ماري، 2010، صفحة 525) .

✓ في حين ذهب "Justin PETTIT" الى القول بأنها: كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها وإعادة استثمارها، أو بتوزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (شكل نقدي، شكل أسهم...) (Justin, 2007, p. 161) .

✓ وعلى غرار هؤلاء يرى محمد زرقون أنها الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين " (زرقون، 2010، الصفحات 84-85)

بناء على ما تقدم من مفاهيم؛ يمكن القول أنها: هي أهم السياسات التمويلية في المؤسسة نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على سعر السهم في السوق، فهي معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود نظير مساهمتهم في رأس مال المؤسسة. تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات، ما يجعل المؤسسة تبحث على أفضل تسوية بين توزيع مبلغ ربح كاف بهدف تقادي استياء المساهمين واستبقاء مبلغ كاف لدعم الخطط الاستثمارية المستقبلية للمؤسسة.

4. أثر سياسة توزيع الأرباح المنتهجة على السعر السوقى للسهم

سنحاول في هذا الجزء - في ظل فرضية أن الأرباح الموزعة تكون فقط في شكل نقدي - توضيح العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها المؤسسة الاقتصادية و أرباح أصحاب الاسهم (ربحية السهم الواحد EPS). فإذا كانت سياسة توزيع الأرباح مستقرة؛ فهذا يعني أن المساهمين على دراية مسبقة بحجم الأرباح العادية التي يمكن الحصول عليها. أما إذا كانت سياسة التوزيعات غير مستقرة؛ فالمؤسسة تستطيع أن تعدل وبشكل مثير التوزيعات المدفوعة لأصحاب الاسهم، إذ تعتبر هذه الخطوة قرار تمويلي لجذب أكبر عدد ممكن من المساهمين على مستوى سوق الأوراق المالية، وبالتالي التأثير على القيمة السوقية للسهم ومن ثمة القيمة السوقية للشركة. والعكس بالعكس.

وغالبا ما يكون للأرباح الموزعة انعكاسات مباشرة على قيمة الشركة من خلال تأثيرها على أسعار الأسهم التي تصدرها. إذ يسعى المستثمر الى نوعين من الأرباح؛ ربح عادي يوزع على مستوى الشركة. و ربح الرأسمالي الناتج عن زيادة سعر السهم السوقى. والجدير بالذكر أن أغلبية المساهمين يفضلون عادة الأرباح العادية (الموزعة نقدا) على الأرباح الرأسمالية لعدة اعتبارات نذكر منها:

✓ تفادي حالة عدم التأكد التي تتسم بها أسواق الأوراق المالية والأرباح الرأسمالية.

✓ يعتمد بعض المساهمين على الأرباح العادية كمصدر للدخل

✓ توزيع الأرباح نقدا يدل على قوة الشركة من حيث سيولتها وربحيتها.

سنعتمد في هذه الدراسة التحليلية المقارنة على شركتين اقتصاديتين تنشطان في نفس القطاع (قطاع انتاج وتوزيع المواد الصيدلانية)، حيث تعرف الشركة الأولى (مجمع بيوفارم Biopharm) على انتهاجها لسياسة توزيع للأرباح غير ثابتة، بل ومتزايدة من سنة الى أخرى نظير تزايد الأرباح المحققة. في حين تمتاز الشركة الثانية (مجمع صيدال Sidal) باتباعه لسياسة توزيع للأرباح مستقرة من سنة الى أخرى مهما كانت الأرباح المحققة.

وعلى هذا الأساس؛ أردنا دراسة علاقة التأثير والتأثر بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم السوقية للمجمعين استنادا الى عدة مؤشرات معروفة ومعتمد عليها في التقييم.

وقد كانت فترة الدراسة لأربع سنوات فقط (من 2015-2018) للأسباب التالية:

◆ فضلنا أن تكون المعلومات مستحدثة وفقا لسلسلة زمنية حديثة للشركتين.

- ◆ دخول مجمّع بيوفارم لبورصة الجزائر كان أواخر سنة 2015 (اعتماد لجنة COSOB في 2015-12-22) وهو ما جعل فترة الدراسة محدودة بُغية المقارنة بين المجمعين.
- ◆ استنتجنا سنة 2019 لعدم توفر المعلومات الكافية (قوائم مالية سداسية لسنة 2019).

إنّ المؤشّرات المعتمد عليها في التحليل والمقارنة بين الشركتين تتمثل في التالي:

1.4 طبيعة سياسة توزيع الأرباح المنتهجة: سنحاول حساب الأرباح المحققة لكل سهم واتجاه تغيّرها لكل شركة على حدى، ومقارنة الأرباح الموزعة مع المحتجزة لمعرفة طبيعة سياسة التوزيعات المتبعة وعلاقتها مع سعر السهم. ويمكن حساب الأرباح المحققة بالعلاقة التالية:

$$Bénéfice\ net\ par\ action_{BPA} = \frac{Résultat_{Net}}{Nombres\ d'actions} \dots \dots \dots 01$$

وفي ما يلي النتائج المتوصل إليها للشركتين من خلال الجداول التالية:

أولاً: مجمّع بيوفارم " Biopharm " لإنتاج وتوزيع المواد الصيدلانية: يمثل الجدول أدناه الأرباح المحققة والأرباح الموزعة للمجمّع خلال الفترة الزمنية: 2015-2018. حيث سيتم تحليل تغيّر الأرباح الموزعة لتغيّرات الأرباح المحققة في مرحلة أولى، ومن ثمة علاقة هذا التغيّر بمرودية السهم تبعاً وأسعاره السوقية المتوقعة في مرحلة ثانية كما يلي:

جدول 01: الأرباح المحققة والموزعة لمجمّع بيوفارم (Biopharm) للفترة: 2015-2018

الوحدة: دج

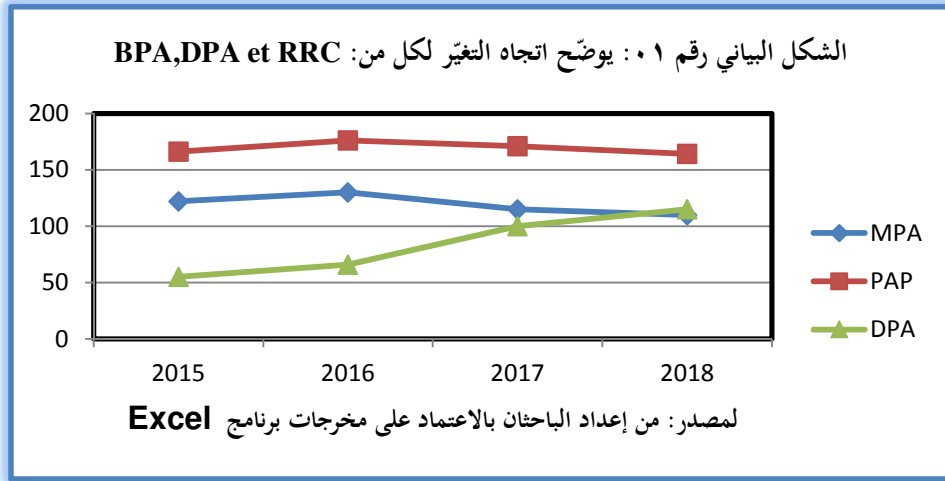
البيان	2015	2016	var%	2017	var%	2018	var%
النتيجة الصافية للمجمّع $10^6 \times$	4 453	5 552	+24 %	6 498	+17 %	7 525	+15 %
أرباح محققة للسهم BPA	173,21	216	+24 %	253,11	+17 %	293,16	+15 %
أرباح موزعة للسهم DPA	55	66	+20 %	100	+51 %	115	+15 %
أرباح محتجزة للسهم RRC	118,21	150	+26 %	153,11	+02 %	178,16	+16 %

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية للمجمّع وكذا الموقع: www.sgbv.dz

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه؛ أن النتائج الصافية المحققة لمجمّع بيوفارم في تزايد مستمر من سنة 2015 الى غاية 2018 حيث قدّرت الزيادة سنة 2016 بأكثر من: 24 %،

لتبقى الزيادة موجبة ومتناقصة لسنتي 2017 و2018 أين قَدَّرت بأكثر من 15%. ويرجع السبب في ذلك الى سياسة الدولة في تشجيع الانتاج المحلي سيما في مجال المضادات الحيوية (النشاط المحوري لمجمّع بيوفارم)، وهو ما رفع من مبيعات المجمّع وبالتالي النتائج المحققة.

هذا الأمر أثار بدوره على سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المجمّع؛ فمن جهة يتبع مجمّع بيوفارم سياسة الفائض في التوزيع من سنة الى أخرى. حيث عرفت الأرباح الموزعة ارتفاعا خلال كل السلسلة الزمنية لتبلغ سنة 2018: 115 دج للسهم الواحد وازيادة نسبية قدرها: 15% . ومن جهة أخرى فإن الأرباح المحتجزة هي الأخرى كانت قيمها متزايدة من 118 دج للسهم الواحد سنة 2015 الى غاية 178 دج للسهم الواحد سنة 2018، وهو الأمر الذي يدل على رؤية الشركة المستقبلية؛ بحيث تحاول جذب اكبر عدد ممكن من المستثمرين المحتملين نتيجة توزيع الأرباح بنسب متزايدة. إذ أن هذا القرار من شأنه التأثير على القيمة السوقية لسهم المجمّع نتيجة زيادة الطلب عليه في البورصة وإن كان العائق الرئيس في حالتنا هذه هو عدم كفاءة بورصة الجزائر من حيث تسعير وتداول الأوراق المالية المسعرة بها. ومن جهة أخرى فإن المجمّع حافظ على معدلات متزايدة للأرباح المحتجزة لتمويل المشاريع الاستثمارية المستقبلية وبالتالي الحفاظ على حصة المساهمين القدامى والحاليين. والشكل البياني التالي يوضح اتجاه التغير لمختلف المتغيرات المشار اليها أعلاه:



بعد إبراز وتحليل متغيرات الأرباح المحققة، الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة لمجمّع بيوفارم؛ سنحاول دراسة هذا التغيّر على القيم السوقية لسهم المجمّع. وذلك بحساب معدّل توزيعات الأرباح وكذا سعر السهم بعد التوزيع وفقا للعلاقات التالية: (محمد علي، 2015، صفحة 487)

$$\text{Taux de distribution } T_{DPA} = \frac{DPA}{BPA} \dots \dots \dots 02$$

كما يمكن حساب معدّل العائد المتوقع بعد التوزيع وفقا للعلاقة التالية: (عبد الغفّار، 2002، صفحة 215)

$$\text{Taux de rentabilité prévisionnel } TRP = \frac{DPA}{M_{PA}} + T_{DPA} \dots \dots 03$$

ومنه يكون سعر السهم السوقي المتوقع بعد توزيع الأرباح وفق العلاقة التالية:

$$\text{Prix de l'action prévisionnel } PAP = M_{PA} \times (1 + TRP) \dots \dots 04$$

والجدول التالي يوضّح أثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي المتوقع لمجمّع بيوفارم:

جدول 02: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المتوقع للفترة: 2015-2018

الوحدة: دج

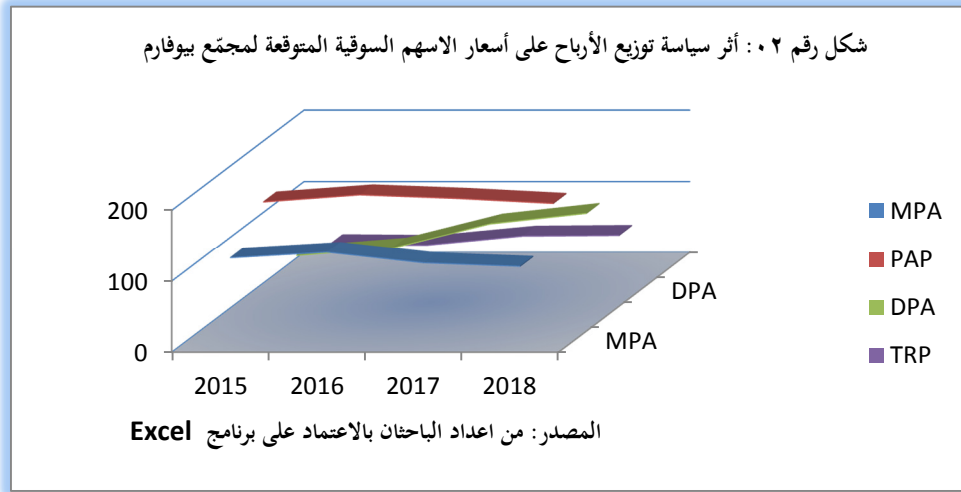
2018	2017	2016	2015	مجمّع بيوفارم "Biophrm"
293,16	253,11	216	173,21	الأرباح المحققة لكل سهم BPA
115	100	66	55	الأرباح الموزعة لكل سهم DPA
39,23 %	39,51 %	30,55 %	31,75 %	معدّل نمو توزيعات الأسهم T _{DPA}
1 100	1 156	1 304	1 225	متوسط السعر السوقي للسهم M _{PA}
49,68 %	48,16 %	35,61 %	36,24 %	معدّل العائد المتوقع بعد توزيع الأرباح TRP
1 646	1 712	1 768	1 668	سعر السهم السوقي المتوقع بعد التوزيع PAP

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية للمجمّع وكذا الموقع: www.sgbv.dz

يظهر من الجدول أعلاه، أن معدّل "TRP" تحسن من سنة 2016 بنسبة: 35 % الى نسبة : 49 % سنة 2018 وهي معدّلات تدلّ على مردودية السهم المتوقعة على مستوى السوق بعد قرار توزيع الأرباح من سنة مالية الى أخرى. إلا أنّ سعر السهم السوقي "PAP" بعدما ارتفع

سنة 2016 دج الى قيمة 1768 وبمعدل نمو للأرباح قدره: 30 %؛ فقد عرف قيما موجبة ومتناقصة خلال باقي سنوات الدراسة ليصل الى قيمة 1646 دج سنة 2018. وسبب ذلك هو الانخفاض في متوسط الاسعار السوقية لأسهم المجمع بالرغم من تزايد قيم الأرباح الموزعة. وهذا ما أدى بنا الى حساب المرودية المتوقعة والأسعار السوقية المتوقعة لعدم كفاءة بورصة الجزائر ويُعدها عن ترجمة الأداء الفعلي للشركة.

وبالتالي يمكننا القول أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء الاسهم في الاسواق المالية تحت شرط كفاءة الأسواق؛ إذ أن انتهاج الشركة لسياسة الفأض في توزيع الأرباح سيؤدي لا محالة الى التأثير على أسعار الأسهم السوقية. لأن ذلك يعدّ بمثابة اشارة ايجابية لجمهور المستثمرين على أن الشركة قادرة على تحقيق الأرباح وتوزيعها وبالتالي سلامتها من ناحية الملاءة المالية والقدرة على السداد. وقد أفادت العديد من الدراسات بأن أسعار الاسهم السوقية تزداد عند تاريخ الاعلان عن الارباح على غرار دراسة: " Dhatt et Al " 1997؛ حيث تمت هاته الدراسة على مستوى السوق اليابانية، بهدف معرفة العلاقة بين أسعار الأسهم وبين الاعلان عن توزيعات الأرباح. و توصلت الى وجود علاقة طردية بين أسعار الأسهم والتوزيعات النقدية، وأن الأسعار ترتفع بشكل ملحوظ عند تاريخ الاعلان عن التوزيعات. والشكل البياني التالي يوضح سياسة توزيع الارباح وأثرها على الأسعار السوقية للمجمع:



ثانيا: مجمع صيدال "Saidal" للصناعة الصيدلانية: يمثل الجدول أدناه الأرباح المحققة والأرباح الموزعة للمجمع. حيث سيتم أيضا تحليل تغير الارباح الموزعة تبعا لتغيرات الأرباح المحققة في

مرحلة أولى، ومن ثمة علاقة هذا التغيّر بمرودية السهم وأسعاره السوقية المتوقعة في مرحلة ثانية وذلك لتحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأسعار السوقية كمايلي:

جدول رقم 03: الأرباح المحققة والموزعة لمجمّع صيدال (Saidal) للفترة: 2015-2018

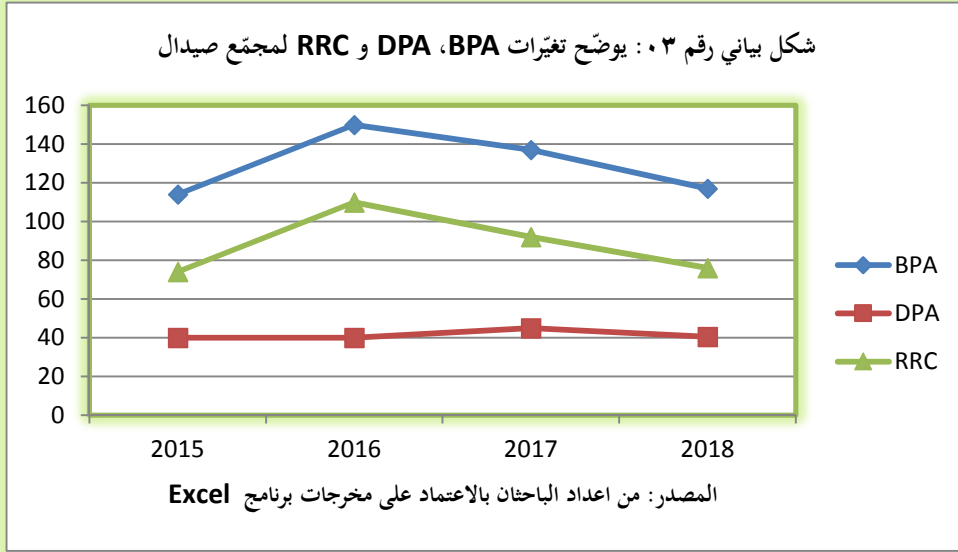
الوحدة: دج

البيان	2015	2016	var%	2017	var%	2018	var%
النتيجة الصافية للمجمّع $10^6 \times$	1 143	1 509	+ 32 %	1 376	- 08 %	1 174	-17,2 %
أرباح محققة للسهم BPA	114,38	150,91	+32 %	137,62	-08 %	117,42	-17,2 %
أرباح موزعة للسهم DPA	40,00	40,00	0 %	45,00	+12 %	40,5	-10 %
أرباح محتجزة للسهم RRC	74,38	110,91	+ 49 %	92,62	-16 %	76,92	-16,9 %

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية للمجمّع وكذا الموقع: www.sqgv.dz

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه؛ أن النتائج الصافية المحققة لمجمّع صيدال قد زادت من سنة 2015 الى سنة 2016 من: 32 %، لتبقى الأرقام والنتائج المحققة موجبة غير أنها متناقصة لسنتي 2017 و2018 (ميل سالب) أين قدر الانخفاض بـ: -17 % سنة 2018. ويرجع السبب في ذلك - حسب تقرير مجلس الادارة لسنة 2018- الى الانخفاض الملحوظ في رقم الأعمال، زيادة مشتريات المجمّع المستهلكة وكذا الزيادة في أعباء المستخدمين.

هذا الأمر أثر بدوره على سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المجمّع؛ فمن جهة يتبع مجمّع صيدال سياسة توزيع أرباح مستقرة نسبيا من سنة الى أخرى. حيث تراوحت الأرباح الموزعة بين 40 و 45 دج للسهم الواحد. ومن جهة أخرى فإن الأرباح المحتجزة كانت قيمها متذبذبة؛ حيث ارتفعت من 74 دج للسهم الواحد سنة 2015 الى غاية 110 دج للسهم الواحد سنة 2016، أما في سنتي 2017 و 2018 فقد تراجعت قيم الأرباح المحتجزة بنسبة 16 % . والشكل البياني التالي يوضّح اتجاه تغيّر المتغيّرات المشار إليها أعلاه:



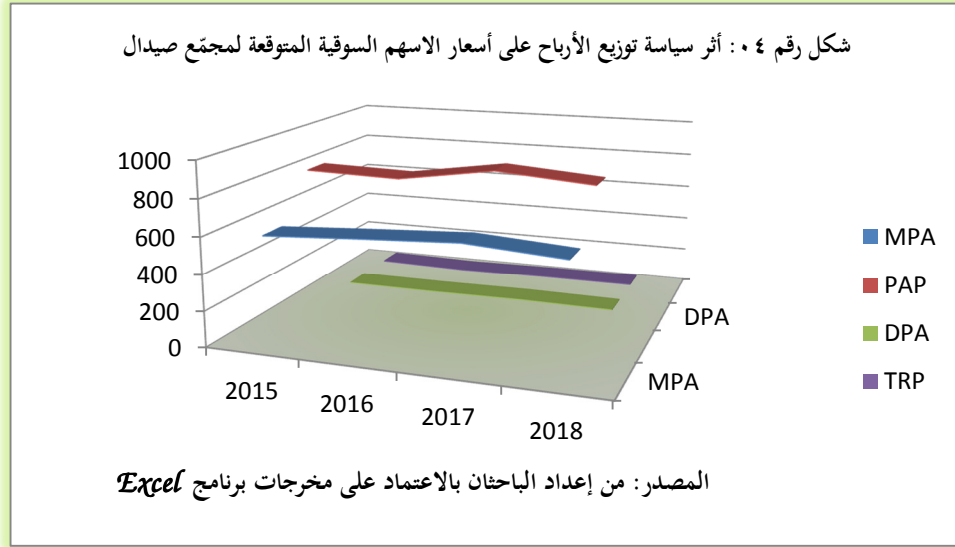
بعد إبراز وتحليل متغيّرات سياسة توزيع الأرباح لمجمّع صيدال؛ سنحاول دراسة هذا التغيّر على القيم السوقية لسهم المجمّع. ومن أجل ذلك سنعمد الى حساب معدّل توزيعات الأرباح وكذا سعر السهم بعد التوزيع بالاعتماد على العلاقات الرياضية 02، 03 و 04 كمايلي:

جدول رقم 04: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم المتوقع للفترة: 2018-2015
الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	مجمّع صيدال " Saïdal "
117,42	137,62	150,91	114,38	الأرباح المحققة لكل سهم BPA
40,5	45,00	40,00	40,00	الأرباح الموزعة لكل سهم DPA
34,49 %	32,7 %	26,57 %	34,97 %	معدّل نمو توزيعات الأسهم T_{DPA}
616	650	623	593	متوسط السعر السوقي للسهم M_{PA}
41,06 %	39,62 %	32,99 %	41,71 %	معدّل العائد المتوقع بعد التوزيع TRP
868	907	828	840	سعر السهم السوقي المتوقع بعد التوزيع PAP

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على القوائم المالية للمجمّع وكذا الموقع: www.sgbv.dz
يظهر من الجدول أعلاه، أن معدّل "TRP" انخفض من سنة 2015 الى 2016 بنسبة: -21,95% وذلك راجع الى انخفاض معدّل نمو الأرباح، بينما تحسن معدّل العائد المتوقع من سنة 2016 الى سنة 2018 بمعدّلات تراوحت بين: 32% و 41%. وهي معدّلات تدلّ على مردودية السهم المتوقعة على مستوى السوق بعد قرار توزيع الأرباح على مستوى الشركة من سنة مالية الى أخرى. إلا أنّ سعر السهم السوقي المتوقع بعد توزيع الأرباح عرف تذبذباً من سنة الى أخرى، حيث بعدما انخفض سنة 2016 دج الى قيمة 828 دج للسهم الواحد وبمعدّل نمو للأرباح قدره: 26%؛ فقد عرفت ارتفاعاً سنة 2017 بقيمة 907 دج للسهم الواحد وانخفاضاً سنة 2018 الى قيمة 868 دج للسهم الواحد. ويرجع السبب في ذلك الى التذبذب الحاصل في متوسط الاسعار السوقية لأسهم المجمّع، وكذا استقرار الأرباح الموزعة بالرغم من تناقص الأرباح المحققة خلال سنوات الدراسة. وهذا ما أدى بنا الى حساب المردودية والاسعار السوقية المتوقعة لعدم كفاءة بورصة الجزائر وبعدها عن ترجمة الأداء الفعلي للشركة.

وبالتالي يمكننا القول أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء الاسهم في الاسواق المالية تحت شرط كفاءة الأسواق؛ إذ أن انتهاج الشركة لسياسة الأفضّل في توزيع الأرباح - تماشياً والزيادة في الأرباح المحققة- سيؤدي لا محالة الى التأثير على أسعار الأسهم السوقية. لأنّ ذلك يعدّ بمثابة إشارة ايجابية لجمهور المستثمرين على أنّ الشركة قادرة على تحقيق الأرباح وتوزيعها وبالتالي سلامتها من ناحية الملاءة المالية والقدرة على السداد. وقد أفادت العديد من الدراسات بأنّ أسعار الاسهم السوقية تزداد عند تاريخ الاعلان عن الاسهم على غرار دراسة: فريدريك رومان " La politique des dividende Familiales cotées en Bourse " 2000: المعنونة بـ: العائلية المسعرة في السوق المالية الفرنسية، حيث شملت الدراسة 106 مؤسسة عائلية فرنسية ناشطة في المجال الصناعي والتجاري خلال الفترة الممتدة من 1989 الى غاية 1993. وتوصل الباحث الى أن الاعلان عن التوزيعات ذو تأثير إيجابي وذو معنوية على أسعار الأسهم. والشكل البياني التالي يوضّح اتجاه تغيّر المتغيّرات الآتفة الذكر:



2.4 / مؤشر عائد المساهم الكلي (TSR) (Total Shareholder Return) : يستعمل هذا المؤشر من اجل معرفة المسار التاريخي والحالي للسهم، ذلك أن القيمة السوقية قد تتأثر أثناء الأزمات ولا تعبر حقيقةً عن الوضعية المالية للمؤسسة. ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$TSR = \frac{P_0 - D + P_1}{P_0} \dots \dots \dots 05$$

- P_0 : سعر السهم السوقي في بداية الفترة، P_1 : سعر السهم السوقي في نهاية الفترة، D : الأرباح الموزعة للفترة.

أولاً: مجمع بيوفارم "Biopharm": سنحاول من خلال الجدولين 5 و 6 حساب مؤشر عائد المساهم الكلي للمجمعين، وذلك باستخراج الأسعار السوقية في بداية ونهاية كل سنة كمايلي:

جدول رقم 05: يوضح عائد المساهم الكلي لمجمع بيوفارم (Biopharm) للفترة: 2018-2015

الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	مجمع بيوفارم
1 020,00	1 211,00	1 273,00	/	P_0
1 150,00	1 020,00	1 211,00	/	P_1
100	66	55	/	D
02,03	01,79	01,91	/	TSR

المصدر : من اعداد الباحثان بالاعتماد على الموقعين : www.sgbv.dz et www.cosob.com

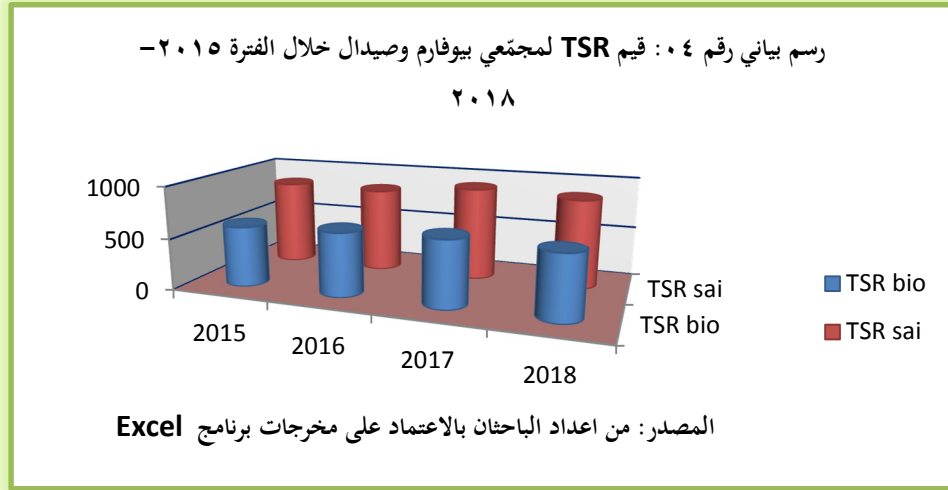
ثانياً: مجمّع صيدال " Soidal " : حيث تظهر النتائج في الجدول الظاهر أدناه كمايلي:
 جدول رقم 06: يوضّح عائد المساهم الكلي لمجمّع صيدال (Soidal) للفترة: 2015-2018
 الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	مجمّع صيدال
660,00	525,00	640,00	560,00	P_0
635,00	660,00	525,00	640,00	P_1
40,5	45,00	40,00	40,00	D
1,90	2,17	1,76	2,07	TSR

المصدر : من اعداد الباحثان بالاعتماد على الموقعين : www.sgbv.dz et www.cosob.com

يلاحظ من خلال الجدولين أعلاه؛ أنه وعكس مجمّع بيوفارم، فإنّ مجمّع صيدال قد استطاع تحقيق قيم لعائد المساهم الكلي أحسن نسبياً من تلك المحققة من طرف مجمّع بيوفارم. حيث كانت أقل قيمة سنة 2016 ب: 01.76 وأكبر قيمة سنة 2017 ب: 02.17، وهو الأمر الذي يُفسر بسياسة توزيع الأرباح المستقرة التي يتبعها المجمّع؛ إذ أن المساهم يتمكن من الحصول على حد أدنى من الأرباح (40 دج كحد أدنى للسهم الواحد) خلال كل سنة مالية بالرغم من التقلبات في الاسعار السوقية وكذا الأرباح المحققة من سنة الى أخرى. وهذا عكس المساهم في مجمّع بيوفارم الذي كانت عوائده لم تتجاوز قيمة 02.03 خلال سنة 2018 كحد أقصى بالرغم من أن الأرباح الموزعة لذات السنة فاقت الـ: 115 دج للسهم الواحد، وهو مبلغ يقارب ثلاثة أضعاف ما تحصل عليه المساهم في مجمّع صيدال. إلا أنّ الارتفاع في الطلب على أسهم مجمّع بيوفارم من شأنه أن يؤثر ايجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة نتيجة شعور المساهمين وجمهور المستثمرين بالرضا حول أداء المؤسسة المالي، وهو الأمر الذي يُظهره التطور الحاصل في معدل العائد المتوقع كما رأينا سابقاً.

هذا الأمر يقودنا الى القول الى أنّ المساهم من حيث الواقع العملي يفضل سياسة توزيع الأرباح الثابتة والمستقرة مقارنة بسياسة توزيع الارباح المتغيرة، وذلك لخوفه من حالات عدم التأكد التي غالباً ما تصاحب عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية. والرسم البياني التالي يوضّح عملية المقارنة بين المجمعين:



3- مؤشركمية السهم الى ربحيته (Price /Earning Ratio) PER : يعتبر هذا المعدل ذو أهمية كبيرة في تقييم الاسهم كونه دالة لنمو المؤسسة تبعا لربحية السهم، فالمستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية. ويعرف المحللون الأسهم ذات المؤشر المرتفع بأسهم نمو (PEG (price earning growth) عكس المؤسسات ذات المؤشر المنخفض حيث يطلق على اسهمها أسهم القيمة (Value Stock)، وتعطى علاقة هذا المؤشر كالتالي:

$$PER = \frac{PV}{EP_s} \dots \dots \dots 06$$

PV : قيمة السهم ؛ EP_s : ربحية السهم

أولاً: مجمع بيوفارم "Biopharm" : حيث سيتم وفق العلاقة الرياضية رقم 06 احتساب مؤشر قيمة السهم الى ربحيته وفق الجدول التالي:

جدول رقم 07: يوضح مؤشر "PER" لمجمع بيوفارم (Biopharm) للفترة: 2015-2018

الوحدة: دج

2018	2017	2016	2015	مجمع بيوفارم
1 100	1 156	1 304	1 225	Cours de l'action (PA)
293,16	253,11	216	173,21	Benefice net par action (BPA)
03,75	04,57	06,04	07,07	Price Earning Ratio (PER)

المصدر : من اعداد الباحثان بالاعتماد على الموقعين : www.sgbv.dz et www.cosob.com

يظهر من الجدول أعلاه؛ أن القيم الجدولية لمؤشر " PER " كانت موجبة ومتناقصة من سنة الى أخرى. حيث بلغت سنة 2015 قيمة: 7.07 وهي تعني أن قيمة السهم السوقية تساوي أكثر من سبعة مرات الأرباح المحققة للسهم الواحد، (Yannick, 2017, p. 201) غير أن هذه القيمة انخفضت الى غاية: 3.75 سنة 2018 أين أصبح السعر السوقي للسهم يساوي فقط ثلاثة أضعاف الأرباح المحققة للسهم الواحد. حيث نلاحظ أن المؤشر قد تراجع بأكثر من 46 % خلال أربع سنوات. ويرجع السبب في ذلك - حسب اعتقادنا - الى عدم التناسب بين التغير في الاسعار السوقية والتغير في الأرباح الصافية المحققة على مستوى مجمع بيوفارم، إذ أن الارتفاع في الأرباح المحققة لكل سهم من سنة الى أخرى لم يصاحبه ارتفاع مقابل في الاسعار السوقية لأسهم المجمع نظر لعدم كفاءة بورصة الجزائر وطبيعة البيئة الاقتصادية والاجتماعية التي تنشط فيها هذه الأخيرة.

جدول رقم 08: يوضح "PER" لمجمع صيدال (Saidal) للفترة: 2015-2018

الوحدة: دج

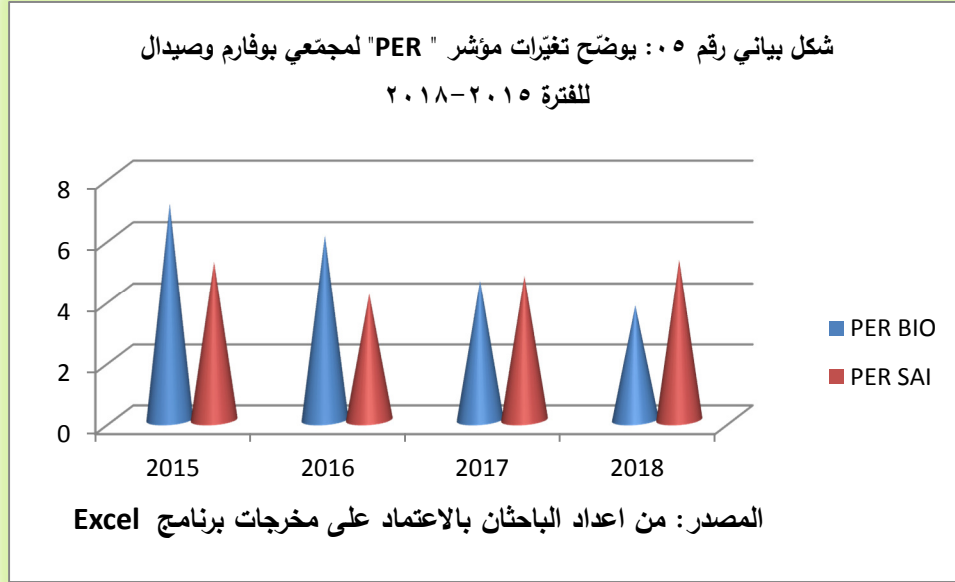
2018	2017	2016	2015	مجمع صيدال
616	650	623	593	Cours de l'action (PA)
117,42	137,62	150,91	114,38	Benefice net par action (BPA)
05,25	04,72	04,13	05,18	Price Earning Ratio (PER)

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على الموقعين: www.sgbv.dz et www.cosob.com

يظهر من القيم الخاصة بمؤشر " PER " بالجدول أعلاه؛ أن مجمع صيدال قد حقق قيمة موجبة على طول السلسلة الزمنية المعتمدة. فقد انخفضت قيمة المؤشر خلال سنة 2016 الى: 4.13 بعدما كانت تساوي الى: 5.18 سنة 2015. غير أن القيم عرفت بعد ذلك ارتفاعا بزيادة متزايدة (ميل حدي موجب) خلال باقي السنوات أين وصلت خلال سنة 2018 الى قيمة: 5.25، أي أن السعر السوقي للسهم أصبح يساوي أكثر من خمسة أضعاف الأرباح المحققة للسهم الواحد. وهو مؤشر جيد على مدى تأثير الاسعار السوقية بسياسة توزيع الأرباح المستقرة التي يتبعها المجمع؛ حيث أنه ورغم تراجع الأرباح المحققة خلال سنتي 2017 و 2018 إلا أن المجمع حافظ على الحد الأدنى للأرباح الموزعة. وهو ما يعني ارسال اشارات ايجابية لفائدة المستثمرين على مستوى السوق بإمكانية تحقيق المجمع لأرباح مستقبلية وكذا سلامته من ناحية الربحية والسياسة المالية المنتهجة.

إن سياسة الأرباح المستقرة التي يتبعها المجمع جعلت قيم مؤشر " PER " ذات تشتت صغير مقارنة بالتشتت الحاصل في قيم مجمع بيوفارم. إذ نلاحظ أن القيم محصورة ضمن المجال]

4.13 ، 5.25] وهذا ما يدل على فعالية سياسة توزيع الأرباح المنتهجة وتأثيرها على اتجاه تغير أسعار الاسهم السوقية، والرسم البياني التالي يوضح مؤشر سعر السهم الى ربحيته لمجمعي بيوفارم وصيدال:



5. تحليل النتائج: بعد عرض، تحليل ومقارنة النتائج لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة وتوزيع المواد الصيدلانية؛ يمكن استخراج النتائج التالية:

- تتأثر سياسة الأرباح بحجم الأرباح فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأرباح المحققة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع ثابتة بحدود دنيا، وذلك على عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها، ويرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي تعكسها سياسة التوزيعات. كما تهدف المؤسسات إلى تعظيم الأرباح المتوقعة لتتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح ، ونجد أن اغلب السيرين الماليين يميلون نحو الزيادة التدريجية وغير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح أولا ، والتحرر نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانيا. وهو ما يجعلنا نقبل الفرضية الثالثة.

• يحتوي مستوى التوزيعات على إشارات، لذا يهدف المسير الى التعبير على حالة الشركة المالية من وراء التوزيعات. بحيث ينظر إليها على أنها معلومات حول الربحية المستقبلية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية، تعكس مدى النجاح المتوقع ، فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة لتوزيع الأرباح، ثم تجري عليها تعديل، فسوف يفهمه المتعاملون في السوق على انه إشارات للتوقعات بشأن الربحية المستقبلية ، مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم. وهو ما يجعلنا نرفض الفرضية الأولى.

• تؤدى سياسة الفائض في التوزيع دورا هامًا في تحديد قيمة السهم السوقية، فالتوزيعات المتزايدة تعكس الأداء الجيد للشركة وقدرتها على دفع هذه التوزيعات في آجالها. وهو ما يجعل أغلبية المستثمرين يميلون الى دفع أسعار مرتفعة على أسهم المؤسسات التي توزع أعلى الأرباح. وبالتالي نقبل الفرضية الثانية.

6. خاتمة:

يُعرف تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين على أنه تعظيم القوة الشرائية من خلال توزيعات الأرباح على حملة الأسهم أو ارتفاع أسعار اسهمهم في السوق، هذه الاسعار السوقية التي أصبحت الهدف الرئيس للإدارة المالية على مستوى الشركات الاقتصادية. هذا ويمكن القول بأن سياسة توزيع الارباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الاسهم في السوق المالية، وتتعلق سياسة توزيع الارباح بتقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة أو أرباح محتجزة، مع مراعاة أن سياسة توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف المؤسسات الاقتصادية وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين. هذه المراجعة والمفاضلة جعلت سياسة توزيع الأرباح بمثابة اللغز الذي حاولت العديد من البحوث حل عقده، واعطاء تفسير منطقي لها بما يتماشى وواقع المؤسسات التي تختلف ظروفها، سياساتها والبيئة التي تنشط فيها. وهو الأمر الذي أدى الى ظهور العديد من النظريات والنماذج لسياسة توزيع الأرباح و أثرها على قيمة المؤسسة وأسعار أسهمها، تحت قيود المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتحكم في نشاطات المؤسسة.

- وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة الى النقاط الآتي ذكرها:
- ✓ يتبع مجمّع صيدال سياسة توزيعات للأرباح مستقرة نوعا ما (الاستقرار في معدّل التوزيع وليس في القيمة النقدية للتوزيعات) وهذا من أجل الحفاظ على الدخل العادي للمساهمين والشركاء ودعم الاسعار والقيمة السوقية للمجمّع.
 - ✓ فضّل مجمّع بيوفارم سياسة توزيعات الأرباح غير المستقرة، اذ تتحكم الارباح المحققة في معدّل التوزيعات بالزيادة أو النقصان. وهو أمر من شأنه أن دافعا قويا للمسيّرين والمساهمين على بذل جهود اضافية لتحقيق أرباح معتبرة من سنة مالية الى أخرى وبالتالي زيادة معدّلات الارباح الموزعة.
 - ✓ توصلنا من خلال هذه الدراسة الى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيم السوقية لأسهم الشركات المسعّرة في بورصة الاوراق المالية تحت شرط الكفاءة في التسعير والشفافية والمصادقية في الإفصاح المالي.

بناء على ما تقدّم؛ فإننا نوصي بمجموعة من الاقتراحات كالتالي:

- تفعيل وتنشيط الاستثمار على مستوى بورصة الجزائر بما يرفع من كفاءتها في تسعير الأصول المالية وترجمة الأداء الفعلي للشركات المدرجة.
- إعادة إجراء هاته الدراسة مع توسيع فترة الدراسة وعينة الدراسة من أجل إعطاء نظرة موسعة وأكثر دقة
- دراسة تأثير المخاطر المالية سيما النظامية منها على سياسة توزيع الارباح باعتبارها (المخاطر المالية) عاملا مصاحبا للاستثمار في سوق الاوراق المالية.

7. قائمة المراجع:

Justin, P. (2007). *strategie and corporate finance*. New Jersey: pearson.

Yannick, c. (2017). *Guide pratique de la finance d'entreprise*. France:

Gualino.

العامري، ابراهيم محمّد علي. (2015). *الادارة المالية الحديثة*. الاردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

جوزيف، أنطوان ، و ماري، كلير. (2010). *قاموس الاسواق المالية*. (لبيلى سريس أمال، المترجمون) الجزائر: مطبعة الاوراق الزرقاء.

عدنان، تايه النعيمي ، و التميمي، فؤاد. (2009). *الادارة المالية المتقدمة*. الأردن: دار وائل للنشر.

حنفي، عبد الغفّار. (2002). *اساسيات التمويل والادارة المالية*. مصر: الدار الجامعية الجديدة.

حنفي عبد الغفار، و قريافص، زكي سمية. (2002). مدخل معاصر في الإدارة المالية. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

زرغون، محمد. (2010). أثر الاكنتاب العام على سياسة توزيع الارباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة. مجلة الباحث (العدد الثامن)، 84-85.

قائمة الرموز والاختصارات المستعملة

الرمز بالعربية	الرمز بالإنجليزية	الرمز بالفرنسية
الارباح المحققة لكل سهم	<i>EPS</i>	<i>BPA</i>
الارباح الموزعة لكل سهم	<i>DPS</i>	<i>DPA</i>
سعر السهم المتوقع بعد التوزيع	<i>PAD</i>	<i>PAP</i>
معدل العائد المتوقع بعد التوزيع	<i>RAD</i>	<i>TRP</i>
الارباح المحتجزة لكل سهم	<i>RES</i>	<i>RRC</i>
عائد المساهم الكلي	<i>TSR</i>	<i>TRA</i>
سعر السهم الى ربحيته	<i>PER</i>	<i>Bénéfice net de l'action</i>

الملاحق: اعتمدنا على القوائم المالية للمجمعين بناء على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر كالتالي:

- موقع شركة تسيير القيم المنقولة " SGBV " http://www.sgbv.dz/?page=info_cote

- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة " COSOB " [https://www.cosob.org/etas-](https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs)