محددات القرارات المالية وعلاقتها بالسعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال الفترة 1999ـ 2014.

The determinants of financial decisions and their relation with shares market price of listed companies on Algiers Stock exchange

-Econometric study of Saidal Group during the period 1999-2014.

د. جبار بوكثير- جامعة أم البواقي

أ. نبيلة سهايلية– جامعة أم البواقي

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح ما إذا كانت هناك علاقة بين محددات القرارات المالية (نسبة الرفع المالي، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، الضريبة، مخاطر الأعمال، معدلات النمو، تكلفة الديون، التكلفة المرجحة للتمويل) والسعر السوقي لسهم صيدال، وقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين(نسبة الرفع المالي، المردودية الاقتصادية، تكلفة الديون، التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، مخاطر الأعمال) والسعر السوقي لسهم المجمع، ووجود علاقة طردية بين (المردودية المالية، الضريبة، معدلات النمو) والسعر السوقي لسهم المجمع، كما تبين أنه يمكن لمعظم محددات القرارات المالية أن تؤثر على السعر السوقي لسهم المجمع.

الكلمات المفتاحية: محددات قرار التمويل، محددات قرار الاستثمار، محددات قرار توزيع الأرباح، القيمة السوقية للمؤسسة.

Abstract:

Thisstudy aimed to clarify whether there was a relationship between the determinants of financial decisions (leverage ratio, profitability economic, financial profitability, tax, business risk, growth rates, cost of debt, cost-weighted funding) and the market price of the shares Saidal, was reached through this study to the existence of an inverse relationship between (leverage ratio, economic profitability, debt cost, medium cost weighted for financing, business risks) and the market price of the shares the complex, and the existence of a positive relationship between the (financial profitability, tax, growth rates) and the market price of the stock complex, as show that most can determinants of financial decisions that affect the market price of the stock complex.

Key words:Determinants of funding decision, The determinants of investment decision, The determinants of dividend decision, The market value of the institution.

مقدمة

تمنح الأسهم لمالكيها حق المساهمة في رأس مال الشركة، ولها عدة خصائص تميزها عن السندات من أهمها أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق معين، ويسمى السعر الذي يعبر عن قيمة السهم في السوق بالسعر السوقي حيث يمثل حاصل قسمة القيمة السوقية للأسهم وعدد الأسهم.

وتصنف محددات القرارات المالية إلى محددات نوعية لا يمكن قياسها ومحددات كمية يمكن تقديرها. ومن بين أهم محددات قرار التمويل المردودية الاقتصادية والمالية ونسبة الرفع المالي والضريبة، كما قد تؤثر درجة المخاطرة على مسار القرار الاستثماري، في حين تعتبر معدلات النمو وتكلفة الديون من محددات قرار توزيع الأرباح، ونظرا لتداخل القرارات المالية مع بعضها البعض فإنه توجد محددات مشتركة فيما بينها منها: تكلفة التمويل المرجحة.

إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق،تطرح الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كالتالي:**هل توجد علاقة بين محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؟**

ويمكن طرح التساؤلات الفرعية كالآتي:

- ✓ هل توجد علاقة بين محددات قرار التمويل والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؟
- ✓ هل توجد علاقة بين محددات قرار الاستثمار والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؟

- ✓ هل توجد علاقة بين محددات قرار التوزيع والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؟
- ✓ هل يمكن أن تؤثر تكلفة التمويل المرجحة باعتبارها محددا مشتركا بين القرارات المالية على السعر السوقي لسهم صيدال؟

فرضيات الدراسة.

ويتم صياغة الفرضيات التالية:

- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات قرار التمويل والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؛
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات قرار الاستثمار والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؛
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات قرار التوزيع والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؛
- ✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة التمويل المرحجة والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال؛.

أهداف وأهمية الدراسة.

يتمثل الهدف من دراسة هذا الموضوع في إبراز ما إذا كانت توجد علاقة بين محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في أنها جاءت لتسليط الضوء على جانب دراسة العلاقة بين محددات القرارات المالية والسعر السوقي للسهم.

منهج الدراسة.

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، ففي الجانب النظري للدراسة، كان ذلك بهدف تحديد ماهية الأسهم وطرق تسعيرها، وعرض محددات

القرارات المالية، أما في الجانب التطبيقي فقد تم استخدام أسلوب دراسة الحالة بالاعتماد على برنامج Eviews9، بهدف تشخيص وضعية المؤسسة محل الدراسة، وإسقاط ما تم التوصل إليه نظريا على البيانات الرقمية المحددة لمتغيرات الدراسة.

محاور الدراسة

لتغطية مختلف الجوانب، واختبار الفرضيات المدرجة ضمنها، تم تقسيمها إلى محورين أساسيين هما:

المحور الأول: يتضمن **الإطار النظري للدراسة**، وخلاله سيتم التركيز على:

أولا: الإطار النظري للأسهم وطرق تسعيرها.

ثانيا: القرارات المالية ومحدداتها في المؤسسة الاقتصادية.

ثالثا: أهم محددات القرارات المالية المؤثرة على السعر السوقي للأسهم.

المحور الثاني: يتضمن **دراسة قياسية لعلاقة محددات القرارات المالية بالسعر السوقي لسهم مجمع صيدال خلال الفترة 1999-2014**، وخلاله سيتم التركيز على:

أولا: التعريف بالمجمع ووصف تطور متغيرات الدراسة.

ثانيا: تقدير النماذج واختيار النموذج الأنسب للدراسة.

ثالثا: تقييم واختبار نموذج الدراسة.

المحور الأول: الإطار النظري للدراسة.

للإلمام بمختلف الجوانب النظرية للدراسة، والتحديد الدقيق للمتغيرات التي تتضمنها من الجانب العلمي المعرفي، سيتم التطرق خلال هذا المحور إلى ماهية الأسهم وطرق تسعيرها، القرارات المالية ومحدداتها في المؤسسة

الاقتصادية، إضافة إلى أهم القرارات المالية التي تؤثر على السعر السوقي من الجانب النظري.

أولا: الإطار النظري للأسهم وطرق تسعيرها

يمكن تلخيص الإطار النظري للأسهم في عرض تعريف وأنواع الأسهم وطرق تسعيرها.

1ـ تعريف الأسهم وأنواعها

تعرف الأسهم على أنها صكوك تمثل جزءً من رأس مال الشركة يثبت لمالكه حقوقه، وتكون هذه الصكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، وتعبر أيضا عن الحصة التي يساهم بها الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها[2].

وتنقسم الأسهم إلى أنواع عدة، بحسب طبيعتها، أو حاملها، أو الامتيازات التي تمنحها، ومن ذلك أن تقسم إلى؛

- ✓ **أسهم نقدية وأسهم عينية**: تتمثل **الأسهم النقدية** في الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول إلا عند صدور العقد التأسيس للشركة، أما **الأسهم العينية** فهي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركة المساهمة كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات ، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها.

[2]- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011، غير منشورة، ص: 27.

- ✓ **أسهم اسمية، أسهم لحاملها، وأسهم لأمر:** تتمثل **الأسهم الاسمية** في الأسهم التي تحمل اسم مالكها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل، وتكون **الأسهم لحاملها** عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع بتسليمه من يد إلى أخرى ، والشركة غير ملزمة بتسديد حقوق السهم للحائز لها، أما **الأسهم لأمر** فهي تلك الأسهم التي تملك الشركة الحق في إصدار أسهمها لأمر ، ويشترط أن تكون قد دفعت كل قيمتها الاسمية، والشركة لا يمكنها أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير[3].
- ✓ **أسهم عادية وأسهم ممتازة:** تعبر **الأسهم العادية** عن حصة في ملكية المؤسسة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الدائنين، وتمنح لحاملها حق المشاركة في إدارة المؤسسة[4]، ويتمتع حملة الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها؛ حق البقاء في المؤسسة، حق التصويت في الجمعية العامة، الحق في جزء من الأرباح، الأولوية في الاكتتاب، حق التنازل عن الأسهم[5]، أما **الأسهم الممتازة** فهي تعتبر هجينة بين الأسهم العادية والسندات، والسهم الممتاز ليس له

---

[3]- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية –دراسة حالة بعض الدول العربية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل.م.د.، تخصص تجارة دولية، جامعة بسكرة، مخطوطة، 2015/2014،ص: 36.

[4]- هشام طلعت عبد الحكيم وأنوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم : (نموذج جوردن)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد: 81، 2010، ص: 55.

[5]- محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص: 136.

تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص على استدعائه في توقيت لاحق، ولحامله الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم[6].

2. طرق تسعير الأسهم.

في العادة يتحدد السعر السوقي للسهم من خلال تغيرات العرض والطلب عليه في السوق المالي، إلا أنه من الممكن أن يختلف السعر السوقي للسهم عن سعره الحقيقي بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، ويمكن التعبير عن السعر السهم الحقيقي والسوقي بالعلاقة الموالية[7]:

$$PR = \frac{D1}{(1+K_e)} + \frac{P1}{(1+K_e)}$$

حيث أن:

$$D1 = D0(1+g)$$

$$P1 = Po(1+g)$$

D1: توزيع الأرباح المتوقع.

P1: السعر المتوقع للسهم.

K_e: العائد المطلوب من قبل المستثمر.

D_0: توزيع الأرباح الحالي،

P_0: سعر السهم الحالي، g: معدل النمو.

---

[6]-جلال إبراهيم العبد، أساسيات الاستثمار-الأوراق المالية والبورصات- دار الكتاب الحديث، مصر، 2009، ص ص: 37-38.

[7]- جليل كاظم مدلول العارضي وأرشد عبد الأمير جاسم الشمري، إستراتيجيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012،ص- ص: 156-158.

وعلى الشركة أن تعمل على رفع سعر أسهمها في السوق المالي فهو أفضل مقياس لقيمتها، فالسوق يكون صورة عن أعمال المؤسسة مستقبلا وعلى هذا الأساس يقيمها، فإذا توقع السوق للمؤسسة أداء جيد في المستقبل سينعكس ذلك على أسعار أسهمها بالارتفاع، أما إذا كانت توقعات السوق عن المؤسسة سلبية سينعكس ذلك بانخفاض أسعار أسهمها، فتقييم السوق للمؤسسة ينعكس في أسعار أسهمها، وعليه يبقى سعر السهم في السوق أفضل مقياس متاح لقيمة المؤسسة خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين ليس لديهم معلومات داخلية عن المؤسسة[8].

ثانيا: القرارات المالية ومحدداتها في المؤسسة الاقتصادية

للوقوف على محددات القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، سيتم فيما يلي التطرق إلى مفهوم القرارات المالية وأنواعها ثم عرض أهم محدداتها.

1ـ مفهوم وأنواع القرارات المالية

تعرف القرارات المالية بأنها قرارات إدارية تتخذ لمعالجة مشكلة مالية معينة، وهي تحتل موقعا هاما في مجال الإدارة المالية، وللقرارات المالية جملة من المبادئ يمكن عرضها فيما يلي[9]:

- ✓ تتوقف قيمة القرارات المالية على ناتج التدفقات النقدية الإضافية المصاحبة لها؛
- ✓ يجب مراعاة التأثيرات الضريبية عند الحكم على كفاءة القرارات المالية؛
- ✓ تختلف القرارات المالية من حيث مستويات المخاطر؛

[8]- سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2009، ص:47.

[9]- محمد وسام المصري، صنع القرار المالي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، تاريخ وساعة الاطلاع 10-11-2016، 14:45، متواجد في الموقع الالكتروني:http://www.tahasoft.com/library/112

وتتميز القرارات المالية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من القرارات ويتمثل أهمها فيما يلي[10]:

- ✓ القرارات المالية ملزمة للمؤسسة في غالبية الأحوال؛
- ✓ بعض القرارات المالية مثل قرارات الاندماج تعتبر قرارات مصيرية قد تؤثر على قدرة استمرار المؤسسة في السوق؛
- ✓ تستغرق نتائج القرارات المالية زمناً طويلاً نسبياً حتى يمكن التعرف عليها.

ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع للقرارات المالية المتخذة في المؤسسة، هذه القرارات مرتبطة ارتباطا وثيقا ببعضها البعض ومتداخلة فيما بينها، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- ✓ **قرار التمويل:** هو أحد القرارات المالية الرئيسية للمؤسسة، ويهدف إلى تكوين الهيكل المالي المناسب الذي يحسن من أداء المؤسسة وتعظيم قيمتها[11].
- ✓ **قرار الاستثمار:** هو القرار الذي يتعلق بتوظيف واستخدام أموال المؤسسة في تنفيذ المشاريع[12]، وتحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات، ويعتبر من أخطر القرارات المالية، وتنقسم

---

[10]- محمد وسام المصري، صنع القرار المالي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، تاريخ وساعة الاطلاع 2016-11-10، 15:45، متواجد في الموقع الالكتروني:http://www.tahasoft.com/library/112

[11]- -InésZekri, L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA), France, 2005, P: 2.

[12] - Amel Hachicha, Choix D'investissement et de Financement, Ecole Nationale d'Administration,Tunis,2013, P:1.

القرارات الاستثمارية إلى قسمين[13]، قرارات استثمارية قصيرة الأجل أو المتداولة، وقرارات استثمارية طويلة الأجل.

- ✓ **قرار توزيع الأرباح:** يتعلق بتحديد مقدار الأرباح التي ينبغي توزيعها على المساهمين[14]، وهذا النوع من القرارات يجب أن يكون ملازما للقرارات المالية الأخرى في المؤسسة[15].

2. أهداف القرارات المالية

للقرارات المالية كغيرها من القرارات الإدارية، عدة أهداف تتدرج ضمن الأهداف العامة للمؤسسة الاقتصادية، ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

- ✓ **هدف تعظيم الربح:** إن الهدف العام لأي مؤسسة يتلخص في تحقيق أعلى الأرباح الممكنة، وما زال هذا الهدف يحتل مكانة رئيسية في الفكر الاقتصادي على الرغم من كثرة الانتقادات الموجهة إليه، والتي تشكك في سلامة تعظيم الربح كهدف رئيسي للمؤسسة[16].
- ✓ **هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة:** هو إستراتيجية طويلة المدى تأخذ بعين الاعتبار أن المساهمين يمنحون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة بغض النظر عن حجمها، كما أنه يمكن أن يعكس الكثير من المتغيرات التي تهم المستثمر كمقدار العائد المتوقع، وتوقيت حدوثه ومدى استمراره، ومدى

---

[13]-ختام عبد الرحيم السحيمات، مفاهيم جديدة في علم الادارة، الأردن،الطبعة الأولى،2009،ص- ص: 145-146.

[14] -Kim Oosterlinck, Théorie Financière, Ulb Solvay Brussels School of Economics and Management, 2015, p: 10.

[15]-ختام عبد الرحيم السحيمات، مرجع سابق، ص: 146.

[16]- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الادارة المالية: (إطار نظري ومحتوى علمي) ، دار المسيرة، الأردن، ط1، 2013، ص-ص: 56-57.

التأكد من إمكانية تحقيقه، ويتجاوز هذه الهدف عيوب هدف تعظيم الربح[17].

3ـ محددات القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

إن القرارات المالية، لها محددات عدة في المؤسسة الاقتصادية، من أهمها؛

- ✓ نسبة الرفع المالي؛
- ✓ المردودية الاقتصادية؛
- ✓ المردودية المالية؛
- ✓ الضريبة؛
- ✓ درجة تذبذب المبيعات؛
- ✓ حجم المؤسسة؛
- ✓ المخاطر المالية؛
- ✓ مخاطر الأعمال؛
- ✓ مصادر التمويل وتكلفتها؛
- ✓ الفرص البديلة، فلسفة الإدارة،
- ✓ درجة المنافسة؛
- ✓ محددات قانونية؛
- ✓ محددات تعاقدية؛
- ✓ محددات سوقية؛
- ✓ حجم السيولة؛

[17]- رزقي محمد، أثر القررات المالية على قيمة المؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوظيب وفنون الطباعة- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2008/2007، غير منشورة، ص-ص: 12-13.

- ✓ معدلات نمو المؤسسة؛
- ✓ مردودية الفرص الاستثمارية المتاحة.

ومن هذه المحددات، ما يؤثر بشكل مباشر على السعر السوقي للأسهم، ومنه ما يقل تأثيره ليكون في شكل غير مباشر، ومنه ما يكون أثره على السعر المذكور مرتبط بمحددات أخرى.

ثالثا: أهم محددات القرارات المالية المؤثرة على السعر السوقي للأسهم

من المحددات السالفة الذكر، والتي تؤثر بشكل مباشر على السعر السوقي للأسهم، سيتم التركيز على أهم المحددات الكمية تماشيا مع مضمون الدراسة القياسية، مع تبويبها بحسب نوع القرار المالي، وفقا لما يلي:

1- محددات قرار التمويل: من أهمها، ما يلي:

- ✓ **نسبة الرفع المالي:** ينتج الرفع المالي عن استعانة المؤسسة بأموال الغير حيث أنها تعتمد على الديون للتمويل، وتؤثر درجة الرفع المالي على قرار التمويل من خلال نسبة الرفع المالي للمؤسسة، ويمكن الحصول على نسبة الرفع المالي بالعلاقة التالية[18]:

$$Ratio\ \text{de levier financier} = \frac{\sum D}{\sum Passif}$$

حيث:

$\sum D$: مجموع ديون المؤسسة؛

$\sum Passif$: مجموع الخصوم.

[18]- بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، 2012، مخطوطة، ص: 14.

- ✓ **المردودية الاقتصادية والمالية:** تعبر المردودية عن نسبة الربح إلى الأموال المستثمرة الضرورية في توليد نتيجة المؤسسة، ويتم التركيز على نوعين من المردودية وهما: المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، حيث تقيس المردودية الاقتصادية مدى مساهمة الأصول في تكوين نتيجة المؤسسة، وتحمل مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من ميزانية المؤسسة[19].

وتعطى المردودية الاقتصادية وفق العلاقة الموالية[20]:

$$r_{ec} = \frac{RE(1-T)}{\sum Actif}$$

حيث:

r_{ec}: المردودية الاقتصادية؛

RE: نتيجة الاستغلال؛

T:معدل الضريبة على الأرباح؛

Actif: الأصول الاقتصادية.

أما المردودية المالية، والتي تعرف أيضا بمردودية الأموال الخاصة، فتعطى بالمعادلة الموالية[21]:

$$r_f = \frac{RNet}{CP}$$

[19]- محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة البويرة، 2010/2009، مخطوطة، ص: 100.

[20]- نفس المرجع السابق، ص: 100.

[21]- El Malloki&Fekkak. , Analyse financiére, 2014, pdf , P: 103,

حيث:

r_f: المردودية المالية؛

RNet: النتيجة الصافية المحققة،

CP: الأموال الخاصة.

- ✓ **الضريبة:** تعد الضريبة من بين العوامل التي قد تؤثر على قرار التمويل من خلال ما يعرف بـــ "الوفر الضريبي"، حيث كلما كانت معدلات الضريبة مرتفعة كلما قلت تكلفة الديون وهذا ما سيشجع المؤسسة على الاستدانة[22]، وفي هذا البحث لقياس أثر الضريبية على قرار التمويل سيتم الاعتماد على مقياسين، هما [23]:

- **مقياس Sorensen& Kim (1986):** يتم من خلاله قياس ما تشكله الضرائب المدفوعة من طرف المؤسسة بالنسبة للربح قبل الفائدة والضريبة، حيث كلما كانت هذه النسبة عالية زادت أهمية الضريبة في التأثير على قرار التمويل، وتعبر الصيغة الموالية عن هذا المقياس:

$$\frac{T}{EBIT}$$

حيث:

T: معدل الضريبة على الأرباح؛

EBIT: الربح قبل الفائدة والضريبة.

[22]- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة- مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2012/2011، مخطوطة، ص: 6.

[23]- محمد شعبان، مرجع سابق، ص: 115.

•**مقياس Titman & Wessels (1988):** يهدف لتقييم أثر الميزات الجبائية التي ليس لها علاقة بالديون على قرار التمويل، ويعطى هذا المقياس بالمعادلة التالية:

$$\frac{Amort}{\sum Actif}$$

حيث: Amort: أعباء الاهتلاك.

2-محددات قرار الاستثمار: من أهمها، ما يلي:

✓ **مخاطر الأعمال:** تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار[24]، ويتم قياس مخاطر الأعمال للمؤسسة بنسبة الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لكل سنة بالعلاقة الموالية[25]:

$$\frac{\sqrt{V(X)}}{RE_n}$$

حيث: V(X): الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال.

3 - محددات قرار توزيع الأرباح: من أهمها، ما يلي:

✓ **معدلات النمو:**تلعب معدلات النمو التي تحققها المؤسسة دورا في تحديد نسب توزيعات الأرباح، فالمؤسسات التي تحقق معدلات نمو سريع فإنها تحتاج إلى كثافة مصادر التمويل والتي من بينها الأرباح المحققة، وبالتالي فإنها بالعادة توزع أرباحا قليلة أو لا توزع أرباحا على الإطلاق، ويقبل

[24]- حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، منشورات جامعة دمشق، سورية، 2009، ص: 10.
[25]- محمد شعبان، مرجع سابق، ص: 178.

المساهمون الأرباح الرأسمالية الناشئة عن زيادة سعر السهم في السوق نظرا لحجم الأرباح التي تحققها، أما المؤسسات التي دخلت في مرحلة النضوج أو الثبات النسبي فإنها تلجأ إلى توزيعات عالية لجذب المستثمرين[26]، ويمكن حساب معدل نمو المؤسسة بالمعادلة الآتية[27]:

$$g = K_c\ (b)$$

حيث:

g: معدل نمو المؤسسة؛

K_c: معدل العائد على الأموال الخاصة؛

b: نسبة الأرباح المحتجزة لدى المؤسسة.

4- تكلفة التمويل المرجحة كمحدد بين قرار التمويل وقرار الاستثمار

نظرا لتداخل القرارات المالية مع بعضها البعض، فإنه يمكن اعتبار وجود عوامل مشتركة التأثير على هذه القرارات، حيث يمكن لتكلفة التمويل المرجحة أن تعتبر محددا لقرار التمويل وقرار الاستثمار في نفس الوقت، فهي قد تؤثر على قرار التمويل الذي يتم من خلاله تشكيل بنية الهيكل المالي من أموال ممتلكة وديون، وتبعا لتكلفة هذين المصدرين يتم تحديد وزن (حجم) كل مصدر في الهيكل المالي، مما سيؤثر على قرار التمويل.

ويتم تحديد تكلفة مصادر الأموال اللازمة لتمويل المشروع الاستثماري المقترح، وتعد تكلفة التمويل المرجحة معيارا لقبول أو رفض المشروع الاستثماري، وهذا ما سيؤثر على القرارات الاستثمارية.

---

[26]- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى،2011، ص: 216.

[27]- Annaick Guyvarc'h& Arnaud Thauvron, Le meilleur du DSCG 2 Finance, 3éme édition, France, 2012, pdf ,P: 5.

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالمعادلة الموالية[28]:

$$WACC = K_e \frac{E}{(E+D)} + K_d(1-T)\frac{D}{(E+D)}$$

حيث:

K_e: تكلفة الأموال الخاصة؛

E: قيمة الأموال الخاصة؛

D: قيمة الديون؛

K_d: تكلفة الديون قبل استبعاد الوفورات الضريبية.

المحور الثاني: دراسة قياسية لعلاقة محددات القرارات المالية بالسعر السوقي لسهم مجمع صيدال خلال الفترة 1999 ـ 2014.

أولا: التعريف بالمجمع ووصف تطور متغيرات الدراسة

أنشئ المجمع الصناعي صيدال سنة 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، وهو مؤسسة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، 80% من رأسمال صيدال ملك للدولة، والـــ 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري[29].

ويبين **الملحق رقم (01)** تطور **المتغير التابع للدراسة**، والمتمثل في **السعر السوقي لسهم المجمع** عند الإغلاق (2011-2014)، حيث يتضح أن أسعار الإغلاق السوقية للسهم عرفت انخفاضا خلال سنة 2012 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2011 بنسبة 13,29%، وانخفاضا بنسبة 27,42% سنة

[28] - Olivier Garnier et Autres, Coût du capital, Rapport du groupe de travail, CNIS,France, 2015, pdf, P: 28,.

[29]- الموقع الالكتروني لمجمع صيدال: https://www.saidalgroup.dz، تاريخ وساعة الإطلاع: 2017/01/2، 12:43.

2013 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2012، ثم ارتفع السعر السوقي لسهم المجمع بنسبة 24,44% سنة 2014 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2013.

ويعرض **الملحق رقم(02)** تحديد **المتغيرات المستقلة** للدراسة، وهي؛ المتغير المستقل الأول يتمثل في **نسبة الرفع المالي للمجمع**، المتغير المستقل الثاني يتمثل في **المردودية الاقتصادية**، أما المتغير المستقل الثالث فيتمثل في **المردودية المالية**، وتمثل **الضريبة وفق مقياس Sorensen& Kim** المتغير المستقل الرابع، أما **الضريبة وفق مقياس Titman&Wessels** فهي المتغير المستقل الخامس، وتعبر **مخاطر أعمال المجمع** عن المتغير المستقل السادس، وتمثل **معدلات نمو المجمع، تكلفة ديون المجمع، والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل** على الترتيب المتغير المستقل السابع، الثامن، والتاسع للدارسة.

كما يستعرض **الملحق رقم (03)** تطور المتغيرات المستقلة خلال الفترة (2011-2014)، حيث يبن أن **نسبة الرفع المالي** للمجمع ارتفعت من 49,43% سنة 2011 إلى 50,88% سنة 2012، ثم انخفضت هذه النسبة من 50,88% سنة 2012 إلى 44,36% سنة 2013 وبالنسبة لسنة 2014 فيمكن القول أن نسبة الرفع المالي ظلت تقريبا ثابتة مقارنة بنسبة الرفع المالي لسنة 2013.

في أن **الضريبة وفق مقياس Sorensen& Kim** كانت نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة متقاربة خلال الفترة (2011-2014)، ماعدا سنة 2012 فقد انخفضت إلى 9% مقارنة بنسبة 16% سنة 2011، أما **الضريبة وفق مقياس Titman&Wessels** فقد تميزت النسب المعبرة عنها بالانخفاض على طول الفترة (2011-

2014)، وهذا ما يدل على أن الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالاستدانة قليلة مقارنة بالميزات الضريبية التي لها علاقة بالاستدانة.

وتعد نسب الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لكل سنة للمجمع والتي تعكس **مخاطر الأعمال** خلال الفترة (2011-2014) مقبولة إلى حد ما لأن نتائج العمليات المحققة كانت إيجابية، ولكن الزيادة المعتبرة في نسبة الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لسنة 2014 والمقدرة ب 35% تشكل خطرا يهدد المجمع.

ويلاحظ أيضا أن **معدل نمو المجمع** قد انخفض من 12,4% سنة 2011 إلى 10,62% سنة 2012، وفي سنة 2013 ارتفع معدل نمو المجمع إلى 13,48% مقارنة بسنة 2012، وانخفض معدل نمو المجمع سنة 2014 بنسبة معتبرة بلغت 54,53% مقارنة بسنة 2013.

أما **تكلفة ديون المجمع** فقد تميزت بعد استبعاد الوفورات الضريبية خلال الفترة (2011-2014) بالثبات عند 2,66% لسنة 2013 وهي تقريبا نفس تكلفة الديون لسنة 2012، في حين عرفت تكلفة الديون ارتفاعا من 2,66% سنة 2013 إلى 3,32% سنة 2013، وفي سنة 2014 انخفضت تكلفة ديون المجمع من 3,32% سنة 2013 إلى 1,39% سنة 2014.

وفيما يخص **التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل** فقد ارتفعت من 4,23% سنة 2011 إلى 5,3% سنة 2012، وتواصلت التكلفة بالارتفاع إلى 7,61% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، ثم عرفت التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل انخفاضا سنة 2014 مقارنة بسنة 2013 إلى 5,24%.

ثانيا: تقدير النماذج واختيار النموذج الأنسب للدراسة

من خلال البيانات الميدانية المجمعة والمدرجة في **الملحق رقم (03)**، والمتعلقة بتطور المتغير التابع والمغيرات المستقلة للدراسة خلال **الفترة**

(2014-1999)، وباستخدام برنامج Eviews9 تم تكوين مجموعة من النماذج القياسية التي تبحث عن علاقة لها دلالة إحصائية، بين المتغير التابع للدراسة والمتغيرات المستقلة.

وقد تم التوصل إلى أن هناك أحد عشر نموذجا ذو دلالة إحصائية، قسمت هذه النماذج إلى نماذج انحدار بسيطة، ونماذج انحدار متعددة، وهي كما يلي:

1- نماذج الانحدار البسيطة: وتتمثل في:

- ✓ **نموذج نسبة الرفع المالي:** يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 1147{,}94 - 1325{,}93X_1 + \varepsilon_i$$

- ✓ **نموذج تكلفة الديون:** يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 678{,}76 - 3113{,}07X_8 + \varepsilon_i$$

- ✓ **نموذج التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل:** يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 786{,}04 - 4843{,}22X_9 + \varepsilon_i$$

2-نماذج الانحدار المتعددة: وتتمثل في:

- ✓ **نموذج نسبة الرفع المالي وتكلفة الديون: يحمل** الشكل التالي:

$$Y_i = 1193{,}87 - 1115{,}89X_1 - 2616{,}99X_8 + \varepsilon_i$$

- ✓ **نموذج نسبة الرفع المالي والتكلفة المرجحة للتمويل:** يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 1368{,}86 - 1241{,}47X_1 - 4475{,}99X_9 + \varepsilon_i$$

- ✓ **نموذج المردودية الاقتصادية ومعدلات نمو المجمع:** يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 833{,}14 - 7129{,}09X_2 + 1994{,}97X_7 + \varepsilon_i$$

- ✓ **نموذج نسبة الرفع المالي المردودية الاقتصادية والمالية:** يحمل الشكل التالي:

نموذج نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman&Wessels والتكلفة المرجحة للتمويل: يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 1311{,}72 - 1456{,}27X_1 + 3714{,}35X_5 - 4410{,}22X_9 + \varepsilon_i$$

- ✓ **نموذج نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل: يحمل** الشكل التالي:
- ✓ **نموذج المردودية الاقتصادية، مخاطر الأعمال، معدلات النمو والتكلفة المرجحة للتمويل:** يحمل الشكل التالي:

$$1026{,}33 - 5226{,}7X_2 - 372{,}77X_6 + 2246{,}55X_7 - 4273{,}59X_9$$
$$\varepsilon_i$$

- ✓ **نموذجا لمردودية المالية، الضريبة وفق مقياس Sorensen &Kim، مخاطر الأعمال، التكلفة المرجحة للتمويل:** يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 591{,}44 + 2452{,}063X_2 + 1253{,}073X_4 - 440{,}34X_6 - 7233{,}39X_9 + \varepsilon_i$$

وقد تمت المفاضلة بين هذه النماذج بالاعتماد على معايير التقييم المذكورة في **الملحق رقم (04)**، حيث تبين بعد المقارنة بين النماذج أن أنسب وأفضل نموذج هو **نموذج الانحدار المتعدد الذي يضم نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل**، باعتباره يملك أكبر قيمة لمعامل التحديد وأقل قيمة لكل من معيار Akaike ومعيار Schwarz.

ومنه، وبناءً على النتائج المبينة في **الملحق رقم (05)**، تعطى صيغة أنسب نموذج لهذه الدراسة كالتالي:

$$Y_i = 1343{,}11 - 1115{,}14X_1 - 1851{,}51X_8 - 3295{,}88X_9 + \varepsilon_i$$

ثالثا: تقييم واختبار نموذج الدراسة.

بعد اختيار النموذج الأنسب للدراسة، والذي يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 1343{,}11 - 1115{,}14X_1 - 1851{,}51X_8 - 3295{,}88X_9 + \varepsilon_i$$

سيتم فيما يلي، تقييم واختبار هذا النموذج، من جانب؛ قوة القدرة التفسيرية، والدلالة الإحصائية، إضافة إلى تقييم النموذج من الناحية القياسية، وهذا ما سيتم التطرق إليه فيما يلي:

1. اختبار القدرة التفسيرية للنموذج

كانت نتائج اختبار القدرة التفسيرية للنموذج، وفقا لما يبينه **الملحق رقم (05)** كما يلي؛ بلغت قيمة معامل التحديد R^2=79,21% مما يدل على أن **القدرة التفسيرية للنموذج جيدة**، حيث أن ذلك يعني أن نموذج الانحدار المقدر يفسر 79,21% من تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع، وهي نسبة جودة توفيق جيدة للنموذج، والنسبة الباقية تفسرها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

2. اختبار الدلالة الإحصائية للنموذج

تم اختبار الدلالة الإحصائية على المستوى الفردي لمعاملات النموذج باستخدام اختبار ستيودنت، أما اختبار الدلالة الإحصائية على مستوى النموذج ككل فقد تم باستخدام اختبار فيشر، وقد كانت النتائج وفقا لما يبينه **الملحق رقم (05)** كما يلي:

- ✓ **نتائج اختبار ستيودنت.**

يقوم الاختبار على الفرضيات الآتية:

- بالنسبة لـ (β_0): $H_0: \beta_0 = 0 \neq H_1: \beta_0 = 0$
- با
- لنسبة لـ (β_1): $H_0: \beta_1 = 0 \neq H_1: \beta_1 = 0$
- بالنسبة لـ (β_2): $H_0: \beta_2 = 0 \neq H_1: \beta_2 = 0$
- بالنسبة لـ (β_3): $H_0: \beta_3 = 0 \neq H_1: \beta_3 = 0$

وكانت النتائج كما يلي:

- $Prob\,(\beta_0) = 0{,}0000 < 0{,}05$
- $Prob\,(\beta_1) = 0{,}002 < 0{,}05$
- $Prob\,(\beta_2) = 0{,}0248 < 0{,}05$
- $Prob\,(\beta_3) = 0{,}0174 < 0{,}05$

نلاحظ أن، قيمة الاحتمالات لجميع معاملات النموذج أقل من 5%، ومنه يتم رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 وعليه: **فكل معاملات النموذج لها دلالة إحصائية.**

✓ **نتائج اختبار فيشر.**

يقوم الاختبار على الفرضيات الآتية:

- $H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$
- H_1: يوجد معامل واحد على الأقل لا يساوي الصفر

وكانت نتيجة الاختبار كما يلي:

- $Prob\,(F - Statistic) = 0{,}000214 < 0{,}05$

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أقل من مستوى المعنوية 5%، ومنه يتم رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 وعليه: **توجد دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.**

3. تقييم النموذج من الناحية القياسية

لتقييم النموذج من الناحية القياسية، تم إخضاعه للاختبارات التالية؛ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، اختبار الارتباط الذاتي، اختبار تجانس

التباين، اختبار التعدد الخطي، واختبار استقرار النموذج، وقد كانت نتائج هذه الاختبارات كما يلي:

✓ **نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.**

يقوم الاختبار على الفرضيات التالية:

- H_1: البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي
- H_0: البواقي تتبع التوزيع الطبيعي

وكانت النتائج بناءً على اختبار Jarque-Bera الموضح في **الملحق رقم (10)** كما يلي:

- $Prob = 0{,}768071 > 0{,}05$

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه يتم قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 وعليه: **البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.**

✓ **نتائج اختبار الارتباط الذاتي.**

يقوم الاختبار على الفرضيات التالية:

- H_0: عدم وجود إرتباط ذاتي بين البواقي
- H_1: وجود إرتباط ذاتي بين البواقي

حسب اختبار داربين واتسون، تُقبل H_0 لما: $4 - d_L > DW > d_U$.

من الجدول الإحصائي لداربين واتسون، نجد أنه:

لما: عدد المتغيرات المستقلة K=3، وعدد المشاهدات n=16، **فإن:** d_L=0,857 و d_U=1,728

بناءً على نتائج ذات الاختبار المبينة في **الملحق رقم (05)**، نجد أن: DW=1,834

نلاحظ أن القيمة الإحصائية المحسوبة لداربين واتسون تحقق العلاقة: $1.728 < 1.834 < 3.143$، ومنه يتم قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 وعليه: **لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي.**

✓ **نتائج اختبار تجانس التباين.**

يقوم الاختبار على الفرضيات التالية:

- H_0: تجانس تباين البواقي
- H_1: عدم تجانس تباين البواقي

وكانت النتائج بناءً على اختبار ARCH، المبين في **الملحق رقم (06)**، كما يلي :

- $Prob\ F = 0,9218 > 0,05$

_ $Prob\ Chi\text{-}Square(1) = 0,9144 > 0,05$

نلاحظ أن كلتا القيمتين الاحتماليتين لـــ _

أكبر من مستوى المعنوية Chi-Square وF

ورفض H_0 5%، ومنه يتم قبول فرضية العدم

وعليه: **يوجد تجانس تباين** H_1 الفرضية البديلة

البواقي.

✓ **نتائج اختبار التعدد الخطي.**

يعتمد اختبار التعدد الخطي على قيم معامل تضخم التباين، وهو يقوم على الفرضيات التالية:

- H_0: عدم وجود تعدد خطي
- H_1: وجود تعدد خطي

حسب اختبار داربين واتسون، تُقبل H_0 لما تكون قيم Centred VIF أقل من 5.

وكانت نتائج الاختبار وفقا لما يبيّنه **الملحق رقم (07)**، إذ أن كل قيم العمود Centred VIF أقل من 5 ومنه يتم قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 وعليه: **لا يوجد تعدد خطي.**

✓ **نتائج اختبار استقرار النموذج.**

يتم دراسة استقرار النموذج عند سنة 2004 أين بلغ السعر السوقي للسهم حده الأدنى، وعند سنة 2011 أين بلغ السعر السوقي حده الأقصى.

نتائج اختبار نقطة الانعطاف عند سنة 2004.

يقوم الاختبار على الفرضيات التالية:

- H_0: سنة 2004 لا تمثل نقطة انعطاف في النموذج

H_1: سنة 2004 تمثل نقطة انعطاف في النموذج وكانت نتائج الاختبار الموضح في **الملحق رقم (08)** كما يلي:

- $ProbF = 0{,}6485 > 0{,}05$

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية F أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه يتم قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 وعليه: **سنة 2004 لا تمثل نقطة انعطاف في النموذج.**

نتائج اختبار نقطة الانعطاف عند سنة 2011.

يقوم الاختبار على الفرضيات التالية:

- H_0: سنة 2011 لا تمثل نقطة انعطاف في النموذج

H_1: سنة 2011 تمثل نقطة انعطاف في النموذج

وكانت نتائج الاختبار الموضح في **الملحق رقم (09)** كما يلي:

- $ProbF = 0{,}1129 > 0{,}05$

نلاحظ أن القيمة الاحتمالية F أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه يتم قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلةH_1 وعليه: **سنة 2011 لا تمثل نقطة انعطاف في النموذج.**

وعليه يمكن الحكم على النموذج بأنه مستقر خلال فترة الدراسة.

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة تبين أن القرارات المالية ومحدداتها على علاقة بالتغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم مجمع صيدال محل الدراسة، وهي تؤثر على القيمة السوقية لهذا الأخير وبدرجات مختلفة، وهذا ما أثبتته النماذج القياسية التي تم إعدادها لهذه الدراسة، والتي ضمت جل المتغيرات المستقلة التي تمت دراستها ضمن الإطار النظري للموضوع.

وقد اختلفت النماذج من حيث درجة القدرة التفسيرية، فتم اختيار النموذج الأنسب في التعبير عن هذه العلاقة، وبعد تقييمه والتأكد من صلاحيته لتمثيل متغيرات الدراسة من الناحية القياسية بإخضاعه للاختبار الإحصائي، ومنه يمكن الاستناد إلى النموذج للحكم على فرضيات الدراسة وفقا لما يلي:

- ✓ **تأكيد صحة الفرضية الأولى،** التي مفادها أنه "**توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات قرار التمويل والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال**"، وذلك لورود المحدد المتعلق بنسبة الرفع المالي في النموذج النهائي للدراسة، كما يمكن التعبير عن هذه العلاقة بأنها علاقة عكسية، فكلما ارتفعت نسبة الرفع المالي أدى ذلك إلى انخفاض السعر السوقي لسهم صيدال؛
- ✓ **تأكيد نفي الفرضية الثانية،** التي مفادها أنه "**توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات قرار الاستثمار**

والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال"، وذلك لعدم ورود المحدد المتعلق بمخاطر الأعمال في النموذج النهائي للدراسة، غير أنه يمكن القول بأن هناك علاقة غير مباشرة بين محددات الاستثمار ممثلة بمخاطر الأعمال والسعر السوقي لسهم صيدال بالاستناد إلى أحد النماذج غير المختارة، مثلا النموذج التاسع الذي يمثل المتغيرات المستقلة التالية؛ المردودية المالية، مخاطر الأعمال، معدلات النمو، والتكلفة المرجحة للتمويل؛

- ✓ **تأكيد نفي الفرضية الثالثة**، التي مفادها أنه "**توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات قرار التوزيع والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال**"، وذلك لعدم ورود المحدد المتعلق بمعدلات النمو في النموذج النهائي للدراسة، غير أنه يمكن القول بأن هناك علاقة غير مباشرة بين محددات قرار التوزيع ممثلة بمعدلات النمو والسعر السوقي لسهم صيدال بالاستناد إلى أحد النماذج غير المختارة، مثلا النموذج السادس الذي يمثل المتغيرات المستقلة التالية؛ المردودية الاقتصادية، مخاطر الأعمال، معدلات النمو، والتكلفة المرجحة للتمويل؛
- ✓ **تأكيد صحة الفرضية الرابعة**، التي مفادها أنه "**توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة التمويل المرجحة والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال**"، وذلك لورود تكلفة التمويل المرجحة باعتبارها محددا مشتركا بين القرارات المالية في النموذج النهائي للدراسة، كما يمكن التعبير عن هذه العلاقة بأنها علاقة

عكسية، فكلما ارتفعت تكلفة التمويل المرجحة أدى ذلك إلى انخفاض السعر السوقي لسهم صيدال؛

الملاحق:

الملحق رقم (01): تغيرات الأسعار السوقية لسهم المجمع (2011-2014)

الوحدة: 1دج

البيان	2011	2012	2013	2014
الأسعار السوقية للسهم	715	620	450	560
نسبة التغير	/	13,29 %-	27,42 %-	24,44 %4

المصدر: موقع بورصة الجزائر.

الملحق رقم (02): متغيرات الدراسة.

المتغيرات المستقلة	المتغير التابع
X1: نسبة الرفع المالي للمجمع	Y: السعر السوقي لسهم المجمع
X2: المردودية الاقتصادية للمجمع	
X3: المردودية المالية للمجمع	
X4: الضريبة وفق مقياس: Sorensen& Kim	
X5: الضريبة وفق مقياس: Titman&Wessels	
X6: مخاطر أعمال المجمع	
X7: معدلات نمو المجمع	
X8: تكلفة ديون المجمع	
X9: التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل	

المصدر: إعداد الباحثين.

الملحق رقم (03): البيانات المالية للمجمع حسب متغيرات الدراسة.

البيان	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	X_7	X_8	X_9	Y
1999	0,3161	0,0687	0,0805	0,27	0,03	0,13	0,108	0,0455	0,0468	765
2000	0,4013	0,0461	0,0478	0,27	0,03	0,18	0,0665	0,0443	0,035	780
2001	0,4289	0,0591	0,0671	0,26	0,04	0,14	0,0434	0,049	0,0705	510
2002	0,499	0,0534	(0,022)	0,2	0,04	0,15	0,018	0,1074	0,0425	430
2003	0,4963	0,0726	0,0567	0,23	0,03	0,19	0,0444	0,0864	0,0697	380
2004	0,5293	0,091	0,0771	0,16	0,03	0,14	0,0452	0,1025	0,0718	345
2005	0,5664	0,0548	0,0506	0,21	0,03	0,22	0,040	0,0578	0,0563	360
2006	0,55	0,0755	0, 0936	0,16	0,04	0,17	0,0538	0,0619	0,0552	440
2007	0,5327	0,0808	0,109	0,18	0,04	0,66	0,1241	0,0591	0,037	400
2008	0,5402	0,0957	0,1171	0,19	0,04	0,45	0,1348	0,0803	0,089	380
2009	0,4557	0,1254	0,1644	0,16	0,05	0,27	0,258	0,0893	0,0906	385
2010	0,5828	0,0507	0,0902	0,25	0,07	0,65	0,0638	0,0225	0,0485	520
2011	0,4943	0,0777	0,1281	0,16	0,05	0,22	0,124	0,0262	0,0423	715
2012	0,5088	0,0686	0,1122	0,09	0,07	0,23	0,1062	0,0266	0,053	620
2013	**0,4436**	**0,0789**	**0,1155**	**0,17**	**0,05**	**0,19**	**0,1348**	**0,0332**	**0,0761**	**450**
2014	**0,4431**	**0,0422**	**0,0646**	**0,19**	**0,04**	**0,35**	**0,0613**	**0,0139**	**0,0524**	**560**

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع والمواقع الالكترونية:

- ✓ الموقع الالكتروني لمجمع صيدال: https://www.saidalgroup.dz
- ✓ موقع بورصة الجزائر: http://www.sgbv.dz/ar/

الملحق رقم (04): معايير التقييم بين نماذج الدراسة.

النماذج	R2	Akaike info criterion	Schwarz criterion
1	0.393684	12.49070	12.58727
2	0.391778	12.49384	12.59041
3	0.335078	12.58297	12.67954
4	0.660670	12.03527	12.18013
5	0.678278	11.98198	12.12684
6	0.437804	12.54015	12.68501
7	0.688261	12.07546	12.26861
8	0.775822	11.74574	11.93889
9	0.792135	11.67018	11.86333
10	0.703404	12.15067	12.39210
11	0.712315	12.12016	12.36160

المصدر:إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم (02) ومخرجات برنامج Eviews9.

الملحق رقم (05): نتائج تقدير النموذج

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 12/06/16 Time: 18:06
Sample: 1999 2014
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-1115.137	283.2271	-3.937255	0.0020
X8	-1851.513	722.1818	-2.563777	0.0248
X9	-3295.881	1196.369	-2.754902	0.0174
C	1343.112	147.4716	9.107593	0.0000

R-squared	0.792135	Meandependent var	502.5000
Adjusted R-squared	0.740169	S.D. dependent var	146.0365

S.E. of regression	74.44010	Akaike info criterion	11.67018
Sumsquaredresid	66495.95	Schwarz criterion	11.86333
Log likelihood	-89.36148	Hannan-Quinn criter.	11.68008
F-statistic	15.24328	Durbin-Watson stat	1.834416
Prob(F-statistic)	0.000214		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 .

الملحق رقم (06): نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.010021	Prob. F(1,13)	0.9218
Obs*R-squared	0.011553	Prob. Chi-Square(1)	0.9144

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 12/05/16 Time: 19:33
Sample (adjusted): 2000 2014
Included observations: 15 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4314.070	1638.596	2.632784	0.0207
RESID^2(-1)	0.027775	0.277459	0.100103	0.9218

R-squared	0.000770	Meandependent var	4422.013
Adjusted R-squared	-0.076094	S.D. dependent var	4606.402
S.E. of regression	4778.448	Akaike info criterion	19.90519
Sumsquaredresid	2.97E+08	Schwarz criterion	19.99959
Log likelihood	-147.2889	Hannan-Quinn criter.	19.90418
F-statistic	0.010021	Durbin-Watson stat	1.863923

Prob(F-statistic)	0.921790

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (07): نتائج اختبار التعدد الخطي

Variance Inflation Factors
Date: 12/05/16 Time: 19:20
Sample: 1999 2014
Included observations: 16

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
X1	80217.59	55.92070	1.037000
X8	521546.5	6.044653	1.217182
X9	1431300.	15.34473	1.180343
C	21747.88	62.79469	NA

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (08): نتائج اختبار نقطة الاتعطاف لسنة 2004

Chow Breakpoint Test: 2004
NullHypothesis: No breaks atspecifiedbreakpoints
Varyingregressors: All equation variables
Equation Sample: 1999 2014

F-statistic	0.640435	Prob. F(4,8)	0.6485
Log likelihood ratio	4.444746	Prob. Chi-Square(4)	0.3491
Wald Statistic	2.561742	Prob. Chi-Square(4)	0.6336

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

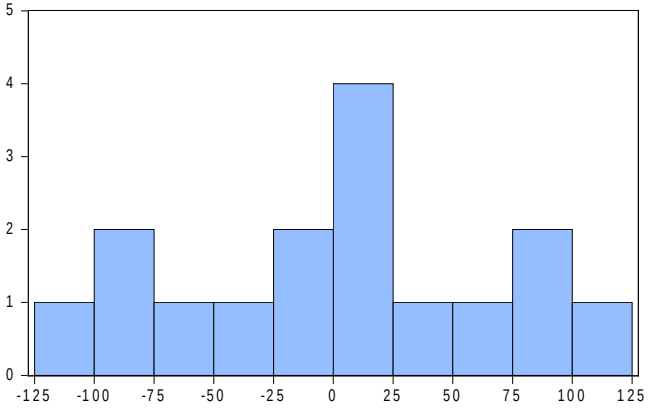
الملحق رقم (09): نتائج اختبار نقطة الاتعطاف لسنة 2011

Chow Breakpoint Test: 2011
NullHypothesis: No breaks atspecifiedbreakpoints
Varyingregressors: All equation variables
Equation Sample: 1999 2014

F-statistic	2.642318	Prob. F(4,8)	0.1129
Log likelihood ratio	13.47307	Prob. Chi-Square(4)	0.0092
Wald Statistic	10.56927	Prob. Chi-Square(4)	0.0319

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

الملحق رقم (10): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.