

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر
فرع علوم التسيير
تخصص: مالية مؤسسات

الموضوع:

دور سياسة توزيع الأرباح في تعزيز حوكمة الشركات
- دراسة حالة شركة تسيير فندق الأوراسي الجزائر -

تحت إشراف الأستاذ:

بن جدو عبد السلام

من إعداد الطالبتان:

- حزام نهى
- موردي مريم

السنة الجامعية: 2011-2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من قرأ حرفاً من كتاب الله فله حسنة والحسنة بعشر أمثالها لا أقول ألم حرف ولكن ألف حرف ولام حرف وميم حرف".

اللهم لا تجعلنا نصاب بالغرور إذا نجحنا ولا باليأس إذا أخفقنا، اللهم إذا أعطيتنا نجاحاً فلا تأخذ تواضعنا وإذا أعطيتنا تواضعاً فلا تأخذ اعتزازنا بكرامتنا.

نشكر الله تعالى الذي وفقنا وسدد خطانا لإنهاء هذا العمل المتواضع ونتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع الأساتذة بكل الأطوار الدراسية، وإلى الأستاذ المشرف "بن جدو عبد السلام" الذي استفدنا من نصائحه وإرشاداته وعلى طول صبره معنا.

نتوجه بالشكر الخاص إلى من ساعدنا كثيراً وإتمام هذا العمل ولو بكلمة تشجيع.

A decorative frame resembling a scroll, with a vertical strip on the left and a horizontal strip at the top, both featuring rounded ends and a light gray shaded area. The word 'الفهارس' is centered within the main rectangular area of the scroll.

الفهارس

شكر وتقدير

I.....	الفهرس العام
IV.....	قائمة الجداول
V.....	قائمة الأشكال
أ- د.....	المقدمة العامة

الفصل الأول: حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح

2.....	مقدمة الفصل الأول
3.....	المبحث الأول: أساسيات حول حوكمة الشركات
3.....	المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات
3.....	الفرع الأول: نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات وأسباب الأخذ بها
5.....	الفرع الثاني: مفهوم حوكمة الشركات، ركائزها ومتطلباتها
8.....	الفرع الثالث: مبادئ حوكمة الشركات والمحددات الأساسية لتطبيقها
12.....	الفرع الرابع: أهمية حوكمة الشركات والأطراف المعنية بتطبيقها
14.....	المطلب الثاني: أنواع وأساليب ممارسة حوكمة الشركات، مزاياها وحلول تطبيقها
14.....	الفرع الأول: أنواع أنظمة حوكمة الشركات وطرق وأساليب ممارستها الجيدة
16.....	الفرع الثاني: وضع حوكمة الشركات موضع التطبيق، ومزايا تطبيقها
17.....	الفرع الثالث: الأضرار المترتبة على عدم الإلتزام بحوكمة الشركات
18.....	الفرع الرابع: الآليات والخطوات المقترحة لتطبيق حوكمة الشركات
20.....	المبحث الثاني: عسوميات حول سياسة توزيع الأرباح
20.....	المطلب الأول: ماهية وأهمية سياسة توزيع الأرباح
20.....	الفرع الأول: مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح
20.....	الفرع الثاني: فئات توزيع الأرباح
21.....	الفرع الثالث: الحجج المؤيدة لوجود سياسة توزيع الأرباح
21.....	الفرع الرابع: أنواع سياسة توزيع الأرباح
24.....	المطلب الثاني: إجراءات، نظريات، وقرارات سياسة توزيع الأرباح
24.....	الفرع الأول: إجراءات توزيع الأرباح

26.....	الفرع الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح وتوضيحها
28.....	الفرع الثالث: جوانب أخرى لسياسة توزيع الأرباح (القرارات)
31.....	خاتمة الفصل الأول
	الفصل الثاني: اثر سياسة توزيع الأرباح على حوكمة الشركات
33.....	مقدمة الفصل الثاني
34.....	المبحث الأول: رغبة الملاك بالتوزيعات وتأثيرها على كفاءة الإدارة
34.....	المطلب الأول: علاقة سياسة التوزيعات وتكلفة الأموال بقيمة السهم وكفاءة الإدارة
34.....	الفرع الأول: علاقة التوزيعات بقيمة السهم في السوق
39.....	الفرع الثاني: علاقة سياسة التوزيعات وقيمة السهم بكفاءة الإدارة
40.....	الفرع الثالث: علاقة سياسة التوزيعات بتكلفة الأموال
42.....	الفرع الرابع: علاقة تكلفة التمويل بكفاءة الإدارة
43.....	المطلب الثاني: دوافع تفضيل توزيع الأرباح وتأثير الملاك عليه
43.....	الفرع الأول: دوافع تفضيل توزيع الأرباح على إحتجازها
44.....	الفرع الثاني: تأثير الملاك في قرار التوزيع الذي تتخذه الإدارة
46.....	الفرع الثالث: آليات الرقابة للأطراف الخارجية
48.....	المبحث الثاني: رغبة الإدارة في تمويل غير مكلف (التمويل الذاتي) وآليات الرقابة الداخلية
48.....	المطلب الأول: علاقة التمويل الذاتي والرفع المالي بالتوزيعات
48.....	الفرع الأول: علاقة التمويل الذاتي بالأموال الخاصة
51.....	الفرع الثاني: علاقة الرفع المالي بالتوزيعات وقيمة السهم في السوق
52.....	الفرع الثالث: دوافع تفضيل إحتجاز الأرباح على توزيعها
54.....	المطلب الثاني: مشكلة الوكالة وأساليب الرقابة الداخلية
54.....	الفرع الأول: مشكلة الوكالة
56.....	الفرع الثاني: أساليب جعل الإدارة تعمل لصالح الملاك (الجزرة)
60.....	الفرع الثالث: أساليب العصا لفرض الإنضباط على الإدارة
62.....	خاتمة الفصل الثاني

مقدمة الفصل الثالث.....	64
تمبحث الأول:حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي.....	65
المطلب الأول:حوكمة الشركات في فندق الأوراسي.....	65
الفرع الأول:التعريف بالشركة.....	65
الفرع الثاني:الدخول إلى البورصة.....	65
الفرع الثالث:وظائف الشركة.....	65
الفرع الرابع:بعض الإقصاعات التي يقدمها فندق الأوراسي.....	66
المطلب الثاني:سياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي.....	67
الفرع الأول:كيفية توزيع الأرباح في الشركة.....	67
الفرع الثاني:المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها في الشركة.....	67
تمبحث الثاني:تقديم دراسة توزيع الأرباح ودورها في ضبط سلوك الإدارة في الشركة.....	68
المطلب الأول:قبل الدخول إلى البورصة(1997-1999).....	68
الفرع الأول:مؤشرات عن الشركة قبل الدخول إلى البورصة.....	68
الفرع الثاني:تطور الأرباح الموزعة في الشركة.....	69
الفرع الثالث:تحليل مؤشرات الأداء المالي للشركة.....	70
المطلب الثاني:بعد الدخول إلى البورصة (2008-2010).....	71
الفرع الأول:مؤشرات عن الشركة بعد الدخول إلى البورصة.....	71
الفرع الثاني:تطور وقدرات الشركة على التوزيع.....	72
الفرع الثالث:الحكم على كفاءة الإدارة.....	74
الفرع الرابع:أثر التوزيعات على قيمة السهم وكفاءة الإدارة.....	75
خاتمة الفصل الثالث.....	76
الخاتمة العامة.....	78
قائمة المراجع.....	82
الملحق.....	

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-3	أهم المؤشرات المالية لفندق الأوراسي خلال الفترة 97-99	68
2-3	تطور الأرباح الموزعة في الشركة لفترة (97-99)	69
3-3	تحليل مؤشرات الأداء المالي للشركة لفترة (97-99)	70
4-3	أهم المؤشرات المالية لفندق الأوراسي خلال الفترة 08-10	71
5-3	تطور الأرباح الموزعة لفندق الأوراسي لفترة 08-10	72
6-3	أوجه تخصيص الأرباح المحتجزة للشركة	73
7-3	مؤشرات للحكم على كفاءة الإدارة	74
8-3	تأثير التوزيعات على قيمة السهم وكفاءة الإدارة	75

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	ركائز حوكمة الشركات	07
2-1	مبادئ حوكمة الشركات	10
3-1	الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات	14
4-1	الأرباح المحتجزة والتوزيعات المتبقية	23
5-1	الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة	24
6-1	إجراءات توزيع الأرباح	25
7-1	نظريات توزيع سياسة الأرباح	28
1-2	توزيعات الأرباح والتمويل الذاتي	49
2-2	أثر الرفع المالي على ربحية السهم ومعدل العائد على حق الملكية	50
3-2	العلاقة بين الدين والقيمة المتوقعة للسهم	51

المقدمة العامة

المقدمة العامة

لقد ظهرت الحاجة إلى حوكمة الشركات في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال السنوات الأخيرة، خاصة لما حدث من انهيارات اقتصادية وأزمات مالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينيات من القرن العشرين ومن أشهرها فضيحة "إنرون"، وقد أدى اتساع حجم الشركات إلى انفصال الملكية عن الإدارة وظهور ما يعرف بمشكلة الوكالة، وشرعت الشركات في البحث عن حل لهذه المشكلة، ولهذا جاء مصطلح حوكمة الشركات الذي يعتبر مصطلح اقتصادي حديث، ويعني إخضاع الشركات للقوانين والأنظمة التي تفرض مراقبة ومتابعة بياضات تلك الشركات وممارساتها الإدارية والمالية بأقصى درجات الإفصاح والشفافية لحماية حقوق المساهمين.

كما تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية في الشركات وهي أحد الأدوات لفرض الانضباط على الإدارة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، وانعكاساتها على سعر السهم في السوق، لأن هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن، وإن تحقيق ذلك الهدف يتطلب اختيار سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح.

تتمثل أهمية سياسة توزيع الأرباح كآلية لضبط و ترشيد سلوك الإدارة و كذلك أداة للرفع من كفاءتها بما يخدم مصالح الملاك، كما تقوم حوكمة الشركات بالتقليل من التلاعبات في الشركات ومن هنا جاءت أهمية البحث في دور «سياسة توزيع الأرباح في تعزيز حوكمة الشركات، والتي يمكن إبرازها في النقاط التالية:

1- الاهتمام المتزايد بحوكمة الشركات من طرف الباحثين.

2- أهمية سياسة توزيع الأرباح في الشركات و ما ينجم عنها من ضبط سلوك الإدارة.

أسباب اختيار الموضوع:

إضافة إلى أهمية الدراسة كسبب موضوعي لاختيار الموضوع فإن هناك أسباب ذاتية أخرى للبحث فيه

أهمها:

- رغبة الطالبان في تعميق التخصص لأن هذا الموضوع يندرج ضمن التخصص.

- الرغبة في المساهمة ولو بنسبة بسيطة في إثراء الموسوعة المعرفية وذلك لقلّة الدراسات حول هذا الموضوع.

الإشكالية

ومما تقدم يبرز السؤال الجوهرى الآتى:

هل يمكن استخدام سياسة توزيع الأرباح كوسيلة بيد الملاك وأصحاب المصلحة الآخرين لترشيد سلوك

الإدارة؟

ولتسهيل الإجابة عن هذا السؤال سيتم تقسيمه إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بحوكمة الشركات وما هي سياسة توزيع الأرباح؟
- ما هي الأساليب التي تتيحها سياسة توزيع الأرباح والتي من شأنها أن تجعل الإدارة تعمل لصالح الملاك؟

- ما مدى نجاح سياسة توزيع الأرباح المتبعة في فندق الأوراسي في ضبط سلوك الإدارة؟

الفرضيات

- لعل حوكمة الشركات هي تلك التدابير المتخذة من طرف مختلف أصحاب المصالح لفرض الانضباط على سلوكيات الإدارة من أجل خدمة مصالحهم.
- يمكن اعتبار سياسة توزيع الأرباح بمثابة قرار للمفاضلة بين احتجاز الأرباح أو توزيعها.
- يمكن فرض رقابة على الإدارة لجعلها تعمل لصالح الملاك، وذلك بربط أداؤها بأرباح الشركة ومكافئتها عن هذا الأداء عن طريق عدة أساليب.
- بما أن فندق الأوراسي شركة مساهمة مدرجة في البورصة فإنه ينتظر أن تؤدي سياسة توزيع الأرباح ثمارها في ترشيد سلوك الإدارة.

أهداف الدراسة

- تصبو الدراسة في تحقيق جملة من الأهداف، من أهمها:
- التعرف على ماهية حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح .
- تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح في ضبط سلوك الإدارة.
- قياس أثر سياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي في ترشيد قرارات الإدارة.

منهج وأدوات الدراسة

غلب على هذه الدراسة المنهج التحليلي الوصفي الذي كان حتمية أملت لها طبيعة الموضوع حيث أن المنهج الوصفي بغرض استعراض المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح وتم الاعتماد على البحث المكتبي والمكتبيات العلمية والمجلات ومواقع الأنترنت للحصول على المعلومات المتعلقة بهذا البحث وكذا التحليلي من خلال تحليل ودراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على حوكمة الشركات وكذلك تم استخدامه

في الدراسة التطبيقية التي تم فيها تجميع قدر معتبر من البيانات و المعلومات الإحصائية التي تتعلق بفندق الأوراسي.

ل للوصول للأهداف المتوخاة من الدراسة تم تجميع المعلومات والبيانات بالاعتماد على البحث المكتبي بالحصول على الكتب والمجلات والمذكرات والملتقيات، كما تم الاعتماد على مواقع الانترنت قصد توسيع نطاق البحث والحصول على معلومات لا تتوفر في المكتبات من مقالات وبيانات إحصائية لعينة الدراسة.

إطار الدراسة

لاختبار مدى انطباق النظري مع الواقع وقع الاختيار على شركة تسير فندق الأوراسي بالجزائر كإطار مكاني للدراسة لأن لديها متطلبات بحثنا وهي شركة فيها مساهمين كثر وتطرح لديها مشكلة الوكالة بحدده. أما فيما يتعلق بالإطار الزمني للدراسة فقد تم اختيار الفترة (2010/1997)، وتم تقسيم هذه الفترة إلى مرحلتين: مرحلة الملكية العامة للشركة أي قبل الدخول إلى البورصة (1999/1997)، ومرحلة الانفتاح على الجمهور، أي بعد الدخول إلى البورصة (2010/2008) وتم إختيار هذه الفترة الزمنية نظرا لتوفر المعلومات حولها.

هيكل الدراسة

لتغطية جوانب الموضوع قسمت الدراسة إلى ثلاثة فصول بحثوي كل منهما على مبحثين حيث الفصلان الأولان تم التطرق فيها إلى الجانب النظري، بينما الفصل الأخير فقد كان تطبيقي من محاولة إسقاط النظري على هذا الفصل.

أولاً: الفصل الأول: تم التطرق في هذا الفصل إلى حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح حيث تناول المبحث الأول حوكمة الشركات وقسم إلى مطلبين، المطلب الأول بعنوان ماهية حوكمة الشركات عن طريق التعرف على نشأتها وتطورها ومفهومها وأركانها ومبادئها

ومحدداتها، بالإضافة إلى أهميتها والأطراف المعنية بتطبيقها، أما المطلب الثاني فتم التحدث فيه عن أنواع وأساليب ممارسة حوكمة الشركات ووضعها موضع التطبيق بالإضافة إلى

الآليات والحلول المقترحة لتطبيقها. أما المبحث الثاني فهو عموميات حول سياسة توزيع الأرباح، تم تقسيمه إلى مطلبين، المطلب الأول تم التطرق فيه إلى ماهية وأهمية سياسة توزيع الأرباح وفئات توزيع الأرباح، وأنواعها والحجج المؤيدة لوجودها؛ أما المطلب الثاني قدم فيه إجراءات، نظريات وقرارات سياسة توزيع الأرباح.

ثانياً: الفصل الثاني: تم الحديث في هذا الفصل عن أثر سياسة توزيع الأرباح في حوكمة الشركات، من خلال التعرض في المبحث الأول إلى رغبة الملاك بالتوزيعات وتأثيرها على كفاءة الإدارة، ففي المطلب

الأول ثم التطرق إلى علاقة التوزيعات وتكلفة الأموال ومعرفة أثرهما على كل من قيمة السهم وكفاءة الإدارة، أما في المطلب الأول فتم الحديث عن دوافع تفضيل توزيع الأرباح وتأثير الملاك في قرار التوزيع وكذلك آليات الرقابة الخارجية، أما عن المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لبيان رغبة الإدارة في تمويل غير مكلف وآليات الرقابة الداخلية، تم الحديث في المطلب الأول عن علاقة التمويل الذاتي بالأموال الخاصة والرفع المالي بالتوزيعات وكذلك عن دوافع تفضيل إحتجاز الأرباح على توزيعها، وفي المطلب الثاني تم التطرق إلى مشكلة الوكالة وعلاقتها و تكاليفها، وعن أساليب الرقابة الداخلية بنوعيتها المتمثلة في أساليب الإقناع وأساليب الجبر المفروضة على الإدارة حتى تعمل لصالح الملاك.

ثالثاً: الفصل الثالث: تم إسقاط النظري على فندق الأوراسي من خلال التطرق في المبحث الأول إلى حوكمة الشركات فيه، ففي المطلب الأول تم التعرف به ودخوله إلى البورصة وعن وظائفه وكذلك عن بعض الإفصاحات التي يقدمها الفندق، أما في المطلب الثاني تم تسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح فيه من خلال كيفية توزيعها، والمفاضلة بين التوزيع و الاحتجاز، وفي المبحث الثاني تم فيه تقييم سياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي قبل وبعد الدخول إلى البورصة، عن طريق التطرق في المطلب الأول إلى مؤشرات عن الشركة في مرحلة الملكية العامة وتطور الأرباح الموزعة فيها وتحليل مؤشرات أدائها المالي، أما المطلب الثاني تم إبراز فيه دور السوق المالي في فرض الانضباط على الإدارة وتطور الأرباح الموزعة في الشركة بعد دخولها إلى البورصة، والحكم على كفاءة الإدارة.

صعوبات وعراقيل الدراسة:

إن موضوع سياسة توزيع الأرباح وأثره على حوكمة الشركات يعتبر موضوع حديث نسبياً وهذا ما انعكس في قلة البحوث والدراسات في هذا المجال إذ لم تتوفر المعلومات الكافية للتوسع و الإطلاع أكثر على الموضوع، أما فيما الجانب التطبيقي فواجهتنا عراقيل كثيرة حول نقص البيانات و المعلومات و القوائم المالية للشركة موضع الدراسة و كيفية الحصول عليها خاصة للسنوات الأخيرة وبالأخص القوائم المالية المتعلقة بسنة 2010.

الفصل الأول:
حوكمة الشركات
وسياسة
توزيع الأرباح

مقدمة الفصل الأول:

أدت الانهيارات المالية في العديد من البلدان حديثاً إلى التفكير في كيفية حماية المستثمرين من أخطاء مجالس إدارة الشركات، وأسفر ذلك عن الاهتمام بالدور الذي يلعبه مفهوم حوكمة الشركات في التأكيد على الالتزام بالسياسات والإجراءات الرقابية ودورها في جذب الاستثمار وتدعيم اقتصاديات الدول من خلال وضع أسس معينة للعلاقة بين مجلس الإدارة والمديرين والمستثمرين وأصحاب المصالح بالشكل الذي يؤدي إلى وجود شفافية في التعامل بين هذه الأطراف، مما يؤدي إلى منع حدوث مثل هذه الانهيارات في المستقبل، وأصبح من الواضح

أن تطبيق حوكمة الشركات يحدد مصير الشركات حالياً.

كما تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة في الشركة، ويجب إدراك العوامل التي تقود إلى قرارات التوزيع، ومن الجدير بالذكر أن الشركات الناجحة تحقق الأرباح، وهذه الأرباح يمكن أن يعاد استثمارها أو قد يتم استخدامها في سداد الديون، وإما أن يتم توزيعها على حملة الأسهم، وهنا تظهر موضوعات رئيسية هي:

- ماهي النسبة التي سيتم توزيعها من الأرباح على حملة الأسهم؟.

- هل إن الأرباح التي يتم توزيعها تكون على شكل توزيع نقدي أو يتم تحويلها إلى حملة الأسهم عن طريق إعادة شراء بعض الأسهم؟.

وسيتمّ التعرّض أكثر لهذه المفاهيم في هذا الفصل و الذي قسم إلى مبحثين.

❖ المبحث الأول: أساسيات حول حوكمة الشركات.

❖ المبحث الثاني: عموميات حول سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الأول: أساسيات حول حوكمة الشركات.

تعتبر حوكمة الشركات أحد أهم الآليات التي كشف عنها اقتصاد المعرفة فقد تحوت من الموضوع المهمش الذي كانت عليه في العقد الماضي لتصبح تحتل مكانة هامة في عقول المستثمرين، والشركات وبورصات الأوراق المالية بحيث أصبحت في قلب السوق.

ولقد تعددت التسميات لمصطلح "Corporate governance" ولا يوجد اتفاق حول تعريف محدد لهذا المصطلح، يرى البعض تسميتها بالإدارة الرشيدة أو الإدارة الحكيمة والآخر بالحوكمة المؤسسية، وهناك من يرى أنها مرادف لمفهوم "الإجراءات الحاكمة" أو ممارسة الإدارة للسلطة الجيدة، ولكن المفهوم الشائع هو حوكمة الشركات، وسنحاول التعرض إلى مجموعة من التعاريف.

المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات:

الفرع الأول: نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات وأسباب الأخذ بها:

أولاً: نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات:

أدى ظهور نظرية الوكالة التي نشأت نتيجة تعارض المصالح بين أعضاء مجالس الشركات وبين المساهمين إلى زيادة الاهتمام بضرورة وجود القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي يقوم به أعضاء مجلس الإدارة بهدف تعظيم منافعهم الخاصة.¹ وفي عام 1976 قام كل من جونسون وماكلي Jonsen and Machli بالاهتمام بحوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد أو التقليل من المشاكل التي تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة ولحق ذلك مجموعة من الدراسات العلمية والتي أكدت على أهمية الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات وأثرها على زيادة ثقة المستثمرين في أعضاء مجلس إدارة الشركات وبالتالي قدرة الدول على جذب مستثمرين جدد سواء محليين أو أجانب.²

وأدى تطور أسواق المال ووجود هيئات رقابية فعالة تعمل على مراقبته وتشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات العاملة بتلك الأسواق بالإضافة إلى التطور الذي وصلت إليه مهنة المحاسبة والمراجعة بالكشف عن الانحرافات في القوائم المالية والتي تتضمن مجموعة من النصائح الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط من منع حدوث الغش وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم الرقابة الداخلية.³

¹ - [http:// www.shbab.com/2minutes.htm](http://www.shbab.com/2minutes.htm).

² - محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، دراسة مقارنة، أدار الجادوية، ط2، مصر، 2009، ص15.

³ - حمادي عبد العظيم، عولمة الفساد وفساد العولمة، إداري، تجاري، سياسي، دولي، أدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، 2008، ص266.

كما ساهمت التقارير في الاهتمام بفعالية الدور الذي يمكن أن تقوم به نجان المراجعة بالشركات بشأن الالتزام بمبادئ الحوكمة، وفي فترة الانهيئات المالية لكبرى الشركات الأمريكية عام 2002 تم إصدار تقرير ركز على دور حوكمة الشركات في القضاء على الفساد المالي والإداري الذي يواجه العديد من الشركات، لكي يؤكد على أهمية الالتزام بحوكمة الشركات من أجل زيادة ثقة المستثمرين في عملية إعداد ومراجعة القوائم المالية، وظهرت بعد ذلك العديد من التقارير المتعلقة بحوكمة الشركات ودور مجالس إدارة الشركات وأنظمة الرقابة الداخلية بالشركات والنجان التابعة لمجلس الإدارة وتقييم المخاطر.

ثانياً: أسباب الأخذ بحوكمة الشركات.

- هناك عدة عوامل ساهمت في خروج حوكمة الشركات إلى العلن ومنها:¹
- اتساع حجم الشركات وكثرة المشاكل الناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة (التحكم) والذي يعرف بمفهوم الوكالة التي ينجم عنها تضارب في المصالح بين الإدارة والمساهمين وبقية الأطراف الأخرى.
 - الممارسات المالية والإدارية الخاطئة وانتشار المحسوبية وقضايا الفساد.
 - زيادة حدة مخاطر الشركات خاصة مخاطر الاستثمار والمخاطر المالية وارتفاع تكلفة التمويل بالملكية وبالمدىونية مما أدى إلى ارتفاع العجز المالي في الدول المتقدمة والنامية.
 - تعثر برامج الإصلاح الاقتصادي.
 - وجود فجوة كبيرة بين رواتب المديرين وأداء الشركات التي يديرونها.²
 - تغير بيئة الأعمال الدولية لعولمة الأنشطة وتحرير أسواق المال.
 - التطور في علم الاقتصاد السياسي واهتمامه بالرشادة السياسية والتي هي عكس الرشادة الاقتصادية، وتعني الرشادة السياسية تحليل الدوافع وإعطاء صانعي القرارات الحكومية الحافز للاستجابة بين المواطنين والاهتمام بمصالحهم.
 - تدني أخلاقيات الأعمال وضعف آليات الرقابة على أداء الشركات.³
 - الانهيئات والفصائح المالية للشركات دولية النشاط والحاجة إلى إعادة التوازن المالي والإداري، وهذا كله بسبب عدم وجود مؤشرات للإفصاح والشفافية وعدم وجود أعضاء مستقلين (غير تنفيذيين) في مجالس إدارة الشركة.

¹ - صبرينة صالح، أثر تطبيق نظام الحوكمة في البنوك على تطوير القطاع المصرفي في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم المالية، جامعة باجي مختار، غابرة، 2010، ص ص 39-40.

² - <http://www.syriatel.sy/investorrelations/portals/o/ir-articles/corporate-gouver>.

³ - علي الله وازد خلو، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة المعرفة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 25.

- عدم وجود لجان فنية بالشركة المراجعة الداخلية أو للمكافآت أو لإدارة المخاطر.
 - ظهور بطاقة الأداء المتوازن كمدخل لقياس وتقييم الأداء الحقيقي للشركات.
 - غياب التحديد للمسؤوليات وسلطات مجالس الإدارة.
 - اتساع دائرة المسؤولية الاجتماعية للشركات.
 - توافد كبار المساهمين مع إدارة الشركة لتعظيم منافعهم الخاصة، وكذلك مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمراجعة المحاسبية.¹
 - قيام الشركات متعددة الجنسيات بممارسة الاستحواذ والاندماج بين الشركات للسيطرة.
 - اتجاه الدول إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية (الحرّة).
- الفرع الثاني: مفهوم حوكمة الشركات، ركانزها ومتطلباتها.

أولاً: مفهوم حوكمة الشركات.

حوكمة الشركات هي الترجمة المختصرة لمصطلح "corporate governance"، أما الترجمة العلمية والتي اتفق عليها فهي 'أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة'، ويستخدم مصطلح حوكمة الشركات بمعنى أوسع باسم "الحوكمة الرشيدة" ونورد أهم التعاريف:

1- مفهوم الحوكمة:

هي مجموعة من القوانين والنظم التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق خطط وأهداف الشركة.²

"كما تعني وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف التي تؤثر في الأداء وتعمل على تقوية الشركة على المدى البعيد، وتحديد المسؤولية³، وهذه النظم لخدمة مصالح المساهمين بشكل خاص وأصحاب المصالح الأخرى بشكل عام".

2- مفهوم حوكمة الشركات:

"حوكمة الشركات هي مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحيتها على المدى البعيد لصالح المساهمين".⁴

¹ - خبيره عبد الله، مذخلة بعنوان: الحوكمة آلية فعالة للقضاء على الفساد الاقتصادي، ملتقى وطني حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 18-19/11/2009.

² طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص20

³ بشري نجم عبد الله المشبهاني، أهمية حوكمة الشركات في مواجهة الفساد المالي، بغداد، 2009، ص4. من الموقع

<http://www.NEZAH.org>.

⁴ التحوط وإدارة المخاطر في الصناعة المالية، الحوكمة من الموقع: <http://islamfin.go-forum.net/t1778-topic>

"هي النظام الذاتي للتوجيه والرقابة والإدارة بمعرفة مجلس الإدارة المنتخب من حملة الأسهم، والطريقة الرشيدة لإدارة أصول الشركة ومواردها المختلفة والعمل على التوازن في حقوق المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة مع الشركة".¹

ويطلق عليها أيضا مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين، وفق هيكل معين يتم من خلاله وضع أهداف الشركة والرقابة على الأداء.

وحكمة الشركات هي نوعان: داخلية وخارجية:²

- الحوكمة الداخلية للشركات: تعني التدابير التي تطبقها الشركة داخليا لتحديد العلاقات بين حملة الأسهم ومجلس الإدارة والمديرين وأصحاب المصالح وحقوق وأدوار ومسؤوليات كل منهم.
- الحوكمة الخارجية للشركات: لا تستطيع الشركة التي تدار بشكل جيد أن تزدهر إذا كانت تنقصها الحوكمة الخارجية، لأن إجراءات الحوكمة الداخلية لا يمكن أن تصبح فعالة إلا إذا عززتها النظم الخارجية للأسواق والمؤسسات، فهذه القوى الخارجية تركز الكفاءة، وتعاقب المخالفين.

ثانيا: ركائز ومتطلبات حوكمة الشركات:

1- ركائز حوكمة الشركات: تركز على ثلاث ركائز وهي:

1-1- السلوك الأخلاقي (أخلاقيات الأعمال): السلوك الأخلاقي هو الأصل الذي اشتقت منه حوكمة الشركات في نظرية الوكالة، وهو يبين أسباب الابتعاد عن السلوك الأخلاقي الرشيد للشركات من خلال صراع المصالح واستخدام التزييف و اللامسؤولية. ومع انتقاد أعمال الشركات ومعاييرها (الربح والكفاءة) هما الاهتمام الوحيد للشركات وإهمال المسؤولية الاجتماعية والأخلاقية، أصبح الحديث عن مقابلة أعمال الربح والكفاءة برؤية أخرى قائمة على أخلاقيات الإدارة.³

- تعريف أخلاقيات الأعمال: هي مجموعة من المبادئ والأساليب التي يجب أن تعطي تصرف منظمات الأعمال، أي أنها الطريقة التي يجب أن يتصرف على أساسها الأفراد لضمان الالتزام السلوكي.⁴

¹ جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سلطة النقد الفلسطينية، أيلول، 2007.

² مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، ص 8-9، من الموقع: www.eipe-cgypt.org

³ نجم عبود نجم، أخلاقيات الإدارة ومسؤولية الأعمال في شركات الأعمال، النوراق للنشر والتوزيع، طاء، الأردن، 2006، ص 5

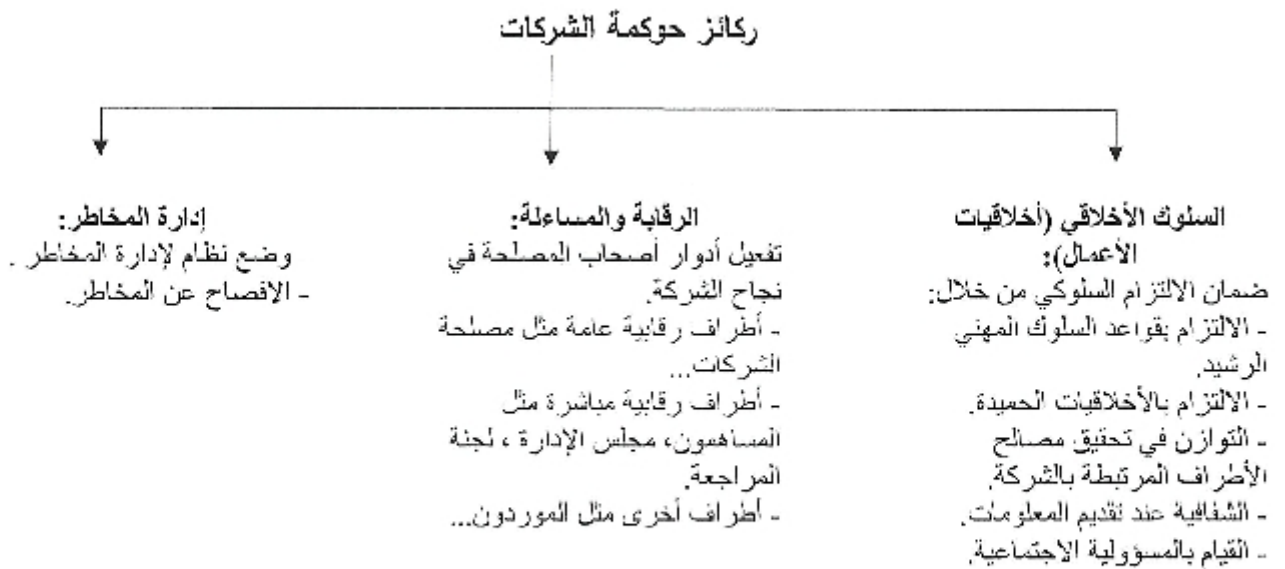
⁴ وإيام هشار، ترجمة عبد الحكم أحمد الغزالي، أخلاقيات منظمات الأعمال، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005، ص 7.

1-2- تفعيل أدوار أصحاب المصلحة في الرقابة والمساءلة¹: مثل الهيئات الإشرافية العامة والأطراف المباشرة للإشراف والرقابة، والمساهمون ومجلس الإدارة والأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة.

1-3- إدارة المخاطر²: هي عملية ديناميكية يتم فيها اتخاذ كافة الخطوات المناسبة للتعرف على المخاطر المؤثرة على أهداف الشركة والتعامل معها، وتتضمن وضع إجراءات رقابية داخلية لمنع أحداث ضارة محتملة الوقوع.

والشكل التالي يعطي توضيح أكثر لهذه الركائز.

شكل رقم 1-1- ركائز حوكمة الشركات.



المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 47.

2- متطلبات حوكمة الشركات:

- قيام المساهمين بانتخاب ممثلهم³.
- قيام أعضاء مجالس الإدارة بالتصويت على الأمور الرئيسية وإتباع قرار الأغلبية.
- إتباع الشركة لمعايير محاسبية لتوفير المعلومات اللازمة لجميع الأطراف⁴.

¹ حكم محسن الربيعي، حمد عبد الصبني راضي، حوكمة المصارف وأثرها في أداء والمخاطر، دار الجازوري، ط1، الأردن، 2011، ص 17.

² أمين السيد احمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 588.

³ عبد المجيد عبد الحفيظ سليمان، الإدارة الرشيدة والإصلاح الإداري والمالي، المنتدى العربي الأول "تطوير الجهاز الإداري الحكومي"، متطلبات مواجهة المخالفات المالية والإدارية، المنعقد بالإسكندرية، مصر، أغسطس، 2008، ص 218.

⁴ نماذج تعد حوكمة الشركات هامة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ص 2 من المرفق، www.cipe-egypt.org

- التزام سياسات الشركة وممارستها بالقوانين المطبقة محليا.
- وجود الشفافية وعلى الشركات أن تعمل بطريقة ديمقراطية شفافة والتي هي جوهر حوكمة الشركات، ليتمكن أصحابها من اتخاذ القرارات الصائبة.
- غرس حوكمة الشركات الجيدة يتطلب قيام الشركات تغيير الطريقة التي تعمل بها والحفاظ على الإطار التشريعي والمؤسسي المناسب لذلك.

الفرع الثالث: مبادئ حوكمة الشركات والمحددات الأساسية لتطبيقها.

أولاً: مبادئ حوكمة الشركات:

وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية 'OCDE' مجموعة من المبادئ الأساسية تساعد على قيام نظام حوكمة رشيدة في الشركات، وهي كالآتي:

- 1- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات¹: ينبغي أن يشجع هذا الإطار على الشفافية ويكون متوافقاً مع حكم القانون، ويحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية، وأن يعمل الواحد مع المسؤوليات عن السلطات.
- ويجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات ما يلي:

- ✓ نواحي الرقابة الداخلية: التي تغطي المخاطر وذلك من خلال تشجيع الشفافية وتحديد العلاقة بين المديرين والموظفين، والمساهمين، ومجالس الإدارة وأصحاب المصالح.
- ✓ نواحي الرقابة الخارجية: التي تتضمن الإطار القانوني والتنظيمي الذي يدعم مبادئ حوكمة الشركات.

- 2- حقوق المساهمين (حصة الأسهم)²: توفير حماية وتسهيل لممارسة حقوقهم، وكذلك الوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية، وتتمثل هذه الحقوق في:³

- ✓ تأمين أساليب تسجيل الملكية، نقل أو تحويل ملكية الأسهم، الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب، انتخاب أعضاء مجالس الإدارة، مراقبة الحسابات ومراجعة القوائم المالية وطرح الأسئلة على أعضاء مجلس الإدارة، الحق في المشاركة الفعالة

¹ محمد طارق: حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، بحث ووراق عمل المؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أعمال المؤتمرات، 2007، ص19.

² عصا الله وازد خليل، محمد عبد الفتاح العشوي: الحوكمة المؤسسية، مرجع سبق ذكره، ص39.

³ كثرين، كوشا هليبنج، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة ولانتقائية، ص12، من الموقع: www.hawkama.net.

في اجتماعات الجمعية، حق التصويت في الجمعية العامة، الحصول على الحصص من أرباح الشركة، طرح أسهم جديدة...

3- المعاملة المتكافئة للمساهمين¹: يجب أن يوفر إطار حوكمة الشركات المعاملة المتساوية العادلة لجميع المساهمين أغلبية وأقلية، مساهمين محليين أو أجانب داخل الفئة، وتتاح لهم فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم ولهم نفس حقوق التصويت والحصول على المعلومات المتصلة بالشركة، وحمايتهم من أي عملية استحواذ أو دمج مشكوك فيه ومن الاتجار في المعلومات الداخلية.

4- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة السلطات²: يجب أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تأكيد احترام واعتراف بحقوق أصحاب المصلحة التي ينشئها القانون، ويعمل أيضا على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح، ويسمح بوجود آليات لمشاركتهم في الرقابة على الشركة لتحسين الأداء وخلق فرص العمل والحصول على المعلومات المطلوبة ويقصد بأصحاب المصالح حملة السندات، العمال، البنوك والموردين والعملاء.

5- الإفصاح والشفافية³: يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات على تقديم إفصاحات موثوقة وملائمة ودقيقة وفي توقيت مناسب دون تأخير للأمور الهامة والمتصلة بالشركة تشمل الوضع المالي والأداء والملكية والرقابة بما في ذلك النتائج المالية والتشغيلية، وأهداف الشركة و ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والتصويت وعضوية مجلس الإدارة ومكافأته، وأن يتم الإفصاح على المعلومات بطريقة عادلة بين المساهمين وأصحاب المصالح. والشفافية والثقة هما أكبر ضمان لاحترام نظام الحوكمة، لأن الحوكمة الجيدة تعكس الشفافية والثقة وتساعد على بناء شركات فعالة.

ومن شروط الشفافية: - أن تكون في الوقت المناسب وغير متأخرة.⁴

- أن تكون متاحة لكافة الجهات وفي ذات الوقت.

- شريحة نفسها بنفسها (غير غامضة).

- أن يعقب الشفافية مسائلة، فالشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل هي

وسيلة لإظهار الأخطاء، فالشفافية والمساءلة هما وجهي عملة واحدة.

¹ أحمد طارق، حوكمة الشركات و أسواق المال العربية. مرجع سبق ذكره ص 10.

² طارق عبد النعيل حساد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، والتجارب)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 24.

³ إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية، الدار الجامعية، القاهرة، 2010، ص 42.

⁴ طارق عبد النعيل حساد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 134.

6- مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات التوجه الاستراتيجي للشركة ويكفل المتابعة والرقابة الفعالة للإدارة بواسطة مجلس الإدارة، ومحاسبة أو مساءلة المجلس أما الشركة والمساهمين، وعلى المجلس أن يحرص على الحصول على المعلومات ويتعامل بعدالة مع المساهمين، ويأخذ بعين الاعتبار اهتمامات أصحاب المصالح، ويعمل على تحقيق مصالح الشركة والمساهمين.

والشكل التالي يوضح مبادئ حوكمة الشركات¹

شكل رقم (1-2): مبادئ حوكمة الشركات



المصدر: نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات، سبيل التقدم، 2009، من موقع: www.cipe-arabia.org

والقضايا التي تحيط بمبادئ حوكمة الشركات هي:²

- الضوابط الداخلية والمدققين الداخليين.
- استقلال كيان مراجعي الحسابات الخارجية وجودة ما تقدمه من عمليات مراجعة الحسابات.
- ائقابة وإدارة المخاطر.
- الإشراف على إعداد البيانات المالية.
- استعراض ترتيبات التعويض.
- الموارد المتاحة للمديرين في أداء واجباتهم.
- الطريقة التي يتم بها ترشيح الأفراد لشغل مناصب في المجلس.
- سياسة توزيع الأرباح.

نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات، سبيل التقدم، 2009، من موقع: www.cipe-arabia.org
 حوكمة الشركات، ويكيبيديا، الموسوعة الحرة، من الموقع: <http://ar.wikipedia.org/wiki>

نظم الحوكمة الجيدة، تعكس الشفافية والثقة و تساعد على بناء شركات فعالة¹ وفي ضوء هذه المبادئ تقوم الشركة بوضع مجموعة من نواحي الحوكمة الداخلية منها:

لائحة الجمعية العامة للمساهمين، لائحة مجلس الإدارة، لائحة المراجعة، لائحة لجنة المكافآت،لائحة الإدارة التنفيذية، لائحة الإفصاح والشفافية، لائحة نظام الرقابة، لائحة سياسة توزيع الأرباح...إلخ. وتعتبر هذه النواحي أداة تعرف من خلالها الشركة كل طرف من أطرافها المؤثرين في عملية الحوكمة، ومعرفة واجباتها ومسؤولياتها مع باقي الأطراف حتى تصل في النهاية إلى معرفة ممارسات أعضاء مجالس الإدارة للحوكمة الرشيدة ومدى التزامها بتطبيقها.²

ثانيا: المحددات الأساسية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات.

هناك مجموعة من المحددات تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات وهي تنقسم إلى مجموعتين:

1- المجموعة الأولى: المحددات الخارجية³: تمثل البيئة أو المناخ الذي تعمل من خلاله الشركات وتختلف من دولة إلى أخرى وهي عبارة عن:

-القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق مثل: قوانين الشركات وقوانين سوق العمل والقوانين التي تنظم المنافسة وتمنع الاحتكار.

-وجود نظام مالي جيد يضمن توفير التمويل اللازم وبالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.⁴

-كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات، ووضع العقوبات اللازمة في حالة عدم التزام الشركات.

-دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بأخلاقيات الاعمال والتي تضمن العمل بكفاءة.

2- المجموعة الثانية: المحددات الداخلية⁵: تشمل على القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركات، وتتضمن وضع هياكل إدارية سليمة وتوضيح السلطات والواجبات بين الأطراف المعنية في الشركة، وبالشكل الذي لا يؤدي الى وجود تعارض في المصالح بين مختلف الأطراف بل يؤدي الى تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل.

¹ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص:25.

² القيادة من خلال الحوكمة الرشيدة من الموقع: <http://www.cipe-arabia.org/index.php?option=com...view>

³ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص:19.

⁴ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سبق ذكره، ص:22.

⁵ محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لتمط تطبيقها في مصر، بنك الاستثمار القومي، مصر، يونيو، 2007، ص:4.

من الموقع: www.hawkm.com

وخلاصة القول أن هذه المحددات تتأثر بعوامل أخرى، فيجب الأخذ في الاعتبار ثقافة الدولة المراد التطبيق بها ونظمها السياسية والاقتصادية والتعليمية، فقدرة ووعي المستثمرين على ممارسة حقوقهم في الشركات التي يمتلكون أسهم بها تتأثر بدرجة كبيرة بثقافة الدولة التي ينتمون إليها.

الفرع الرابع: أهمية حوكمة الشركات، والأطراف المعنية بتطبيقها:

أولاً: أهمية حوكمة الشركات:

- أدت العولمة وتحرير الأسواق المالية إلى فتح أسواق جديدة تتيح إمكانيات تحقيق أرباح مذهلة لأن الشركات التي تريد التوسع تحتاج على رأس مال يتعدى مصادر تمويلها التقليدية، والإخفاق في جذب المستويات الكافية من رأس المال يهدد الشركة ولا تصبح قادرة على المنافسة.¹
- أصبح المستثمرون يطلبون الأدلة على أن الشركات تجري إدارتها وفقاً للممارسات السليمة.
- حوكمة الشركات لها أهميتها في شركات القطاع العام بنفس القدر بالنسبة لشركات القطاع الخاص خاصة عندما تريد الدول غرس حوكمة الشركات في القطاع العام بغرض إعدادة تخصصة، وفي كلتا الحالتين فإن الحوكمة السليمة للشركات تساعد على ضمان الحصول على عائد عادل.
- الحاجة إلى الحوكمة سببتها الفوضى نتيجة غياب القواعد، حيث في تلك الظروف تصبح الأعمال كأنها "رأسمالية الكازينو" حيث يصبح كل شيء أنه مراهنة، ولهذا جاءت الحوكمة.
- تبرز الحاجة الأصلية لحوكمة الشركات من الفصل بين الملكية والإدارة، فالمستثمرين ليس لديهم الوقت والخبرة لتسيير الشركة فيستخدمون أفراد ذوي خبرة إدارية لتقييم الإدارة، فهذا قد يسيء المديرين بما أنهم ليسوا أصحاب الشركة استعمال مناصبهم، وتفضيل مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين والأطراف الأخرى.
- حوكمة الشركات الجيدة يجب أن توفر حوافز مناسبة وعادلة لمجلس الإدارة، وإدارة الشركة للعمل على مصلحة الشركة ومساهمتها وأن تسهل عملية الرقابة الفعالة، ووجود نظام فعال لحوكمة الشركات داخل كل شركة يساعد على توفير الثقة في العمل.²
- تطبيق قواعد الحوكمة السليمة يؤدي إلى تحسين أداء السهم وتعظيم الربحية ويولد الثقة لدى المستثمر وحملته الأسهم لأن هناك ارتباط وثيق بين أداء السهم ومدى التزام الشركة بتطبيق الحوكمة.

اكاترين، كوشتا هابلنج، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مرجع سبق ذكره، ص 2-7.
 قلافي الزمرة، حوكمة البنوك في إدارة وتخفيض المخاطر المصرفية، محاولة إسقاط على البنوك الجزائرية، رسالة ماجستير، تخصص نقد بنك
 وتحويل، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010، ص 102.

- التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة يقوي ثقة الجمهور في صحة عملية الخصخصة التي تتطلب قواعد إدارية سليمة.¹

- وفي السنوات الأخيرة تعاظمت أهمية حوكمة الشركات لتحقيق كل من التنمية الاقتصادية والحصافة القانونية والرفاهية الاجتماعية ويمكن إبراز أهمية اتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات لما يأتي:²

- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على الحفاظ على حقوقهم.
- تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة.
- التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة.
- توفير مصادر تمويل محلية وعالمية.

ويمكن القول انه إذا صلحت الشركة كنواة صلح الاقتصاد ككل والعكس.

ثانيا: الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات:

هناك أربعة أطراف تؤثر وتتأثر في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات وهي تحدد مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد.

1- المساهمون³: هم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للاسهم مقابل الحصول على الأرباح، وتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهم من لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم.

2- مجلس الإدارة⁴: هم من يمثلون المساهمين والأطراف الأخرى مثل: أصحاب المصالح، ومجلس الإدارة يقوم باختيار المديرين التنفيذيين الذين يوكل إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة بالإضافة إلى أدائهم.

3- الإدارة التنفيذية: هي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم تقارير الأداء إلى مجلس الإدارة وهي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها إضافة إلى مسؤوليتها اتجاه الإقصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين.

4 أصحاب المصالح⁵: هم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل: الدائنين العاملين... وقد تكون مصالحهم متعارضة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال

¹ جهاء الدين سمير علام، أثر الآليات الداخلية على الشركات على الأداء المالي على الشركات المصرية، دراسة تطبيقية، كلية التجارة، القاهرة، ص9، من الموقع: www.eiodqa-eiga.org

² نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، دون بلد نشر، 2007، ص300.

³ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سبق ذكره، ص20.

⁴ صبرينة صالحي، أثر تطبيق نظام الحوكمة في البنوك على تطوير القطاع المصرفي في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص39.

⁵ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سبق ذكره، ص17

يهتمون بقدرة الشركة على السداد، بينما يهتم العمال بمقدرة الشركة على الاستمرار، ونلاحظ أن حوكمة الشركات تتأثر بالعلاقات فيما بين الأطراف وأصحاب الملكية الغائبة المالكة للأسهم (أفراد، عائلات)، ففي الوقت الحالي تتزايد مطالب المستثمرين المؤسسين باعتبارهم أصحاب حقوق الملكية وعادة يسعى المساهمون إلى ممارسة حقوقهم في الحوكمة، ويهتمون بالحصول على معاملة عادلة من المساهمين ذوي الملكيات الغالبة ومن إدارة الشركة، ففي ظل نظام الملكية الخاصة يتمتع المساهمون¹ بحق توجيه نشاط الشركة والتحكم فيها بما يخدم مصالحهم مما أدى إلى تنامي ظاهرة الفصل بين الملكية والإدارة في شركات المساهمة الحديثة، مع الحاجة إلى ضرورة تعيين متخصصين من غير المساهمين لإدارة الشركات، تجنباً لتضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين وإعادة الثقة في إدارتها من خلال تحسين آليات المراقبة.

والشكل التالي يوضح لنا الأطراف سابقة الذكر:

شكل رقم (1-3): أطراف حوكمة الشركات.



المصدر: محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري: دراسة مقارنة، الدار الجامعية، ط2، مصر، 2009، ص20.

المنظور الثاني: أنواع وأساليب ممارسة حوكمة الشركات، ومزاياها وتحول تطبيقها.

الفرع الأول: أنواع أنظمة حوكمة الشركات، طرق وأساليب ممارستها الجيدة:

أولاً: أنواع أنظمة حوكمة الشركات في العالم:

إن الكفاءة الاقتصادية تعتمد على شكل نظام الحوكمة، وهناك اختلاف بين نظام الحوكمة الأنجلوسكسوني (بريطانيا وأمريكا) ونظام الحوكمة الألماني والياباني، ويعود الاختلاف إلى الاختلاف الثقافي والمؤسسي والتشريعي، وصيغ التمويل السائدة في كل واحد منهما ويوجد ما بين هذين النظامين نظام ثالث يوصف بأنه مختلط.

¹ أعضاء الله وازد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مرجع سبق ذكره، ص 30.

1- النظام الموجه نحو السوق النموذج الأنجلوسكسوني¹ Systeme Oriente marcher

يتميز هذا النظام بملاك ضعاف ومسيرين أقوياء، ويوصف نظام التسيير فيه بأنه أحادي حيث نجد الرئيس المدير العام في الشركة هو نفسه رئيس مجلس الإدارة أي أنه قائم على مجلس إدارة وحيد²، وفيه يكثر ملاك الشركات وتتسم منكياتهم بالضآلة بالنسبة لحجم الشركة وفي غياب مساهم رئيسي ولا نرى التداخل بين المهام والوظائف.

تعتبر الشركة في هذا النموذج على أنها توليفة من الإداريين المنفذين الذين يعملون في صالح المساهمين، أي لا يوجد تمييز بين الشركة والمساهمين فيها وتتساوى مسؤوليات كافة أعضاء مجلس الإدارة ومصالح الشركة هي مصالح المساهمين أيضا، فضلا على هذا أن التمويل المباشر هو المحرك الأساسي للشركة.

2- النظام الموجه للشبكة (النموذج الألماني والياباني)³: Systeme Oriente - réseau

يتميز هذا النظام بملاك أقوياء إجمالا وأغلبية من المساهمين الضعاف، ونظام تسيير الشركة هو ثنائي (مزوج)، يعني وجود الشركة يتصل بمصالح فئات عديدة أي وجود مديرية مجلس المراقبة، حيث أن أعضاء المديرية يعينون ويفصلون من طرف مجلس المراقبة، وينجز عن هذا تداخل في وظائف الإدارة والمراقبة.

3- النظام الوسيط (النموذج الفرنسي - الإيطالي): هو وسيط لأن المراقبة تتم في ذات الوقت من

طرف المؤسسات المالية (نظام موجه للشبكة) ومن طرف السوق (نظام موجه للسوق) يتمحور هذا النظام حول خلق القيمة من طرف جميع أصحاب المصالح المشتركة خاصة المساهمين والموظفين، فالمؤسسات الفرنسية والإيطالية لها الحق في اختيار نظام التسيير الأحادي أو الثنائي.

ثانيا: طرق وأساليب الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات:

1- التأكيد على الشفافية في معاملات الشركة وإجراء المحاسبة والمراجعة المالية.⁴

2- تحسين مستوى أداء الشركة من خلال تمكين المديرين ومجلس الإدارة على وضع إستراتيجية سليمة لها وضمان اتخاذ قرارات الدمج والاستحواذ على أسس سليمة ومنح المكافآت على أساس الأداء.

¹ عصا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² كولين ماير، ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الاقتصاديات الانتقالية، ص 12، من الموقع: www.hawkama.net.

³ عصا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، نفس المرجع، ص 39.

⁴ تيار ريان محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 308.

- 3- تبني معايير الإفصاح والشفافية في التعامل مع المستثمرين ومع المقرضين.¹
- 4- السعي نحو جذب صغار المستثمرين للدخول في السوق وتوسيع قاعدة الملكية وتقليل سيطرة عدد قليل من المستثمرين على الشركة.

الفرع الثاني: وضع حوكمة الشركات موضع التطبيق ومزايا تطبيقها:

أولاً: وضع حوكمة الشركات موضع التطبيق:

- ويتم وضعها لضمان فعالية حوكمة الشركات عن طريق:²
- 1- تفعيل رقابة أصحاب المصلحة على أعمال الشركة.
- 2- ضمان تقارير للاستخدام العام ملائمة وموثوقة وكافية.
- 3- تجنب السلطة المطلقة في الإدارة العليا في الشركة.
- 4- تكوين متوازن لمجلس الإدارة.
- 5- ضمان وجود عناصر قوية ومستقلة بمجلس الإدارة.
- 6- وجود مجلس إدارة قوي ومشارك بفعالية.
- 7- ضمان فعالية الرقابة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة.
- 8- ضمان الكفاءة والالتزام.
- 9- تقدير ورقابة المخاطر.
- 10- تواجد قوي للمراجعة.

ثانياً: مزايا تطبيق حوكمة الشركات:

تتضمن هذه المزايا الضخمة للمجتمع والشركات والمستثمرين من منع وقوع أزمات مصرفية إضافية إلى تنمية أسواق مال أكبر وهي:

- 1- بالنسبة للشركة:³
- تحسن أداء الشركات وترفع مستوياته وتضمن ان الاستحواذ والدمج يتم على أسس سليمة.
- تخفيض تكلفة رأس المال، والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة.
- تحسن الإستراتيجية.
- جذب المستثمرين الذين يرون إلى الاستثمار طويل الأجل.

¹ مجموعة من الأستاذة والدكتورة، الإدارة المالية العامة، أوراق ندوة ورشة عمل للأساليب الحديثة في الإدارة المالية العامة المنعقد في القاهرة، سبتمبر 2006، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أعمال المؤتمرات، مصر، 2007، ص 17.

² طارق عبد السلام حماد، حوكمة الشركات، جمع بين الفكر، ص 28.

³ مركز المشروعات الدولية الخاصة cipe، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، ص 6، من الموقع: www.cipe-egypt.org.

- الحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة مما يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتعظيم الربحية.
- إيجاد الهيكل المناسب الذي يتحدد من خلاله أهداف الشركة.¹
- تشجيع الحوكمة الجيدة الشركة على النمو وزيادة قدراتها التنافسية مما يؤدي إلى اجتذاب المستثمرين.²
- تقويم أداء الإدارة العليا ورفع درجة الثقة فيها.
- فرض الرقابة الفعالة على أداء الشركات.
- 2- بالنسبة للمستثمرين:
 - تحمي حقوق المستثمرين وتوفر لهم نسبة أكبر من السيولة والعائد.
 - تخفف أثر المخاطر والتهديدات لمصالح المساهمين والمستثمرين.
 - تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق المساهمة لإدارة الشركة وحماية المساهمين مع مراعاة مصالح العمل والعمال.
- 3- بالنسبة للمجتمع وأصحاب المصلحة:³
 - تبني علاقات قوية بين أصحاب المصلحة، والتوازن في العلاقات بين مختلف الأطراف في الشركة.
 - تجذب الاستثمارات الأجنبية وتشجع رأس المال المحلي.
 - زيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال لتدعيم نمواً استثمارية.
 - مراعاة مصالح الأطراف المختلفة وتفعيل التواصل معهم.
 - تحارب الفساد المالي والإداري الذي تواجهه الدول والشركات.⁴
 - تشجع التنافس والدخول إلى أسواق عالمية.
 - تشجع على زيادة الإنتاجية والابتكار الناتج عن المنافسة الشريفة.
 - تشجع على العمل بكفاءة وتقليل الفاقد.
 - تجعل الأسواق المالية مستقرة.

الفرع الثالث: الأضرار المترتبة على عدم الالتزام بحوكمة الشركات:

من أهم الأمثلة الواضحة لعدم التزام الشركات بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات هو انهيار وإفلاس شركة أنرون للطاقة والتي كانت من أكبر الشركات في الولايات الأمريكية، فقد ظلت الشركات المساهمين وكل

¹ محمد محي سعيد، عولمة الاقتصاد في الميزان التجاري، الإيجابيات والسلبيات، الاسكندرية، 2008، ص287.

² محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التقنيين مرجع سبق ذكره، ص15.

³ <http://www.manaralyamcn.com/section-25-178.htm>

⁴ من مرجعين:

مركز المشروعات الدولية الخاصة cipe، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، ص6، من الموقع: www.cipe-egypt.org

<http://www.cipe-arabia.org/files/pdf/cg%20Ted%20kit.pdf>

الجهات العاملة بسوق الأوراق المالية، حيث تتم بعلم مديريها الاتفاق مع مراقب الحسابات على التلاعب في التقارير المالية لإخفاء الخسائر وتضخيم الأرباح مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها بالإضافة إلى ذلك قام المديرين التنفيذيين بها بالاستفادة من المعلومات الداخلية وقاموا ببيع أسهمهم بالشركة لتحقيق أرباح شخصية.¹

وتعد شركة أنرون نموذج صارخا لاختلال بقواعد الشركات نتيجة عدم الالتزام بالشفافية اتجاه المستثمرين، فضلا عن عدم تحمل المسؤولية من قبل المديرين التنفيذيين، واستغلالهم لنفوذهم في تحقيق مكاسب وذلك من خلال التلاعب وإهدار حماية حقوق صغار المستثمرين.

وهنا يثار سؤال في غاية الأهمية هو هل كان لدى الشركة نظام حوكمة خاص بها تم وضعه وفقا لمبادئ حوكمة الشركات المطبقة بالسوق المدرجة به أسهمها أم لا؟ وللإجابة نعم فالشركة لديها نظام يتفق مع تلك المبادئ ولكنها لم تلتزم به وهذا ما أدى لحدوث الانحرافات، وهذا ما يؤكد ان الأهم وضع المبادئ هو التزام الشركات بتطبيقها.²

الفرع الرابع: الآليات والحوال المقتربة لتطبيق حوكمة الشركات:

تتضمن هذه الآليات التطبيق الناجح لمبادئ حوكمة الشركات:³

- 1- مطابقة الشركات بوضع سجلات لأسهم.
- 2- تعزيز حماية حقوق الأقلية وذلك من خلال إيجاد آلية لحماية صغار المستثمرين.
- 3- وضع معايير للشفافية والتقارير المتعلقة ببيع الأصول الأساسية ويحتاج ذلك إلى توضيح آليات التنفيذ التي تسمح للمستثمرين استخدامها لاسترداد التعويضات.
- 4- وضع قواعد تساعد على قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته وذلك من خلال إلزام الشركات بتعيين أعضاء مجلس الإدارة وتفعيل دور لجان لمراجعة وتعيين مراقب حسابات مستقل.
- 5- رفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والرقابية والقضائية وإنشاء دوائر خاصة في السوق المالي، وكذلك تنمية مهارات العاملين في مجال إحكام الرقابة على سوق المال.
- 6- عدم تسييس اتخاذ القرارات ووضع خطط فاصلة بين الحوكمة والإدارة في الشركات المدرجة بسجل الشركات حينما تكون الدولة هي المساهم المسيطر أو صاحبة الأغلبية. تأسيس نظام حوكمة الشركات يقوم على أساس القواعد وليس على أساس العلاقات.

¹ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، مرجع سبق ذكره، ص19.

² نجاد جمان، حوكمة الشركات، متطلباتها ومبادئها ونطاق تطبيقها من الموقع -25-section/ www.manara/yamen.com

178.htm

³ - البنك الدولي، إدارة حكم أفضل من أجل التنمية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، دار الساقي، الطبعة العربية، بيروت- لبنان، 2004، ص25.

- 7- الوقاية من ضياع الأصول بعد عملية الخصخصة الشاملة.¹
 - 8- الاستفادة من الخبرات الفنية والإدارية المتاحة لدى الشركات في إحكام التطبيق الفعال لمبادئ الحوكمة.
 - 9- توضيح وظائف المحاسبة الداخلية في الشركة وضم مديرين من خارج الشركة إلى لجان المراجعة.
 - 10- الحاجة إلى وضع معايير دولية مقبولة للمحاسبة.
- ومن هنا يمكن استخلاص بعض الحلول الممكنة للتطبيق الفعال لحوكمة الشركات وأهمها:
- 1- إيجاد آلية فاعلة لتوفير القدر المناسب من الثقافة لدى المساهمين لمعرفة حقوقهم وواجباتهم من خلال عقود تأسيس النظم الأساسية للشركة.
 - 2- وضع اللوائح الخاصة بالتزام الشركات بمزيد من الشفافية و الإفصاح
 - 3- خلق الانسجام والتوافق بين مجموعة اللوائح والنظم المستحدثة والتي وضعت لمعالجة متطلبات التطورات الاقتصادية الحالية.
 - 4- استنباط وسائل لمكافحة الأساليب الملتوية التي تلجأ لها بعض إدارات الشركات.

¹ اعرابة رايح. ايت مختار. عصر دور حوكمة الشركات في تفعيل وتنشيط الاسواق المالية المنشئة. ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية والتطبيق في اطار تحارب الدول العربية. جامعة بنجي مختار. عنابة 2008

المبحث الثاني: عموميات حول سياسة توزيع الأرباح:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية للشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق، حيث يتعلق قرار تقييم أرباح الشركات الصافية ما بين أرباح موزعة أو محتجزة، وطبقاً لنماذج تسخير الأسهم فإن سعر السهم بسوق الأوراق المالية تتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة، ومن جهة أخرى يتأثر بمعدل نمو الشركة ومن هنا سوف يتم التعرض إلى:

المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح:

الفرع الأول: مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح:

تقوم سياسة توزيع الأرباح بالمفاضلة بين بديلين أحدهما توزيع الأرباح، والآخر احتجازها بغية إعادة استثمارها، ويقصد بقرار توزيع الأرباح قيام الشركة بتوزيع أرباحها على المساهمين وذلك نقداً أو في شكل أسهم، أما في حالة احتجازها فهذا لإعادة استثمارها مرة أخرى، وهناك بعض الكتاب يستعملون مصطلح المقسوم بدلاً من سياسة توزيع الأرباح.¹

وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح في كونها:

- تعظيم ثروة المساهمين.
- إحداث التوازن بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق وهذا ما يدعي بالسياسة المتلى لتوزيع الأرباح.
- كما يستمد قرار توزيع الأرباح أهمية من الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة وتفضيلات المساهمين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين.

الفرع الثاني: عناصر (فئات) توزيع الأرباح:

إن الفئات التي تتأثر وتتأثر في عملية توزيع الأرباح هي:

- الفئة الأولى: الإدارة العليا هدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر وتمويل سهل للاستثمار مستقبلاً.
- الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم وتنقسم إلى:

¹ من عدة مراجع:

عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 457.
أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص 207.
دريد كامل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص 205.
حمزة محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق، ط2، الأردن، 2008، ص 620.
<http://www.ihaqislamied.com/bokoth.htm>.

- ✓ صغار المساهمين الراغبين في الحصول على أكبر كمية من الأرباح المحتجزة.
- ✓ كبار المساهمين وهم فئة أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظارين:

- إذا كان معدل العائد على الاستثمار في الشركة أكبر معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم في هذه الحالة يفضلون احتجاز الأموال.

- في حالة كون معدل العائد على الاستثمار بالسوق أصغر من معدل العائد على الاستثمار بالشركة فإنهم يفضلون توزيع الأرباح.

وهذا يبين لنا مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وبيع الأسهم. نستنتج مما سبق أن قرار توزيع الأرباح من أهم قرارات السياسة المالية، أما قرار احتجازها فيرتبط بقرارات الاستثمار والتمويل في الشركة.

الفرع الثالث: الحجج المؤيدة لوجود سياسة التوزيعات:

توصلت الدراسات حول سياسات التوزيع إلى أنها ليست عبارة عن المبلغ المتبقي بعد استقاء المطلوب حجزه من الأرباح، لذلك يوجد اتجاه قوي للمحافظة على مستوى معين من المدفوعات في شكل توزيعات ويتم تعديل هذا المستوى إذا اعتقدت الإدارة بأن المستوى الجديد للتوزيعات يستمر لفترة معقولة من الزمن، ونجد في الواقع العديد من السياسات الخاصة بالتوزيعات ولكل منها مؤيدها، ولرسم سياسة التوزيعات لابد من توفر معلومات عن الأرباح المتوقعة، ومعدل النمو فيها والاشتراطات القانونية الخاصة بالصرف في الأرباح.¹

الفرع الرابع: أنواع سياسة التوزيع:

أولاً: من حيث أشكال التوزيع:

ويمكن صياغتها في:

- 1- سياسة توزيع الأرباح بمعدل ثابت: تقوم الشركة وفق هذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كمائد نقدي على المساهمين، ويصبح من السهل على الشركة تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت التوزيع المبدئي لها² وإن المشكلة التي تتعرض لها في حالة هبوط الأرباح التي تحققها الشركة أو

¹ هناك ثلاث قرارات للسياسة المالية هم قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح.
² عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 394.
³ أحمد محمود سليم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

- 1- سياسة توزيع الأرباح بمعدل ثابت: تقوم الشركة وفق هذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ويصبح من السهل على الشركة تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت التوزيع المبدئي لها¹ وإن المشكلة التي تتعرض لها في حالة هبوط الأرباح التي تحققها الشركة أو تنكبتها للخسائر قد تحصل، يكون فيها التوزيع النقدي قليلاً أو غير موجود² وقد اتبعت شركة أمريكية قبل قبل إفلاسها هذه السياسة (أنرون) وكان سبب إفلاسها عدم كفاءة إدارتها.³
- 2- سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت: يتم وفق هذه السياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت على المساهمين وذلك بصرف النظر عن مستوى الأرباح التي تحققها الشركة كل سنة وفي ظل هذه السياسة فإن التوزيع لا ينخفض في معظم الأحيان.⁴
- و توجد العديد من الأسباب التي تدفع الشركات بتنفيذ هذه السياسة ويمكن توضيحها فيما يلي:⁵
 - يترتب على هذه السياسة عدم وجود المعلومات الخاطئة.
 - تزداد درجة التأكد في حالة إتباع هذه السياسة في ظل التوزيعات النقدية المستقبلية.
 - على الرغم من عدم وجود أدلة علمية على وجود علاقة بين كل من توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم إلا أن البعض يعتقد أنه يترتب على سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت ارتفاع أسعار السهم.
- 3- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة زائد الإضافات: تأتي هذه السياسة في مكان وسط بين السياستين السابقتين لتوزيعات الأرباح، وبمقتضاها تحافظ الشركة على توزيعات للأرباح منتظمة ومنخفضة بالإضافة إلى زيادات إذا سمحت أرباح الشركة.⁶
- وتنتشر هذه السياسة في الشركات التي تتعرض أرباحها لتقلبات دورية، وتتصح الدراسات باعتماد مثل هذه السياسة.⁷

ثانياً: من حيث المفاضلة بين قرارات التوزيع أو الاحتجاز:

إن الشركة تستطيع من خلال التمثيلات البيانية المبينة اتخاذ حالة من الحالتين التاليتين:⁸

1- الاحتجاز أولاً ثم التوزيع ثانياً: (تفضيل احتجاز الأرباح على توزيعها):

¹ أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 217.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 484.

³ فرد ويستون، يوجين براجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، دار المريخ، السعودية، 2003، ص 387.

⁴ <http://cma.jeeran.com/archive/2007/9311519.htm>.

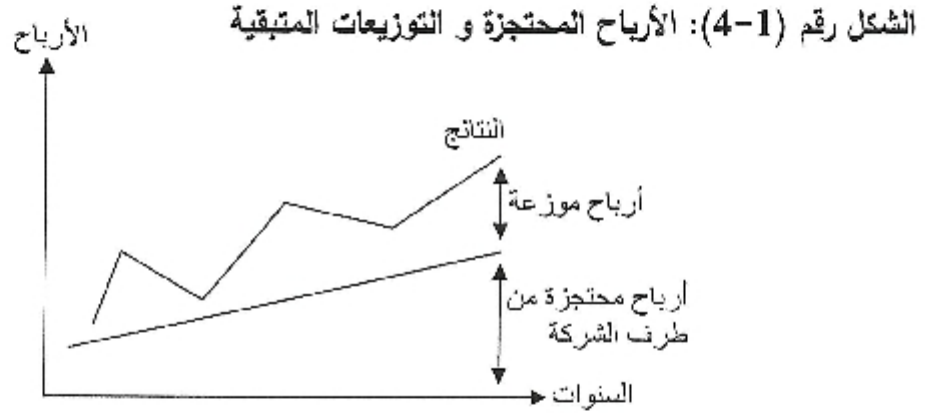
⁵ أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 213.

⁶ عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 211.

⁷ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 624.

⁸ - Hervé hutin, toute la finance d'entreprise, éditions d'organisation, 2 édition, paris, 2003, p 277.

في هذه الحالة فإن الشركة تحتفظ بجزء من الأرباح لتمويل احتياجاتها المالية وتوزيعات الأرباح سوف تبقى إذا كانت النتيجة تتغير من سنة إلى أخرى فإن الأرباح هي التي تشجع هذه المتغيرات، أي أن الشركة في هذه الحالة تحتجز أولا نسبة كبيرة من الأرباح لتمويلها ذاتيا ثم توزع الجزء الباقي. والشكل الموالي يبين هذه الحالة.



المصدر : Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise, édition d'organisation, 2^{ème} édition, Paris, 2003, page 277.

والشركة تقوم بوضع نسبة منخفضة لحصص الأرباح الموزعة إذا كانت الأرباح غير مستقرة (متذبذبة) أو إذا كانت الشركة تتصف بمعدلات نمو عالية ومستمرة، فتدني هذه النسبة يعني أن الشركة تحتفظ بالجزء الأكبر من الأرباح لتمويل النمو الداخلي، وحامل السهم في الغالب يفضل نسبة التوزيع المتدنية إذا كانت الشركة تستطيع أن تحقق معدل عائد على الأرباح غير الموزعة أعلى من المعدل الذي يحققه المستثمر حامل السهم على هذه الأرباح الموزعة وقام هو باستثمارها.¹

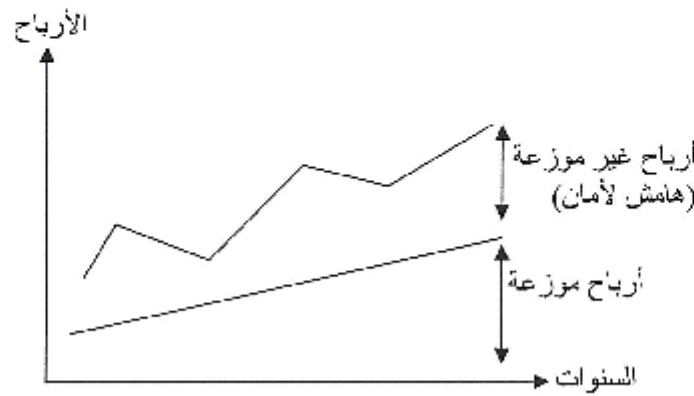
2- توزيع الأرباح أولا ثم الاحتجاز ثانيا:

إعطاء أرباح على شكل قیود وفي حدود أيضا أشد أو أقوى من دفع التكاليف المالية إذا التمويل الذاتي يصبح جد حساس للنتائج أي في هذه الحالة الشركة سوف تقوم بإعطاء توزيعات أرباح منتظمة للمساهمين أولا، مع الاحتفاظ ثانيا بنسبة من الأرباح القليلة كهامش أمان.²

¹ أحمد محمود غنيم: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² hervé hutin , toute la finance d'entreprise, éditions d'organisation, 2^e édition, paris, 2003, p 278

الشكل رقم (1-5): الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة:



المصدر.: Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise, op, page 277.

إذا تقوم سياسة توزيع الأرباح على:

- 1- التنبؤ بالنتائج واحتياجات التمويل الذاتي المستقبلي.
- 2- تقدير المراجعة بين الأرباح الموزعة والتمويل الذاتي مع تأكيد المساهمين على الحصول على عائد معين.

كما يمكن معرفة أو تعريف سياسة توزيع الأرباح:

- بنسبة الأرباح الموزعة حيث يتم حسابها كما يلي

نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة

نسبة الأرباح الموزعة =

نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة

- أرباح موزعة بزيادة ضعيفة لكن منتظمة.
- نسبة الأرباح المحتجزة وتحسب عن طريق
- نسبة الأرباح المحتجزة = 1 - نسبة حصص الأرباح الموزعة

المطلب الثاني: إجراءات، نظريات وقرارات سياسة توزيع الأرباح:

الفرع الأول: إجراءات توزيع الأرباح:

ويمكن أخذ المثال التالي لشرح هذه الإجراءات:

- 1- موعد الإعلان: وهو تاريخ تعدد فيه الشركة مقدار الأرباح الموزعة لكل سهم والمسؤولين بالتسجيل في السجلات.⁽¹⁾

⁽¹⁾ ذكر كاهن آل شيرر، البنية المالية للشركات، المراجعة، مرجع سبق ذكره ص 206.

بتاريخ 15 كانون الثاني (مثلاً) يجتمع مجلس الإدارة في الشركة ويعلن عن توزيع الأرباح على المساهمين بمقدار (1 دينار) لكل سهم وذلك للمساهمين الذين ترد أسمائهم في سجلات الشركة بتاريخ 17 شباط ولكل المسجلين من 30 كانون الثاني.

2- موعد تسجيل حاملي الأسهم: أي تسجيل أسماء المساهمين الذين يحق لهم استلام الأرباح المعلن عنها بتاريخ 30 كانون الثاني تجهز الشركة قائمة بالمساهمين الذين يحق لهم استلام الأرباح المعلن عنها.¹ إن كلمة الحق مهمة جداً لتوزيع الأرباح، إن الأفراد الذين اشتروا الأسهم ولم ترد أسمائهم إلى الشركة بعد 30 كانون فأن تدفع لهم.²

3- تاريخ فقدان حق الأرباح الموزعة في الأسهم: وهو الموعد الذي يفقد فيه حامل السهم حق مطالبة بالأرباح وفي العادة فإن أغلب البورصات تضمن لحملة الأسهم بالحصول على الأرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل ثلاثة أيام من تاريخ التسجيل.³

إن اليوم الثاني قبل تاريخ التسجيل وهو السبت 28 كانون الثاني في المثال أعلاه، هو موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة.

4- موعد الدفع: وهو التوزيع الفعلي للأرباح، أي ترسل الشركة فعلاً شيكات لحاملي الأسهم العادية⁽⁴⁾ وعليه فإن التوزيع الفعلي سوف يكون يوم السبت 17 شباط. شكل (1-6): يوضح إجراءات توزيع الأرباح.

الأحد	السبت	الثلاثاء	السبت
15 كانون الثاني	28 كانون الثاني	30 كانون الثاني	17 شباط
موعد الإعلان	موعد فقدان حق	موعد أسماء المساهمين	موعد الدفع
حق التوزيع	المطالبة		

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الزايق، ط2، الأردن، 2008، ص 4-6.

¹ www.safco.com.sa/safco/ar/invrelations/devident.

² حمزة محمود الزبيدي: الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 215.

³ أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

⁴ أوجين بريجهام، ميشيل إير هاربت، الإدارة المالية، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، لكتاب الثاني، دار المريخ، السعودية، 2009، ص: 215.

الفرع الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح وتوضيحها:

وتتمثل في:¹

1- نظرية عدم أهمية العائد: هناك جدال حول ملائمة سياسة توزيع الأرباح لتحديد سعر السهم، فهناك من يقول أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم Miller & Frence Modigliani (M & M)، فإن سعر السهم يتحدد حتمياً للفترة الإيرادية للشركة وفقاً لمخاطر أعمالها، وبالتالي فإن السعر هو أثر للأرباح الناتجة عن أعمال الشركة وليس للطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز.

نظرية (M & M): معتمدة على الفرضيات التالية:

- عدم وجود ضرائب على الشركة.
- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم.
- ليس لارتفاع المالية أثر على تكلفة رأس المال.
- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل الشركة.
- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال.
- أن سياسة تخطيط الاتفاق الرأسمالي المستقلة عن التوزيعات.

من الواضح أن هذه الافتراضات لا وجود لها في الواقع. جادل (M & M) بأن النظرية تعتمد على الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العلمية.

2- نظرية تفضيل العائد: وتعرف بنظرية عصفور في اليد وطبقاً لها فإن المستثمرون يفضلون

الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها في شكل توزيعات للعائد، مما يؤدي لارتفاع أسعار أسهمها ورفض المستثمرين شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من أرباحها، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ومن أشهر مؤيدي هذه النظرية "جوردين ووالتر" وطبقاً لأرائهما التي وردت فإن معدل العائد المطلوب على

¹ من عدة مراجع.

مثير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي، ط3، الإسكندرية، 2003، ص700.
عنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق، دار السيرة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2008، ص455.
محمد صالح الخاوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية- التحليل المالي لمشروعات الأعمال، دار الفتح، الإسكندرية، 2008، ص216.
عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص262.
فردوسيون، أوجين برجهام، التمويل الإداري، مرجع سبق ذكره، ص373.
أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية-مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، مرجع سبق ذكره، ص208.
Mbagroup.ibola3.org/t39-topic-encache.
نريد كامل آل شبيب، إدارة مالية لشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص207.

الاستثمار في الأسهم منخفض كلما انخفضت درجة عدم التأكد بشأن العوائد التي تحصل عليها المستثمرون.

3- نظرية التفضيل الضريبي: هناك ثلاثة أسباب لتفكير بان المستثمرين يفضلون التوزيعات انقلية على التوزيعات العالية:

أ- في العادة فإن ضريبة الأرباح الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة وبالتالي فإن المستثمرين الأغنياء يفضلون قيام الشركات باحتجازها وإعادة استثمارها في الشركات نفسها وبالتالي فإن احتجازها يؤدي الى ارتفاع قيمة السهم، حيث استبدال العوائد ذات الضريبة الأعلى بعوائد رأسمالية ذات الضريبة الأقل.

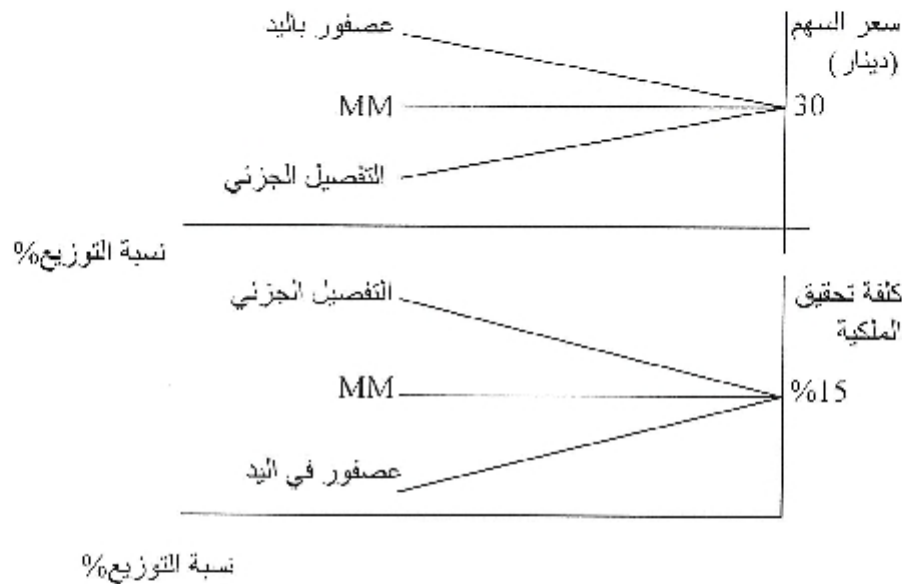
ب- إن الضرائب على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة بيع السهم و بسبب القيمة الزمنية للنقود، فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلاً أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حالياً.

ت- إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل المستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة الأرباح الرأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.

وبناء على هذه الأسباب الثلاثة فإن المستثمرين يكونون على استعداد لدفع مبلغ أكبر ثمناً للسهم الذي لا يعطي توزيعات أرباح كبيرة بل يتم احتجاز معظم الأرباح.

ويمكن توضيح النظريات الثلاثة لسياسة توزيع الأرباح بالمثل التالي: شركة تفكر في تحديد سياسة توزيع الأرباح تعظيم قيمة السهم وإنها تحقق عائداً على حقوق الملكية $ROE = 15\%$ ، بغض النظر عن سياسة توزيع الأرباح، وإن القيمة الدفترية للسهم الواحد تساوي 30 دينار، وعليه فإن نصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة $EPS = 30 \times 0.15 = 4.5$ ، أما نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة DPS يعتمد على سياسة توزيع الأرباح، بافتراض ثبات قيمة ROE فإن معدل النمو في توزيع الأرباح (ج) هي قيمة احتجاز $ROE \times$ وتتراوح ما بين 0 و 15%.

الشكل (1-7) نظريات توزيع الأرباح.



المصدر: عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق-، مرجع سبق ذكره، ص 457.

الفرع الثالث: جوانب أخرى لسياسة توزيع الأرباح (القرارات):

حيث هناك أشكان أخرى لسياسة توزيع الأرباح التي يتم تلخيصها فيما يلي:¹

أولاً: قرارات توزيعات الأسهم وتجزئتها:

تختلف توزيعات الأسهم عن تجزئتها حيث تعتبر الأولى بمثابة صيغة لتوزيع الأرباح بينما لا يمكن اعتبار الأخرى كذلك.

1- توزيعات الأسهم: تمثل توزيعات الأسهم توزيعات إضافية على المساهمين الحاليين للشركة وذلك طبقاً للحصة الحالية لكل منهم، وعادة ما يتم توزيعات هذه الأسهم في صورة نسبة مئوية من قيمة الأسهم التي يمتلكها المساهم وهي تتراوح بين 2 % إلى 10 %، وجدير بالذكر أن مقسوم الأسهم ليس له قيمة حقيقية، حيث أن حملة الأسهم ينظرون إلى هذا النوع من التوزيع على أنه يمثل شيء لم يكن يمتلكونه من قبل.

¹ من عدة مراجع:

أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية-مفاهيم التحول من الفقر إلى الثراء- مرجع سبق ذكره، ص 220.

فرد ويمستون، أوجين برجهام، التمويل الإداري، مرجع سبق ذكره، ص 422.

منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 728.

حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 619.

دريد كامل آل شبيب، إدارم مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 212.

www.accuarab.com/showthread.php

<http://mbagrou.ibada3.org/t39-topic>

توجد عدة حقائق أساسية تتعلق بتوزيعات الأسهم والمتمثلة في:

- أ- تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم الحالية للمساهمين، في حين تبقى حقوق الملكية ثابتة.
- ب- تؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد بالنسبة إلى عدد الأسهم الجديدة المصدرة.
- ج- تضل حقوق المساهمين في صافي حقوق ملكية الشركة وأرباحها ثابتة بدون تغيير مع توزيعات الأسهم.

د- تؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق بالنسبة لعدد الأسهم الجديدة المصدرة مع بقاء ثروة المساهمين ثابتة.

2- عملية تجزئة الأسهم: ويطلق عليها أيضا بالاشتقاق، بمعنى تقسيم الأسهم العادية للشركة إلى عدد أكبر أو تقرر تجزئة السهم الواحد إلى سهمين، أي تخفيض القيمة السوقية لأسهمها، ومن أكثر أنواعها شيوعا مضاعفة عدد أسهم الشركة أو زيادة عدد هذه الأسهم من ثلاث أو أربع أضعاف وذلك قبل الإعلان عن القيمة الاسمية.

وفي ضوء ذلك فإن عملية تجزئة الأسهم ما هي إلا طريقة تؤدي إلى زيادة في عدد الأسهم الحالية للشركة، وعدم حدوث أي تغيير في حقوق ملكية المساهمين أو في مجموع القيمة السوقية للأسهم وقت إجراء التجزئة.

ثانيا: قرارات إعادة شراء الأسهم:

يقصد بها قيام الشركة باسترداد أسهمها العادية من المساهمين، وذلك عن طريق الشراء المباشر لأسهمها بتقديم عروض خاصة لهم، أو عن طريق عمليات السوق المالية المفتوحة، وإما بالتفاوض مع كبار المستثمرين كالبانوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وذلك لحثهم على شراء هذه الأسهم، وتوجد العديد من المبررات والأسباب التي تدفع الشركة إلى إعادة شراء أسهمها ويمكن توضيحها فيما يلي:

- 1- تتمكن الشركة من الحصول على الأموال من خلال إعادة بيع أسهمها مرة ثانية.
- 2- يشجع على وجود نقدية فائضة لدى الشركة.
- 3- تتمكن الشركة بتغيير هيكل التمويل لديها، حيث تقوم بإصدار سندات لتوفير الأموال لإعادة شراء أسهمها.
- 4- تسعى الشركة لوقاية نفسها من عمليات الاستيلاء عليها عن طريق الاندماج مع شركات أخرى.
- 5- رغبة الشركة في تحسين مستوى ربحية السهم.

6- يستخدم هذا الأسلوب عندما تتعر الشركة بأن سعر أسهمها الحالية في الأسواق سوف ينخفض عن قيمتها الحقيقية وبالتالي تمكنها من مواجهة هذه المشكلة.

7- فرصة إعادة توزيع النقدية الفائضة لديها، حيث يخير المساهمون بين إجراء توزيعات نقدية عليهم وبين إعادة شراء أسهمهم.

8- توفير الأسهم التي تحتاجها لتغطية متطلبات خطط التقاعد ومشاركة العاملين في الملكية، وعلى الرغم من المبررات السابقة إلا أنها لديها العديد من العيوب التي يمكن إيجازها فيما يلي:

- تقليص حجم التعامل في هذه الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض نشاط المتاجرة بالشركة.
- سيطرة فئة محدودة من الملاك على الشركة وأعمالها.
- عدم تحول الأموال الفائضة إلى اقتناص بعض الفرص الاستثمارية الأخرى المتاحة أمام الشركة.
- قد يتجه بعض المساهمين نحو تفضيل عملية إجراء توزيعات نقدية عليهم على عملية إعادة شراء أسهمهم.

ثالثاً: قرارات إعادة استثمار توزيعات الأرباح:

يتطلب الأمر ضرورة إعداد البدائل والترتيبات المختلفة التي تتيح للمساهمين بشكل آلي اتخاذ قرارات فعالة بإعادة توزيعات الأرباح في المزيد من أسهم الشركة ومن أهم الفوائد التي يحققها المساهمون حصولهم على العديد من الأسهم الإضافية عن طريق استخدام وسيلة أكثر ملائمة من حيث التمتع بالخصم على الأسهم المشتراة، وعدم وجود تكاليف المعاملات، بالإضافة إلى تسجيل وحفظ هذه الأسهم، وعلى الرغم من ذلك إلا أن المستثمرين قد يضطرون إلى دفع قيمة الضرائب المستحقة على توزيعات الأرباح التي يقومون بإعادة استثمارها.

وأهم الفوائد التي تحققها الشركة هي ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، زيادة ثقة المساهمين فيها مما يؤدي بدوره إلى زيادة أعداد المستثمرين في هذه السهم حيث يشكلون بالنسبة للشركة قاعدة ضخمة.

خاتمة الفصل الأول:

من خلال ما سبق يتضح أن حوكمة الشركات ضرورة فرضتها فكرة الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات مشتتة الملكية بين عدد هائل من الملاك وتعارض المصالح بين هؤلاء وأعضاء مجالس الإدارة، مما أدى إلى التفكير في ضرورة وجود قوانين ولوائح تعمل على حماية مصالح المساهمين، والحد من التلاعب المالي والإداري الذي تقوم به الإدارة، بما أنها الجهة التي تمسك بزمام الأمور في الشركة، كما أن المستثمرين يسعون إلى المشاركة في الشركات الناجحة مولدة للإيرادات.

ويمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح هي معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) وكذلك تعني نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين، وفي أغلب الأحيان نجد أن المساهمين يفضلون توزيع الأرباح، بينما الإدارة تفضل عدم التوزيع، وهذا يؤدي إلى تعارض الطرفين، ويجب إتباع سياسة توزيع مثلى تهدف إلى إرضاء كلا الطرفين.

الفصل الثاني:
أثر سياسة
توزيع الأرباح على
حوكمة الشركات

مقدمة الفصل الثاني:

أدى انفصال الملكية عن الإدارة إلى وجود مصطلح حوكمة الشركات ولقد ظهر لضبط سلوك الإدارة وزيادة كفاءتها، وهذا لتعظيم القيمة السوقية للشركة (أي تعظيم قيمة السهم في السوق المالي) ومنه تعظيم ثروة الملاك، لذا يجب التحكم في سياسة توزيع الأرباح عن طريق معرفة الإدارة متى يتم التوزيع ومتى يجب الاحتجاز، وهناك من يرى بأن لتوزيع الأرباح أثر على القيمة السوقية لأسهم الشركة لأن التوزيع يعكس الصحة المالية للشركة ويؤدي إلى إقبال المستثمرين على أسهم الشركة مما يرفع من قيمتها، وهناك من يرى العكس، وقيام الإدارة بالعمل لصالح المساهمين وتعظيم ثروتهم يدل على كفاءتها، كما تعتبر التوزيعات مقياس للحكم على كفاءة الإدارة، وسوف يتم التعرف على دور سياسة توزيع الأرباح في ضبط سلوك الإدارة في هذا الفصل الذي قسم إلى مبحثين:

- ❖ المبحث الأول: رغبة الملاك بالتوزيعات وتأثيرها على كفاءة الإدارة.
- ❖ المبحث الثاني: رغبة الإدارة في تمويل غير مكلف (التمويل الذاتي) وآليات الرقابة الداخلية.

المبحث الأول: رغبة الملاك بالتوزيعات وتأثيرها على كفاءة الإدارة.

إن توزيعات الأرباح من شأنها أن ترفع من قيمة السهم في السوق ولهذا السبب يرغب الملاك بالحصول على توزيعات بدلا من احتجازها، وهذا ما سيتم التعرض له في هذا المبحث مع بيان أثر التوزيعات على كفاءة الإدارة.

المطلب الأول: علاقة التوزيعات وتكلفة الأموال بقيمة السهم وكفاءة الإدارة.

الفرع الأول: علاقة التوزيعات بقيمة السهم في السوق:

أولا: الهدف من توزيع الأرباح (سياسة التوزيعات و تعظيم ثروة الملاك).

إن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة و التكلفة الحدية للأموال، كما تؤثر على حجم الشركة وإرتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائده أيضا¹.

يهدف المدير المالي إلى تحقيق أهداف الملاك، ولو نظرنا إلى شركات المساهمة، نجد أن المديرين من غير الملاك، يهدفون إلى تحقيق أهدافهم الشخصية مثل زيادة المرتبات و لكن الأصح هو تعظيم ثروة الملاك، و إذا تحقق هذا الهدف فإنه من المفروض ضمنا تحقق مصالحهم الشخصية.²

1-تعظيم ثروة الملاك : يعتبر تعظيم الثروة كهدف إستراتيجية مثلى، من خلال الأخذ بعين الاعتبار التدفق النقدي وزمن هذا التدفق والمخاطر التي يغفلها هدف تعظيم الربح³، حيث يعرف الهدف الأول باسم "مضاعفة ثروة الشركة" أو "تعظيم القيمة السوقية للسهم" ومن الأمور⁴ التي دفعت بالإدارة إلى تعظيم ثروة الملاك هو الخوف من انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة والذي قد يدفع شركات أخرى إلى امتلاك الشركة ضد رغبات المديرين أو ما يطلق عليه اسم "معركة التفويض" حيث يتم السيطرة على الشركة وذلك بإغراء حملة الأسهم على التصويت على تغيير فريق الإدارة الحالي، ومعيار زيادة أسعار الأسهم في السوق المالي هو أفضل معيار لأن القيمة السوقية للأسهم العادية تعكس المتغيرات التي تهم الملاك كمعدل العائد المحقق، توقيت حدوثه ومدى استمراره، ودرجة التأكد بشأن تحقيقه، حيث يتوقع أن ترتفع قيمة السهم ومن ثم القيمة السوقية للشركة كلما إرتفعت ربحية السهم وإنخفضت درجة المخاطر المصاحبة له بسبب زيادة درجة التأكد من التدفقات النقدية، وبالتالي لزيادة ثروة الملاك بحسب العمل على رفع سعر سهم الشركة فهو

¹ نوري كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 205.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 225.

³ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، ط 1، 2008، عمان، الأردن، ص 33.

⁴ زيادة سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار الصفاء، ط 4، الأردن، 1996، ص 65.

أفضل مقياس لقيمة الشركة في السوق¹، فإذا توقع السوق لمشروع ما أداء جيد بالمستقبل إنعكس ذلك على سعر السهم بالارتفاع أما إذا كانت توقعات السوق العكس إنخفض سعر السهم، فتقييم السوق للشركة ينعكس في سعر أسهمها و بالتالي تعظيم ثروة الملاك، لهذا يجب على المنداء الإهتمام بالمنفعة القصوى للمساهمين من خلال تحقيق الحد الأقصى لقيمة الأسهم العادية للشركة، وكلما زادت نسبة أدايتهم كلما إرتفعت أسعار أسهم شركاتهم فأسعار الأسهم هي المقياس الذي من خلاله يقدر المساهمين مدى إنجازات و كفاءة إدارة الشركة.²

2-عناصر استخراج قيمة السهم: هناك 5 عوامل تتفاعل فيما بينها لإستخراج القيمة السوقية للسهم أهمها:الربحية، معدل دوران الأصول يعبر عن الكفاءة، نسبة الرفع المالية، القيمة الدفترية للسهم، نسبة سعر السهم إلى الأرباح، والمعادلة التالية تعطي توضيحاً لهذه العناصر:³

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{الربحية}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{اجمالي الأصول}}{\text{اجمالي المبيعات}} \times \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} \times \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{الربحية}}$$

↓ ↓ ↓ ↓ ↓

معدل دوران الأصول × نسبة الرفع المالية × القيمة الدفترية للسهم × سعر السهم إلى الأرباح

(كفاءة الشركة)

المصدر: نريد كامل، آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البيان، الأردن، 2010، ص 30.

3-تقدير قيمة السهم و كيفية تعظيم ثروة الملاك: قيمة السهم ما هي إلا رسملة تيار التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من الأصل بمعدل⁴ رسملة يساوي معدل العائد المطلوب أي معدل تكلفة الفرصة البديلة.

يمكن توضيح هدف تعظيم ثروة الملاك المتمثل سعر السهم من خلال المعادلة التالية:

$$\text{قيمة أو سعر السهم} = \frac{\text{التوزيعات المستقبلية}}{\text{معدل العائد المطلوب}} = \frac{\text{التدفقات النقدية المتوقعة}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

¹ Pierre vernimmen ,finance d'entreprise , daloz , 8édition, Paris, 2010, p777.

² عدنان تليه التعيسى وآخرون، الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص30.

³ نريد كامل آل شبيب، إدارة المالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁴ Aswath damodaran, finance d'entreprise, nouveaux horizons de boeck, 2^{ème} édition, Paris , 2007,p 30 .

حيث أن التوزيعات المستقبلية تعكس مستوى وزمن حدوث التدفقات النقدية، ومعدل العائد المطلوب يعكس مخاطر التدفقات النقدية أو سعر خصم التدفقات النقدية للسهم الذي يتوقف بدوره على عاملين هما:¹
أ-معدل العائد الاستثمار الخالي من الخطر: ترتفع قيمة معدل العائد المطلوب بارتفاع قيمة معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

ب-علاوة المخاطر المرتبطة بتدفقات السهم: تربط بالمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الشركة وكلما إرتفعت علاوة الخطر إرتفعت قيمة معدل العائد المطلوب، ففي الوقت الذي تزداد فيه رغبة الإدارة في تحقيق عائد أكبر يزداد معدل الخصم أي تزداد درجة المخاطر والعكس وفقا للتلازم الطردي بين العائد والمخاطر، وبما أن الإدارة تهتم بتعظيم القيمة السوقية لأسهمها، والتي تتأثر هذه الأخيرة بالعائد و المخاطر، فكفاءة الإدارة في تحقيق هذا الهدف يتحقق من خلال عوائد أكبر بدرجة مخاطرة أقل ولا يمكن أن يتحقق ذلك إلا من خلال فاعلية كفاءة الإدارة وقراراتها.

كذلك هدف تعظيم الثروة ينطلق من الإعتماد على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والذي يعطينا نتائج تحدد إذا كانت الفرص الاستثمارية تساهم إيجابيا في زيادة الثروة. والاستثمارات ذات القيمة المضافة الموجبة تعني زيادة ثروة المالكين، والعكس.²

ويمكن تعظيم ثروة الملاك أو القيمة السوقية للسهم من خلال مرحلتين:

الأولى:تحديد التدفقات النقدية cash flows المتولدة من السهم نتيجة مزاوله الشركة لعملياتها التشغيلية المستقلة.

الثانية:خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم يمثل معدل الرسملة يعادل كلفة الفرصة البديلة التي تمثل معدل العائد المطلوب من قبل الملاك إذا تمت عملية الاستثمار، وبناء على هذا يمكن للمدراء ان يعززوا من قيمة الشركة من خلال زيادة التدفقات النقدية وتسريع توقيت الحصول عليها، وتحديد النسبة المئوية من الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين.³

4-أسباب تعظيم ثروة الملاك و علاقتها بالتوزيعات:كلما إرتفع سعر السهم كلما دل على إرتفاع كفاءة الإدارة، وعندما تتخذ إدارة الشركة هذا الهدف كإستراتيجية لها لعدة أسباب أهمها والتي لها علاقة بالتوزيعات:

¹Stephane griffiths , gestion financière, éditions chihab , Alger , 1995, p139.

²عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية، منهدان للنشر والتوزيع،السعودية، 1997، ص162.

³عاصف وليام اندراوس،التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 45.

أ- أنها إستراتيجية طويلة الأجل تعمل على تعظيم ثروة الملاك، فيعمل المدير في ظل ظروف عدم التأكد، فهو مطالب في ظل العلاقة التعويضية بين العائد والخطر على المقارنة بينهما و تعظيم ثروة الملاك في ظل مستوى مقبول من الخطر.

ب- تأخذ هذه الإستراتيجية في الحسبان أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة التي يحصلون عليها بغض النظر عن حجمها.¹

ثانياً: أثر وعلاقة سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم:

إن تعظيم القيمة السوقية للشركة هو محصلة للقرارات المالية التي يقوم بها المدير المالي خاصة بشأن عملية توزيع الأرباح، بمعنى أن المستثمرين يقبلون الإستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية نكن في مقابل عوائد متوقعة مرتفعة و بالتالي الحصول على توزيعات أعلى.²

كذلك إن توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المستثمرون والمساهمون من أجل تقييم سعر سهم الشركة في السوق، فيرى المستثمرون التغير في توزيعات الأرباح سواء إلى الأعلى أو الأدنى، على أنها إشارة من قبل إدارة الشركة عن الأرباح المستقبلية، وهناك من يرى أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على القيمة السوقية للسهم وهناك من يرى العكس.³ فوجهة نظر ملير ومودجلياني تقوم على عدم التأكد و لا توجد علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم في الشركة لكون أن المستثمر يستطيع أن يشكل بنفسه سياسة التوزيع الخاصة به وبالتالي لايهتم بسياسة التوزيع التي تقررها الشركة، فإذا كانت التوزيعات التي تقررها الشركة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه يمكنه بيع جزء من أسهمه، وإذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته يمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من الأسهم.⁴

أي يمكن للمستثمر أن يحدد سياسة التوزيع الخاصة به، وعلى الشركة أن تختار سياسة التوزيع التي تروق لها ولا تهتم برد فعل المستثمر إتجاه تلك السياسة فلن تكون لها أي تأثير على قيمتها السوقية.

على عكس التحليل السابق وجهة نظر "جوردن" تقوم على أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للسهم، ويشير جوردن أن المستثمرون متجنبون للمخاطر وبالتالي فهم يفضلون التوزيعات المؤكدة عن الأرباح الرأسمالية غير المؤكدة، حيث أن قيام الشركة بتوزيع الأرباح يجنب المستثمر الشعور بعدم التأكد

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 286.

² نايف سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2009، ص 30.

³ محمد صالح الحنوي، إبراهيم إسماعيل سنطاز، الإدارة المالية و التمويل، اندار الجامعية، مصر، 1999، ص 419.

⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 708.

بشأن احتمال حصوله على نصيبه من الأرباح المحققة، فهم يفضلون الحصول على الأرباح الآن حتى ولو كانت منخفضة أفضل من الحصول عليها مستقبلاً حيث لا يوجد ما يضمن لهم حصولهم عليها مستقبلاً.¹ كذلك 'والتر' يؤكد على أن لسياسة التوزيعات تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم وهو يتفق مع نموذج عصفور في اليد "جوردن"، والوتر قام بمقارنة معدل العائد المتوقع والمطلوب من الملاك، فإذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب من الملاك فإن إدارة الشركة تلجأ إلى إحتجاز الأرباح، بينما توزع الأرباح على المساهمين في حالة كون معدل العائد المطلوب أكبر من معدل المتوقع، وتوصل إلى أنه لسياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للسهم، فكلما زاد التوزيع كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم.² وبالتالي نجد بأنه من خلال هذا التحليل أن لسياسة توزيع الأرباح التي تجربها الشركة تأثير على قيمتها أكبر من التأثير الذي يحدثه إحتجاز الأرباح، فأى زيادة في التوزيعات تفسر على أنها إشارة إيجابية ومستقبل مبشر للشركة وبالتالي زيادة ثروة الملاك.

وتجدر الإشارة أنه في نظرية التفضيل الضريبي هناك أثر سلبي لسياسة التوزيعات على سعر السهم فهي تتفق مع نموذج M&M ومضمون هذه النظرية أنه إذا كان معدل الضريبة على توزيعات الأرباح أكبر منها على الأرباح الرأسمالية فحملة الأسهم يطالبون معدلاً أكبر وهذا الإرتفاع في معدل العائد المطلوب يزيد من كلفة الأموال المرجحة و بسبب هذا الإرتفاع تنخفض القيمة السوقية للشركة بسبب إنخفاض معدل العائد المتوقع، في حين أن الإنخفاض في معدل العائد المطلوب في الشركة يحفز تكلفة الأموال المرجحة فترتفع القيمة السوقية للسهم.

ثالثاً: أثر سياسة التوزيعات على الشركة والمساهمين:

1- أثر سياسة التوزيعات على الشركة:

عندما تكون هناك سياسة توزيعات واضحة ويعرفها المستثمرون سابقاً وهذا بالنظر إلى التوزيعات السابقة، فمن نتائج ذلك أنه سوف تقوم الشركة بـ³:

-المحافظة على المساهمين الذين ينتظرون دخلاً منتظماً من استثمارهم بالأسهم أي الاطمئنان بوجود دخل سننظم وهذا يشجعهم على الاحتفاظ بأسهمهم.

-سياسة التوزيع تؤثر على الخزينة لأن سداد التوزيعات هو تدفق نقدي خارج مؤكد، وهذا يطرح مشاكل على عائق الشركة، فعوضاً عن ذلك يمكنها أن تدفع توزيعات في شكل أسهم مجانية وهذا يجبرها على رفع

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 450.

² سيد الغفار عتني، أساليب الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 286.

³ Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise, Op, p 279.

رأسمالها، ويطرح مشكلة مكافأة المساهمين الجدد والقدامى وطرح مشكلة فقد السيطرة، وبالتالي تخفيض سعر أسهم مستقبلًا.

-إذا كانت الشركة تتبع سياسة استقرار التوزيعات هذا يترك أثر إيجابي لسعر السهم، فالإدارة والمساهمين يفضلون هذه السياسة لأن عدم استقرار التوزيعات مؤشر غير جيد عن أداء الشركة ويؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية وهذا يؤثر سلبًا على القيمة السوقية للسهم.

2- أثر سياسة التوزيعات على المساهمين:

-المساهمون هم المجموعة الوحيدة التي لا يوجد ضمان تعاقدى بوجود عائد لها، فيطلق على عائدها اسم العوائد المتبقية بعد تغطية كافة النفقات والديون وغيرها من الالتزامات التعاقدية.

-المساهم يفضل مكافأة منتظمة عن مشاركته لأنه يعتمد على هذه التوزيعات كدخل جاري وإذا كانت التوزيعات منخفضة يمكن أن تدفع بهم إلى البيع فكيف إذا كانت التوزيعات معدومة.

-الملاك يهتمون بالتوزيعات النقدية المنتظمة، فالتوزيعات غير المنتظمة تؤدي إلى عدم استقرار المساهمين، تمامًا مثل منحهم أسهم مجانية.

-نسبة التوزيع هامة تجعل من سعر السهم أقل ثقل وبالنسبة لثروة الملاك.

الفرع الثاني: علاقة سياسة التوزيعات وقيمة السهم بكفاءة الإدارة:

ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر المعلومات وكفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة، فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للشركة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه زيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى يحتمل أن تترك إنبطاعًا إيجابيًا عن الشركة لدى المتعاملين، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها العادية، وقد اعترف ميلر ومودجلياني ذاتهما بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات إلا أنهما يجادلان في أنه قد يكون تأثير وقي إذالم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية المستقبلية للشركة، بعبارة أكثر دقة إذاحدث تغير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم، فإن هذا لا يرجع في الأساس إلى التغير في سياسة التوزيعات، بقدر ما يرجع إلى التغيرات الإيجابية المتوقعة في ربحية الشركة¹.

إن تعظيم الربح هو من المؤشرات المهمة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام مواردها والإدارة مسؤولة عن تقديم أفضل الخيارات التي تعزز من ثروة المساهمين، وفي نفس الوقت الأخذ بعين الاعتبار أهدافهم الشخصية².

¹ مثير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 715.
² عدنان نايه النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

الفرع الثالث: علاقة سياسة التوزيعات بتكلفة الأموال:

أولاً: تعريف تكلفة الأموال:

تعرف بأنها الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات الرأسمالية المقترحة. وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى إضعاف ثروة الملاك وهذا ما يترتب عليه إنخفاض في القيمة السوقية للشركة، أما في حالة العكس فهذا يؤدي الى تحسين ثروة أصحاب الشركة مع زيادة القيمة السوقية للشركة مما يترتب عليه الحكم على إدارة الشركة بأنها كفؤة.¹

ثانياً: تكلفة الأسهم العادية:

يطلق على هذا النوع من التمويل بالتمويل عن طريق حقوق الملكية الخارجية ويشير هذا النموذج إلى أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية²، حيث يمكن استخدام طريقتين لحساب كلفة الأسهم العادية وهما:

1- توزيع كافة الأرباح على المساهمين:

$$\text{كلفة رأس المال للأسهم العادية} = \frac{\text{عائد السهم}}{\text{قيمة السهم}} = \frac{R}{V}$$

2- إذا تم توزيع قسم من الأرباح و احتجاز الباقي:

$$\text{كلفة رأس المال للأسهم العادية} = \frac{\text{عائد الأسهم}}{\text{قيمة السهم}} + \text{معدل النمو}$$

ثالثاً: تكلفة الأسهم الممتازة:

يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم³، وهناك عدد من الأسباب التي تدفع إدارة الشركة إلى تمويل رأسمالها بها، وأهم هذه الأسباب هو زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة والمتاجرة بالملكية وإستعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة ويمكن إستخدامها كما يلي:⁴

¹ محمد صالح الحناوي، رسمية زكي فرباقص، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 273.

² غاسطف وليم انتر اوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 107.

³ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 580.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 489.

$$م = \frac{ت}{س(1-ض)}$$

حيث: م: تمثل كلفة التمويل للأسهم الممتازة (معدل العائد المطلوب).

ت: توزيعات الأسهم للسهم الممتاز الواحد.

س: القيمة السوقية للأسهم الممتازة (سعر السهم الممتاز السوقي).

ض: هي كلفة إصدار الأسهم الممتازة في حالة وجودها.

رابعاً: كلفة الأموال المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أرباح تحققت، غير أن الشركة قررت إحتجازها بدلا من توزيعها وذلك بهدف استثمارها مستقبلا، وبالطبع لا ينبغي إحتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك¹. وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها السياسة التي تحدد مقدار التوزيعات على الملاك وبالتالي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل الشركة².

حيث أن احتجاز الأرباح لا ينطوي عليه مصروف فإن كلفة الإعتماد على هذه الأموال هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال والذي يجب أن يتساوى مع العائد الذي يطلبه الملاك³. إن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة الأسهم العادية على الرغم أن كل منهما من مكونات حقوق الملكية، يرجع ذلك إلى أنه لا توجد تكلفة للإصدار تخصم من قيمة متحصلات بيع الأسهم، فبالما أن هذه التكلفة تساوى معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يمكن أن يكون بديلا في هذا الشأن⁴.

$$\text{تكلفة الأموال} = ق + ت(ع - س - ق)$$

حيث: ق: معدل العائد الاستثمار الحالي من الخصم.

ت: تمثل المخاطر المنتظمة.

ع: عائد محفظة السوق.

¹ اعتدل تايه الذومى، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 376.
² توريد كنل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 182.
³ محمد صالح الحناوي، نهال مراد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 34.
⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 585.

بما أن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة إصدار أسهم فهذا يجعل الإدارة دائما في حالة تشجيع الملاك بضرورة إحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها عليهم وهي تتخذ القرار بذلك لأهميته كمصدر منخفض التكلفة للتمويل من جهة وتأثيرها في القيمة السوقية للسهم الواحد من جهة أخرى.¹

خامسا: الكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (تكلفة الأموال):

إن أغلب الشركات تمتلك هيكل أمثل لرأس المال، الذي يتكون من المديونية، الأسهم الممتازة، حقوق الملكية التي تتشكل بدورها من التمويل الممتمك الخارجي (إصدار أسهم عادية جديدة) والتمويل الممتمك الداخلي (إحتجاز الأرباح) بما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم في السوق المالي وبناءا عليه، فإن تعظيم قيمة الشركة يتطلب إدارة مثلى لرأس المال.²

والمعادلة التالية تبين كيفية حساب الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:³

ك م م ر = [(نسبة الدين) × (كلفة الدين بعد الضريبة)] + [(نسبة السهم الممتازة) × (كلفة الأسهم الممتازة)] + [(نسبة حقوق الملكية) × (كلفة حقوق الملكية)]

$$= ك د ض م + ك م م + ك ع م$$

حيث: ك د ض م : الكلفة الموزونة للدين بعد الضريبة.

ك م م ر : الكلفة الوسطية المرجحة.

ك م م : الكلفة الموزونة للأسهم الممتازة.

ك ع م : الكلفة الموزونة للأسهم العادية.

إن اختيار المزيج المناسب للمصادر المختلفة التي تدعى بالأموال المملوكة والأموال المقترضة واختيار الهيكل يعتمد بشكل كبير على هدف تعظيم ثروة حملة الأسهم.

الفرع الرابع: علاقة تكلفة التمويل بكفاءة الإدارة.

إن التمويل الذي ترغب الإدارة فيه يتحقق عند تعظيم قيمة أسهم الشركة في السوق فإستخدام دين كبير يزيد من مخاطر الشركة، إن زيادة مخاطر الشركة تؤثر سلبا على قيمة أسهم الشركة (تؤدي إلى انخفاضها)، وفي الوقت ذاته، فإن استخدام دين كبير يعمل على زيادة العائد المتوقع بسبب ما يعرف بالرفع المالي، إن زيادة العائد المتوقع تؤدي إلى رفع قيمة أسهم الشركة و هذا يدل على كفاءة إدارة الشركة. حيث كلما تمكنت

أحمد محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 506.

¹ سائر البرامج هي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 506.

² عثمان تاليه النعمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 421.

الشركة من تخفيض تكاليفها كلما حصلت على مكافأة من الأسواق المالية من خلال إرتفاع القيمة السوقية لأسهمها وخلق الثروة للمساهمين، وهذا كذلك دلالة كفاءة الإدارة.¹

المطلب الثاني: دوافع تفضيل توزيع الأرباح، وتأثير الملاك عليها.

الفرع الأول: دوافع تفضيل توزيع الأرباح على احتجازها.

أولاً: الرغبة في السيطرة:²

إذا ما كانت سياسة التوزيع سخية عندما توجد خطط إستثمارية قد يكون إصدار المزيد من الأسهم العادية البديل للأرباح المحتجزة وهو غير ملائم للشركات الصغيرة حيث يضاعف سيطرة الملاك الحاليين إذ قد لا يحصلون على حصة مناسبة من الإصدار الجديد، وهنا قد يفضلون سياسة التوزيع التي تتخفف فيها نسبة الأرباح الموزعة. وهناك ظروف تشجع الشركات على توزيع أكبر قدر من الأرباح ففي حالة إنخفاض نسبة الأرباح الموزعة قد تحاول شركة أخرى ترغب في السيطرة على الشركة المعنية إقناع الملاك الحاليين بالتخلص من أسهمهم في مجال آخر، وهذا من شأنه أن يشجع إدارة الشركة على توزيع أكبر نسبة من الأرباح.

ثانياً: محتوى المعلومات الذي تعكسه سياسة التوزيعات:³

تشير هذه الفكرة إلى أن القرارات التي تصدر من الشركة تتضمن معلومات عن أدائها الحالي والمستقبلي ويتصرف المتعاملون في السوق بناء على ما تحتويه تلك المعلومات، وينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها إشارات مالية لعكس ربحية الشركة مستقبلاً، فعندما تدفع الشركة سياسة توزيع ثابتة لم تجري عليها تعديل، يفهمه المتعاملون في السوق على أنها إشارات للتوقعات بشأن الربحية المستقبلية، وهذا يترك أثراً على القيمة السوقية للسهم. التغير الذي يطرأ على السهم هو نتيجة المعلومات الضمنية التي تستنتج من سياسة التوزيعات. وبلغت نظرية⁴ عدم تماثل المعلومات التي قدمها مايرز (1984) والتي تفترض أن الإدارة قد تكون لديها معلومات عن الشركة أكثر من تلك المتوفرة للمستثمرين، وأن إصدار أسهم عادية هو قرار في غير صالح الملاك، والإدارة ترغب في إبلاغ تلك المعلومات للمستثمرين لكنها تخشى أن يستفيد منها المنافسون، أو أن تقع تحت طائلة القانون إذا ما أعلنت مسرعة عن توقعات سيئة ولم تتحقق، وإلحاق الضرر بالمستثمرين وهنا لا تجد الشركة سبيل سوى إبلاغ المستثمرين بطريقة غير مباشرة وهي زيادة نسبة الأرباح الموزعة .

¹ شهرزاد زغيب، عمالي لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين، ص 6، من الموقع: s-zeghib@yahoo.fr

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشآت المعارف، مصر، 1998، ص 349.

³ Yves brissyaletaures, gouvernance et communication financière . groupe eyrolles 2008, p. 35.

⁴ محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 423.

بمعنى أنه إذا كان هناك عدم تماثل في المعلومات بين الإدارة و المستثمرين هذا يمثل مستقبل غير مبشر للشركة وتخفض نسبة التوزيعات، في حين أنه في وجود تماثل للمعلومات تؤدي إلى زيادة في التوزيعات وهو مؤشر يدل على مستقبل مبشر للشركة.

وهناك إعتبارات يجب الأخذ بها في سياسة توزيع الأرباح هي:

الاعتبارات القانونية: إنها توضح أن التوزيعات يجب دفعها من الأرباح وليس من رأس المال¹ فإنه لا يجوز للشركة أن تستخدم جزء من رأس المال المدفوع للتوزيع، وكذلك إذا كانت مشرفة على الإفلاس أي أن مطلوباتها أكبر من أصولها² كما يجيز القانون الشركات بتكوين احتياطات من الأرباح لدعم رأس المال.³ تركز هذه القاعدة على ثلاث قواعد وتتمثل باختصار في:

1- قاعدة صافي الأرباح: توضح انتوزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية والماضية.

2- قاعدة ضعف رأس المال: فتحمي المقرضين بمنع دفع توزيعات الأرباح من رأس المال.

3- قاعدة الإعسار: فتعني عدم توافر نقد يمكن للشركة من دفع مطلوباتها في مواعيدها.

يجب على الإدارة الأخذ بعين الاعتبار عن قرار التوزيع ما يلي:⁴

1- تكوين احتياطي قانوني ونظامي.

2- لا يجوز توزيع نسبة من الأرباح الناتجة عن بيع أصول ثابتة إلا بقرار من الجمعية العامة.

3- أن يعمل على التخفيض من تأثير الضريبة على احتياجاته المالية أو السيولة النقدية.

4- لا يجوز توزيع الأرباح إذا ترتب على ذلك منع الشركة من أداء إلتزاماتها النقدية في مواعيدها.

5- يستحق المساهمون والعاملون حصتهم من الأرباح عند صدور قرار الجمعية العامة بتوزيعها ويتم وضع

هذه المحددات من أجل توفير حقوق ملكية تكفي لضمان التزامات الشركة اتجاه المقرضين.⁵

الفرع الثاني: تأثير انملاك في قرار التوزيع الذي تتخذه الإدارة.

إن في هيكل الملكية المشتتة، يكون هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم يملك كل منهم عددا قليلا من أسهم الشركة وعادة ما لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما انهم يميلون الى عدم الانغماس او المشاركة في القرارات او السياسات الادارية، كما انهم يفضلون التوزيع

¹ فرد ويستون، يوجين براجام، التمويل الإداري، مرجع سبق ذكره، ص 378.

² تريب كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 228.

³ أحمد سمير هنيي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 212.

⁴ علي عباس، الإدارة المالية، إزاء النشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص 141.

⁵ محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 35.

انهم يميلون الى عدم الانغماس او المشاركة في القرارات او السياسات الادارية، كما انهم يفضلون التوزيع على الاحتجاز وهذا من اجل ان يعكس ذلك على قيمة الاسهم في السوق، ويشار الى نظم الملكية المشتتة بنظم الخارجيون، وتميل الدول القائمة على العرف مثل الولايات المتحدة الامريكية الى هذه الملكية¹. غير انه ليس للمساهمين دور مباشر في تحديد توزيعات الأرباح، ولا يكون لملاك الشركة حقوق تتمثل في اتخاذ قرارات مباشرة بالنسبة لإدارة نشاط الشركة، وعلى وجه الخصوص، لا يكون للمساهمين دور مباشر في تحديد توزيعات أرباح الشركة أو تعيين أو فصل المديرين أو تحديد الإستثمارات الرئيسية للشركة²، لأنهم يعتمدون على أعضاء مستقلين في مجالس الإدارة لمراقبة السلوك الإداري والإشراف على بقاءه تحت السيطرة، لأن الأعضاء المستقلين يميلون إلى الإفصاح بشكل واضح ودرجة متساوية عن المعلومات وتقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي، و نتيجة لهذا يعتبر نظم الخارجيين أكثر قابلية للمحاسبة وأقل فسادا وتميل نحو تعزيز السيولة في السوق المالي. ولكن يمكنهم التأثير في ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق التصويت بالأرجل* عن طريق البيع (الخروج) بسهولة بالنقد الذي يكفي للتخلي عن الاهتمام بالرقابة الداخلية (التصويت)، فالتهديد بالخروج الكبير يفرض انضباطا على سلوك الإدارة نتيجة لما يؤدي إليه من ارتفاع تكلفة توفير رؤوس أموال جديدة و أيضا لما ينطوي عليه من تهديد تشييط سوق الرقابة على الشركات، وهذا يعطى إشارة بأن الأسهم المنخفضة تعكس سوء الإدارة (الإدارة غير كفوة).

ويؤثرون أيضا عن طريق زيادة وثيرة رأس المال الخارجي أي لجوء الإدارة الى التمويل بالقروض وهذا ما يجعل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى التي تقوم بضبط سلوك الإدارة لضمان استرجاع أموالهم (استبروك 1984)³.

- نقاط ضعف الملكية المشتتة: على الرغم من المزايا، فإن لها نقاط ضعف معينة إذ يميل الملاك انمشتتون إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير، ومن ثم فإنهم يتجهون إلى الموافقة على السياسات و الإستراتيجيات التي تنشأ عنها مكاسب في الأجل القصير لكنها قد لا تعمل بالضرورة على تشجيع الأداء طويل الأجل للشركة، و قد يؤدي هذا في بعض الأحيان إلى إثارة الخلافات بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات، وإلى تواتر التغيرات في هيكل الملكية ننشأ لأن المساهمين قد يرغبون في التغلّي عن استثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر ارتفاعا في مكان آخر، وكلا الأمرين يؤدي إلى إضعاف استقرار

¹ كاترين، كوشا هيلينج، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية و المساعدة و الانتقالية، مرجع سبق ذكره، ص 9، 10.

² مارك هيسيل، مجالس إدارة الشركات: الرقابة من خلال التمثيل، ص 36، من الموقع: www.hawkama.net.

³ Jorge Furinba, dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment, hypothesis: an empirical analysis, July, 2002, p 3.

*: تحصيل الانسحاب من الشركة ببيع الحصة دون البقاء في الشركة.

و لمحاسبة أعضاء مجلس الإدارة عن مسؤولياتهم، ونتيجة لهذا فقد يظل أعضاء الإدارة الذين يؤيدون إتخاذ تلك القرارات غير الصائبة في مناصبهم بينما تكون مصلحة الشركة في التخلص منهم .

الفرع الثالث: آليات الرقابة للأطراف الخارجية:¹

يفضل الخارجيون الشركات التي تسمح بالخروج السهل على حساب إعاقه الصوت و ذلك من خلال التهديد ببيع الأسهم على نطاق واسع، وتعتمد نظم الأطراف الخارجية على الرقابة غير المباشرة من خلال أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين كما تعتمد على الرقابة الخارجية، وذلك من خلال الأسواق المالية بصفة خاصة ومن بين مزايا هذه الرقابة أعضاء مجلس الإدارة من الخارج يتحون تقييما مستقلا للأداء الإداري .
أولا:الاسواق المالية :

يعتبر وجودها أحد العناصر الهامة في الرقابة الخارجية على الشركات والتي ترغبها على تحقيق الكفاءة والإنتاجية خشية ضياع أو تخفيض حصتها السوقية ويؤدي نقص وجود الأسواق التنافسية إلى تنبؤ عزيمة الأقدام على تنظيم الأعمال، يعزز تحصين الإدارة والفساد، ويؤدي إلى خفض الإنتاجية، ولهذا السبب فإن من الأمور الحاسمة أن تؤدي القوانين واللوائح إلى إنشاء بيئة تجارية تتسم بالوضوح وتكون تنافسية في ذات الوقت²، فبالنسبة لأسواق المال الأمريكية، فهي من العمق و الكفاءة إلى الحد الذي يسمح لها بأن تلعب دورا رئيسيا في تحقيق الإنضباط للمديرين³.

ثانيا : الاستحواذ على الشركات(الاستيلاء):⁴

غالبا ماينظر إلى أسواق الأوراق المالية باعتبارها أدوات مرافقه كفاءة للأداء الإداري والمساهمون غير الراضون عن أداء الشركة يقومون ببساطة ببيع أسهمهم أيضا ويسمح الانخفاض في الأسعار الناجمة عن ذلك بقيام بعض الأطراف الخارجية بشراء أعداد من الأسهم تكفي لسيطرتهم على الشركة، ويحدث الاستحواذ إذا اعتقدت الأطراف الخارجية أن الأسعار المنخفضة تعكس سوء إدارة أصول الشركة، وإذا ما كان الوضع هكذا فإن الأطراف الجديدة قد تقوم باستبدال المديرين القائمين بغيرهم ممن تتوافر لديهم القدرة على إستغلال الإمكانيات الكاملة للشركة و يمثل مثل هذا التهديد دافعا قويا للمديرين لرفع أدائهم، والكثير ينظرإلى الإستحواذ على أنه أداة للإلتزام الإدارة بالعمل على تحقيق مصالح المساهمين، ففي غياب الحوافز الداخلية للاستحواذ أو لإعادة هيكلة ملكية النشاط تكون مزايدات الإستحواذ بمثابة وسائل فعالة لضمان إنضباط الإدارة .

¹FrédéricGeorgel, **gouvernance**, éditioncnudod, 2 édition, paris, 2006, p 213.

² هلاء الشهن عبد الغني معسوم ادارة المتكاملات ، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان ، 2011 ، ص 73

³ Maro Hubert Deport, **gouvernement d'entreprise**, édition de boeck, 1édition,bruxell, 2005 p 29.

⁴ كولين ماير، ممارسة سلطات الادارة الرشيدة في الاقتصادات الانتقالية، ص 15، من السوق: www.hawkama.net.

ثالثاً : الإفلاس و نزع الملكية:¹

تتمثل الوسيلة الأخيرة التي يتسنى بمقتضاها للمستثمرين الخارجيين أن يحققوا الهيمنة على سلوك الشركة في إعلان إفلاس الشركة، فطالما تكون الشركة قادرة على سداد أصول قروضها وفوائدها فإن الهيمنة عليها تكون في أيدي المساهمين والإدارة، أما إذا أخفقت الشركة في الوفاء بتلك الإلتزامات فإن الهيمنة تنتقل من المساهمين إلى الدائنين و يتفاوت مدى هذا الإنتقال تبعاً لطبيعة الإفلاس أو اللوائح القانونية التي تحدد طبيعة إجراءات إعلان الإفلاس.

المبحث الثاني: رغبة الإدارة في تمويل غير مكلف وآليات الرقابة الداخلية:

يفترض أن عدم تماثل المعلومات أقل في نظم الداخليين منه عن نظم الخارجيين بحكم قرب المساهمين من الإدارة وهذا يؤدي إلى فرض الانضباط إلى حد ما ولكن تبقى هناك مشكلة وهي عدم توافق الحوافز، فكيف يمكن حل هذا المشكل ؟ حيث يمكن حله بربط أداء الإدارة بالمكافآت التي يتم تقديمها لها وفي ما يلي ستعرض هذه المكافآت.

المطلب الأول: علاقة التمويل الذاتي والرفع المالي بالتوزيعات.

الفرع الأول: علاقة التمويل الذاتي بالأموال الخاصة.

تعتمد الشركات بشكل كبير على التمويل الداخلي أي المتولد من التدفق النقدي لتمويل أنشطتها، فالأموال المتولدة نتيجة حجز مقابل إهلاك الأجهزة تستخدم في تجديد واستبدال الأصول الحالية، ولكي تضيق الشركات انمزيد إلى أصولها فإنها تجد أنه من الضروري اللجوء إلى حجز كل أو جزء من الأرباح، أو تلجأ إلى مصادر تمويل خارجية سواء عن طريق إصدار أسهم جديدة أو إصدار سندات، هذا يعني أن الأرباح المحتجزة لا تخصص لأغراض التوزيعات، وتجد الشركة نفسها أمام أحد الخيارين، إما توزيع الأرباح الآن أو حجز جزء منها أو كلها لإعادة استثمارها مما يؤدي إلى زيادة الأرباح والتوزيعات في المستقبل. وعلى الشركة أن تختار بين حجز الأموال وإعادة استثمارها بمعدل عائد لا يقل عن تكلفة الأموال، أي إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من تكلفة الأموال تلجأ إلى احتجاز الأرباح¹.

تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، وهي أحد مصادر التمويل بالملكية، وقد تكون مصدر التمويل الوحيد بالملكية إذا كانت الشركة تعمل في اقتصاد لا توجد فيه أسواق مالية، أو أن الشركة مملوكة من قبل عدد كبير من الأفراد لا يرغبون بإدخال مساهمين جدد معهم، وأن الشركة صغيرة وامكانياتها التمويلية مازالت محدودة فيفضل أنها تقوم باحتجاز الأرباح في السنوات الأولى، ثم بعد ذلك تقوم بالتوزيع². وأيضاً يتم الاحتجاز إذا كانت الشركة تعاني من نقص في السيولة، وتفضل الشركات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة إصدار أسهم أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية³.

وباختصار تحتفظ الشركة بالأرباح لنمو وزيادة تمويلها الذاتي حيث نجد أن :

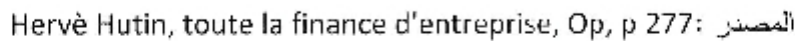
$$\text{القدرة على التمويل الذاتي CAF} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات}$$

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 421.

² Pierre verinimmo, finance d'entreprise, daloz, 8édition, paris, 2010, p 881

³ Alain Rivet, gestionfinanciere, édition ellipses, paris, 2003, p185

الشكل رقم : (2-1) - توزيعات الأرباح و التمويل الذاتي



ويرى البعض بما أن التمويل الذاتي هو حق من حقوق الملكية يعتقدون أنه مجاني لكن هذا غير صحيح
فالتسويل الذاتي غير مجاني، وذلك بأن الملاك يطالبون الإدارة بعائد أكبر ممثلاً في المرونية المالية، كما
توضحه المعادلة التالية:

49

$$م م = م ق + \frac{م}{أخ} (م ق - ت د)^1$$

حيث أن : م م : تمثل المردودية المالية وهي العائد المطلوب من قبل الملاك.

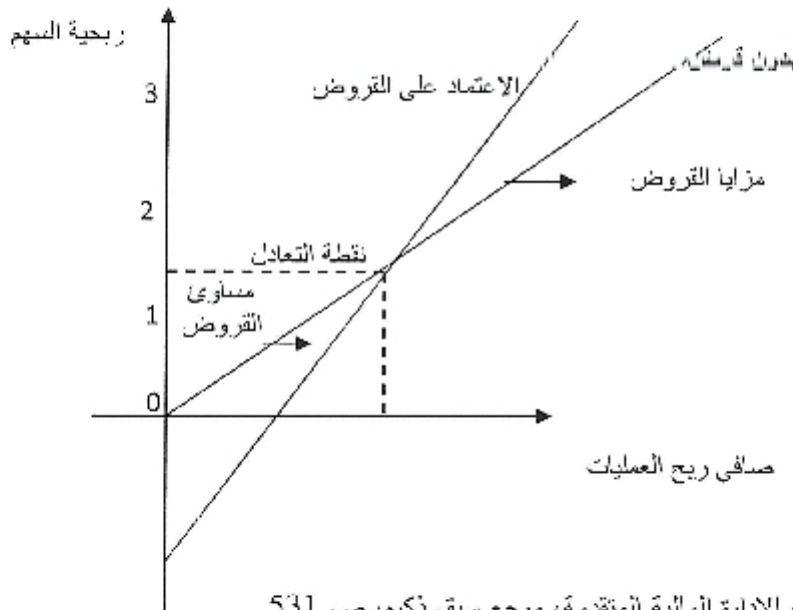
م ق : المردودية الاقتصادية و هي تمثل كفاءة الإدارة.

د م : ديون مالية، أخ : أموال خاصة، ت د : تكلفة الاستدانة.

كلما كانت $م ق < ت د$ ← هذا يدل على كفاءة الإدارة و حصول الملاك على عائد مستقبلي أعلى فمثلاً: إذا كانت $م م = 14\%$ فلكي تكون الإدارة كفي يجب أن تكون $م ق = 12\%$ و الديون $- 2\%$ على عكس في نظم الخارجيين يعتمدون على الإستهانة (الرفع المالي) أكبر من المردودية الاقتصادية في تقييم كفاءة الإدارة، ومن هنا نستنتج أن التمويل الذاتي غير مجاني.

إن ملك الشركات يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على الإدارة الشركة وبالإضافة إلى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل شركاتهم و قدراتهم على تحقيق المكاسب ويميلون إلى زيادة استخدام القروض فيستفيدون من الرفع المالي². ومما سبق يمكن بيان أثر الرفع المالي على ربحية السهم و معدل العائد في الشكل التالي³:

الشكل رقم (2-2): أثر الرفع المالي على ربحية السهم ومعدل العائد على حق الملكية



المصدر : حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 531.

¹ أنير، إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 577.

² Jack Forget, gestion de trésorie, éditions d'organisation, paris, 2003, p 113

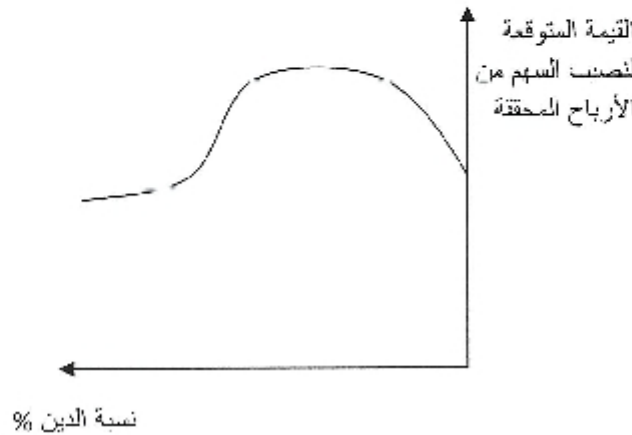
³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 531.

الفرع الثاني: علاقة الرفع المالي بالتوزيعات و قيمة السهم في السوق:

إن الإدارة تهدف إلى تعظيم ثروة الملاك، لذلك لابد من الموازنة بين العائد والمخاطر للوصول إلى أعظم قيمة للسهم في السوق، فكيف يمكن للدين (الرفع المالي) أن يؤثر في القيمة السوقية المتوقعة لنصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة وفي مخاطر هذه القيمة، سنلاحظ أن القيمة السوقية لسهم الشركة التي لا تستخدم الرفع المالي تبدأ بالزيادة بسبب هذا الرفع ثم تبدأ بالانخفاض بعد الوصول إلى حد معين. من المعروف أن الدين يترتب عليه عبء ثابت، وهذا العبء يؤثر في الدخل الصافي، وبالتالي في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة ومنه قيمة السهم السوقية التي تحددها القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للسهم و مخاطر هذه التدفقات.¹

إن القيمة المتوقعة لنصيب السهم الواحد من الأرباح تزيد بازدياد نسبة الدين إلى حد معين ثم تبدأ بالانخفاض والسبب في ذلك إرتفاع كلفة التمويل بسبب إرتفاع مخاطر الإستثمار في شركة مثقلة بالدين.² والشكل التالي يبين هذه العلاقة:

شكل رقم (2-3): العلاقة بين الدين و القيمة المتوقعة للسهم.



المصدر : عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، دارالمسيرة، ط2، عمان، 2008، ص443.

نستخرج نسبة الرفع المالي من المعادلة التالية:³

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{دين مالي}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

¹ احسزة سمود الزبيدي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 527.

² كنجدو صود كنجدو، الإدارة المالية، دار المسيرة، ط2، الأردن، 1997، ص263.

³ Alain Rivet, gestion financière; Op.p 188.

الفرع الثالث: دوافع تفضيل الاحتجاز على التوزيع:

دراسات معقدة في الأدبيات وبناء على الحجج التي ساقها كل من ايسنبروك (1984) وجنسن (1986) أثبتت بأن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر في ضبط سلوك الإدارة لأن هناك ثلاث أسباب¹:

- ما ينتظره مختلف جماعات المساهمين من توزيع أرباح يختلف و يتباين.

- حوكمة الشركات لا تقيم من طرف صغار المساهمين أي لا تهمهم حوكمة الشركات عكس الخارجيين.

- الشركات المعنية بالتوزيع تتميز بخصائص نوعية أي ما الذي يكافئ التوزيعات في المؤسسات الصغيرة؟

1- سياسة التوزيعات و النمو: نموذج التوزيعات المخصصة لا يعتمد على حجم وتوقيت التوزيعات، يتضح أن الشركة إذا ما لجأت إلى دفع المزيد من التوزيعات فإنها لاتضيف المزيد من الاستثمار والنمو، حيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك يتم النظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها إختيار بين توزيعات نقدية حالية و معدل نمو مستقبلي².

يمكن التعبير عن نموذج التوزيعات المخصصة، في شكل سياسة التوزيعات وفقا للمعادلة

$$\text{سعر السهم} = [(1 - \text{ب} \%) \times \text{ربحية السهم}] (\text{ك} - \text{ب} \text{ ر})$$

بسط النسبة يعادل التوزيعات في السنة، بينما في المقام نجد أن $\text{ب} \text{ ر} = \text{م}$ أي معدل النمو ولسياسة التوزيعات للشركة تأثير على البسط والمقام، فأي زيادة في نسبة الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة معدل النمو وفي نفس الوقت تؤدي إلى تخفيض التوزيعات وإذا ركزنا على النمو فقط، فإنه كلما زاد معدل النمو زاد سعر السهم السوقي و معدل النمو المرتفع يعني قلة التوزيعات النقدية. مما سبق يتضح أن سياسة التوزيعات تعتبر عنصر توازني بين التوزيعات و النمو وطالما أن المدير المالي يرغب في تعظيم قيمة السهم عليه أن يحدد التصرف الذي يحقق هذه الغاية والموازنة بين التوزيعات والنمو وهذا يتطلب المقارنة بين العائد على أموال الملكية (ر %) بمعدل العائد المطلوب ك³.

$$\alpha = \text{ر} - \text{ك}$$

¹ Michel Allbourny, la politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants?, Centre d'études et de recherches Appliquées à la Gestion, cahier de recherche n°2010 0512.

² هذا ما عثر عليه في: أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 422.

³ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص 55.

وكلما زادت نسبة الربح المحتجز إنخفضت نسبة الأرباح الموزعة وزاد معدل النمو وبالتالي زاد سعر السهم حيث كلما كانت $R < K$ أي كلما كانت α موجبة زاد سعر السهم و معدل النمو.

2- **تكلفة الإصدار¹:** إن إصدار أوراق مالية جديدة يصاحبه تكاليف مثل رسوم التسجيل، رسوم قانونية، الخصومات الممنوحة لتشجيع المستثمرين على شراء الأوراق المالية وهذا يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية بسبب الإصدار الجديد، وهنا يفضل قيام الإدارة للتمويل إستثماراتها باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها وإصدار أسهم عادية لإرتفاع تكلفة تمويل هذه الأخيرة مقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، ولأن الإحتجاز سيحقق للشركة بعض الوفورات الناشئة عن تخفيض تكاليف الإصدار وكذلك إصدار الأسهم يفسره المتعاملون في السوق على أنه إشارة مالية على مستقبل غير مبشر للشركة.

3- **تكلفة المعاملات²:** قيام المستثمر ببيع وشراء الأوراق المالية يكبدته تكلفة هي العمولة التي يحصل عليها السمسار، فسياسة إحتجاز الأرباح تعد وسيلة غير مكلفة للمستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأس مال الشركة وتجنب تكلفة المعاملات.

4- **معدلات الضريبة³:** هي التي يحميها المالك عند توزيع الأرباح، فالعائد الذي يتم توزيعه على المساهمين أحد عناصر الدخل عند تحديد الوعاء الضريبي للمساهمين، حيث ينخفض العائد كلما إرتفع معدل الضريبة على دخول المساهمين، فحملة الأسهم الذين تقع دخولهم في شريحة ضريبة عالية من صالحتهم اتباع الشركة السياسية ضريبة تحتجز فيها أرباح على أن تكون لديها فرص استثمارية ملائمة توجه إليها الأرباح المحتجزة وبالتالي تأجيل دفع الضرائب.

1- **تباين رغبات المساهمين⁴:** هناك تباين في رغبات المساهمين فبذية عدد كبير من المساهمين لا يفضلون الحصول على توزيعات الأرباح حيث يرون أن التوزيعات ليس من ورائها ضبط سلوك الإدارة، فالمؤسسات المركزة الملكية واسعة الإنتشار في دول العالم وكبار مساهميها لا يريدون طلب التوزيعات لأن لديهم حساسية التعرض لمخاطر العسر والإفلاس المتأتية من التمويل الخارجي. كبار المساهمين يفضلون فائض القيمة (الزيادة في السعر) لأغراض جبائية (وفورات ضريبية)، وصغار المساهمين لديهم الرغبة في التوزيع أكثر لأن لديهم الرغبة في الإنضباط من الخارج لكن لا تأثير لهم بالنسبة للكبار لأن كبار المساهمين هم المسيطرين على الشركة وهنا تكون الحوكمة داخلية وهم

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 715.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 347.

³ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل، باطن، الإدارة المالية و التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 414.

⁴ Michel Allbourny, la politique de dividende permet-elle de discipliner les dirigeants, Op.

لا يرغبون في التوزيع على عكس صغار المساهمين. توزيعات الأرباح ليست الآلية المعتمدة في العديد من المؤسسات التي تتوافر على فرص النمو لفرض الإنضباط .

6- للإجابة على سؤال ما الذي يكافئ التوزيعات في المؤسسات الصغيرة (غير مدرجة في السوق) تكون كما يلي:¹

تكلفة الأموال الخاصة -

$$\frac{\text{دخل المسير (r)}}{\text{قيمة الشركة (v)}} + \text{دخل النمو السنوي لدخل المسير (g)}$$

$$\frac{\text{دخل المسير (r)}}{\text{قيمة الشركة (v)}} = \text{تكلفة الأموال الخاصة (k)} - \text{معدل النمو (g)}$$

$$\frac{\text{دخل المسير (r)}}{\text{تكلفة الأموال الخاصة (k) - معدل النمو (g)}} = \text{قيمة الشركة (v)}$$

وهذا الدخل هو عوض التوزيعات وتكون حوكمة داخلية.

هناك توافق حافزي أي كلما تزايد (v) سوف يزيد (R) أي أن المسير والمالك يكون لهما نفس المصالح وهذا ترشيد.

المطلب الثاني : مشكلة الوكالة واساليب الرقابة الداخلية:

الفرع الأول : مشكلة الوكالة

أولاً: علاقات الوكالة:

تشأ علاقة الوكالة عندنا يقوم شخص (الأصيل) باستخدام شخص آخر (الوكيل) للقيام بأعمال معينة نيابة عنه، حيث يقوم الأصيل بتفويض عملية إتخاذ القرار إلى الوكيل .

تصبح الإدارة بمثابة وكيل أو أمين عن المالك، ومن المفترض أن تقوم بتحقيق هدفهم الأساسي وهو تعظيم القيمة السوقية للشركة ولكن هذه العلاقة لا تكون بهذا الشكل أحياناً، حيث نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة كل

فريق يرغب في تعظيم مصلحته الذاتية وقد تسعى الإدارة إلى تحقيق مصالحها الخاصة من خلال:²

- الحصول على أكبر حوافز ومكافآت ممكنة.

¹ Charles Henri, Jean yvessautquin, finance appliquée, 4^{ème} édition, viewubert, Paris, 2006, p193.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

- البقاء في الوظيفة الإدارية أكبر فترة ممكنة.

- الدخول في مشاريع تنطوي على مخاطر أقل وتقليل ثروة الملاك.

إلى جانب فصل الملكية عن الإدارة التي قد تعزز من امكانية سعي الإدارة لتحقيق أهدافها الذاتية فضعف ممارسة الملاك الرقابة على الإدارة خاصة في الشركات المساهمة التي فيها أكبر عدد من المساهمين يعز ذلك حيث يصعب مراقبتها، وحينها تترك الإدارة أنها لا تخضع للمساءلة بشكل فعال فلا تعمل لصالح الملاك.

توجد علاقات الوكالة بين:¹

1- المديرين وحملة الأسهم: تظهر مشكلة الوكالة عندما يمتلك المدير أقل من 100 % من الأسهم العادية للشركة، فجميع الإيرادات لا تذهب للمدير، ولذا تركيزه على تعظيم ثروة الملاك قد لا يكون كاملاً، والتعارض بينهما قد يظهر عندما يرغب المدير في شراء الأسهم التي لا يمتلكها حالياً في الشركة بعد ترتيب خط ائتماني مع احد البنوك واستخدام حصيلة الائتمان بغرض شراء السهم، وهنا تتحول ملكية الشركة إلى ملكية خاصة للمدير ويطلق على هذا الأسلوب إسم "LBO" LEVERAGED BYOUT

وعادة يلجأ المديري إلى تخفيض سعر السهم إلى أقصى درجة قبل التقدم بهذا العرض وتقوم الجهات الرقابية بوضع الضوابط لمنع حدوث هذه الأمور.

2- المديرين والمقترضين: يحدث التعارض بينهم عندما يقوم المديرون ممثلين لحملة الأسهم بتقترض مشروعات تتضمن مخاطر أعلى من التي توقعها الدائنون، فالدائنون يقومون باقراض الشركة بأسعار فائدة تتماشى مع المخاطر المرتبطة بديونها، فإذا قام حملة الأسهم من خلال إدارة الشركة بتنفيذ مشروعات تتضمن مخاطر عالية عن تلك المتوقعة، فقيمة الدين تنخفض، وغدا نجحت تلك المشروعات فجميع العوائد تعود إلى حملة الأسهم لأن الدائنين يحصلون على عائد ثابت، وهنا يلجأ الدائنون إلى حماية أنفسهم عن طريق بنود عديدة ينص عليها في عقد القرض، أو يرفضون التعامل مع الشركة أو يرفعون أسعار الفائدة على القروض الممنوحة.

ثانياً: تكاليف الوكالة:²

ينشأ على علاقات الوكالة تكاليف يتحملها الطرفان وهي ثلاث أنواع:

1- النوع الأول يتحمل به الأحمال: الذي يتعين عليه أولاً ان يمنع حوافز جذابة لوكيله مع قيامه في نفس الوقت بمراقبة الوكيل، وتسمى هذه التكلفة بـ "تكلفة الرقابة".

¹ محمد الصالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² المعصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص 37.

2- النوع الثاني يتحمل به الوكيل: الذي يبذل جهده ليؤكد للأصيل انه شخص موثوق به قادر على الوفاء بوعوده، تسمى هذه التكلفة بـ "تكلفة الارتباط".

3- النوع الثالث: وهو محض التباين بين القرارات التي يتخذها الوكيل والتي كان يتعين عليه اتخاذها لتعظيم ثروة الأصيل، تسمى هذه التكلفة بـ "قائض الخسارة".

هذه التكاليف تكون منخفضة عندما تعتمد فيها كل من الطرفين على الآخر.

الفرع الثاني: أساليب جعل الإدارة تعمل لصالح المساهمين (الجزرة):

يختلف العائد المالي لكل من المديرين التنفيذيين والمساهمين، فالمديرين عادة ما يضمنون دخلاً ثابتاً في شكل مرتبات، بينما لا يحصل المساهمون سوى على الفائض المتبقي بعد الوفاء بكافة الالتزامات، وتتطوي محاولة تحقيق التوافق بين هذين النوعين من العائد على صعوبة كبيرة، حيث هناك عدة وسائل يستطيع بها الملاك اقناع أو دفع الإدارة (الوكيل) إلى تحقيق أهدافهم والعمل لصالحهم إلى جانب الرقابة على الأداء، وهي تتمثل في إثابة الملاك للإدارة على الأداء الجيد الذي يتم تقييمه بمعيار تعظيم قيمة الشركة، وبهذا يمكن القضاء على مشكل عدم توافق الحوافز والذي يمكن حله بالأساليب التالية التي لديها سمة الإقناع (الجزرة) وهي الحوافز المالية، أو التعويضات الإدارية، خيارات أسهم، أسهم الأداء، حصص الملكية (حصص مساهمة)، آليات سوق العمل.¹

أولاً: الحوافز المالية أو التعويضات الإدارية: يقول منير هندي في هذا الصدد أنه لا يترتب عليه سواء المطالبة بالمزيد من النقود، بل ويضيف كذلك ان الحوافز النقدية لا تشجع على تحمل المخاطر، في حين أنها تشجع على التفكير في المدى القصير دون المدى الطويل، كلها أمور عادة ما يكون له تأثير عكسي على ثروة الملاك، وإلى ذلك تلك الانتقادات هناك صعوبة لربط الحوافز بمستوى الأداء، وربما يرجع ذلك إلى عدم وجود معايير موضوعية للأداء في كثير من الأحوال، خاصة عندما يتعلق الأمر بمكافآت الإدارة العليا.²

وتشير دراسات أخرى (1980) إلى أنه في ظل وجود سوق عمل المديرين، لا بد أن تسعى المنشآت بجدية إلى ربط نظم الحوافز بالأداء، ففي ظل سوق العمل الذي يتميز بالمنافسة الكاملة، يتوقع أن يترك المديرين الأكفاء مواقعهم للعمل في شركات أخرى إذا ما اتضح لهم أن مستوى أدائهم لا يكافئ بالقدر الملائم، وحتى يكون للحوافز المادية تأثير إيجابي على الأداء ينبغي أن ترتبط بمتغيرات تخضع لسيطرة الإدارة على أن يتم ربط تلك المكافآت الإيجابية في القيمة السوقية للأسهم العادية.

¹ "أوائل" لير، "ممارسات مكافآت الإدارة الرشيدة في الاقتصاديات الانتقالية"، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

1- أهداف هيكل الحوافز: يراعي عند تصميم هيكل الحوافز الأهداف التالية:¹

- جذب أو الحفاظ على الكفاءات الإدارية العالية.

- تحفيز الإدارة ان تتصرف بهدف أساسا إلى تحقيق أهداف المساهمين بتعظيم قيمة أسهم الشركة.

2- أنماط هيكل الحوافز المالية:

- مرتب سنوي محدد يساعد أعضاء مجلس الإدارة على مواجهة أعباء معينة.

- حافز BONUS تدفعه الشركة للإدارة في نهاية العام ترتبط قيمته بقيمة ربحية الشركة في نهاية العام.

- منح أعضاء مجلس الإدارة الذين يتمتعون بسجل طويل وأداء مشرف في خدمة الشركة عقود اختيار شراء أسهم الشركة أو منحهم أسهم محددة ترتبط بقيمتها بأداء الشركة.

ثانيا: خيارات الأسهم:

حيث يتم ربط مستحقات المديرين بمستوى أداء الشركة واستخدمت خيارات الأسهم في تحفيز المديرين على رفع قيمة الأسهم في السوق ويقصد بها إعطاء المديرين الحق في شراء الأسهم بسعر محدد في تاريخ معين في المستقبل وهذا يعني انه في حالة ارتفاع سعر السهم في ذلك التاريخ فإن المدير يستفيد بالفرق بين السعر الذي أشتري به السهم وهو عادة منخفض والسعر الذي يمكن ان يباع به السهم في ذلك التاريخ.²

1- أنواع الخيارات الأسهم: هناك العديد من انواع الخيارات اهمها:³

1-1- خيارات الحوافز بالأسهم (خيارات أسهم مؤهلة): وتعرف أيضا بإسم خيارات التاهيل للأسهم هي عبارة عن منح خيار أسهم بموجب القيم من قانون الضرائب يمكن لهذه الخيارات الممنوحة أن تستوفي وضعها كخيارات حوافز بالأسهم فإن الممنوح له الخيار يجب أن يكون عاملا وأن يكون قد تمت الموافقة على خطة خيار الحوافز بالأسهم من جانب المساهمين وألا تزيد مدة الخيار على 10 سنوات، كما يجب أن يكون سعره مساويا أو أعلى من 100% من القيمة السوقية العادية في تاريخ المنح ولا تخضع هذه المنح للضرائب إلا عند بيع الأسهم.

1-2- خيارات مرتبطة بالصناعة: هي خطط لخيارات يتحرك فيها سعر الممارسة (وهو السعر الذي يمكن عنده ممارسة خيار السهم وهذا السعر قد يكون: أعلى-علاوة- أو أقل-خصم- عن السعر الحالي أو المتوقع) كل فترة على أساس متوسط الأداء في مجموعة صناعية مناظرة، وبموجب هذه الخطط لا يحصل المشاركون على مكافأة إلا عندما يكون أداء سعر السهم أعلى من المتوسط.

¹ داوود عمر، منظمات الأعمال الحوافز والمكافآت، دار الكتاب الحديث، ط1، 2006، القاهرة، ص 135.

² محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 35.

³ عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2005، ص 166.

1-3- الخيارات الفائقة: عبارة عن منح ضخمة جدا من خيارات الأسهم تقدم إلى كبار التنفيذيين في الشركة وعادة ما تكون هذه المنح تعويضات عن المرتبات المنخفضة في شركة لديها فرص للنمو.

1-4- خيارات الأسهم غير المؤهلة: تعرف باسم خيارات الأسهم غير القانونية، وهي عبارة عن خيار يمنح أسهم غير مؤهلة للتمتع بالوضع الضريبي المميز ويمكن أن يحدد سعر الممارسة لأسهم تلك المكافآت بأعلى أو أقل من 100% من القيمة السوقية العادية في تاريخ المنح، ومن الممكن أن تكون الفترة الزمنية لهذه المنح (مكافآت الأسهم) أطول أو أقل من 10 سنوات، وتخضع هذه المنح للضريبة التي يدفعها متلقي المنحة في نفس سنة استلامها، ويسمح للشركة خصم فروق الأسعار التي تتضمنها ممارسة هذا الخيار من المبلغ الخاضع للضريبة، وهو ما يسمح لها بالحصول على خصم ضريبي في وقت استلام متلقي المنحة للدخل الناشئ عنها، وتسمح بعض الشركات بأن يكون سعر الممارسة مساويا للقيمة الاسمية أو أعلى بقيمة ضئيلة في حالات معينة، بينما تسمح شركات أخرى للجنة المرتبات والأجور وفقا لحقها الوحيد في اتخاذ قرارها بشأن سعر الممارسة لهذه الخيارات.

1-5- خيارات الأسعار ذات العلوة: هو خيار شراء يكون فيه سعر الممارسة أعلى من سعر السوق في وقت المنحة.

1-6- الخيارات التعويضية: تعرف باسم خيارات الاحتفاظ بالوضع والملكية المتزايدة للأسهم، وهي نظام الأجور والمرتبات يتم بمقتضاه منح خيار جديد لكل ممارسة لخطة خيار الأسهم من جانب المشارك في الخطة، وهذه الأنواع من المكافآت تؤكد أن الممارسة المبكرة للخيارات لا تؤدي إلى انتهاء إجمالي قيمة الأسهم الممنوحة نظرا لأن ممارسة الخيار يحل محله إحلال آخر، وفي ظل هذا النوع من التعويض فإن المخاطرة من أن لا يحصل المشارك في الخطة على أعلى سعر للأسهم يكون قد تم استبعادها، حيث يتم في كل مرة يمارس فيها الخيار إحلال خيار آخر محل الخيار الذي تمت ممارسته، وبذلك يصبح في إمكان المشارك في الخطة الاستمرار في الحصول على كافة المكاسب المحتملة الكامنة في منح الخيارات الأصلية.

1-7- حقوق لزيادة سعر السهم: تمنح مع خيارات الحوافز بالأسهم وخيارات الأسهم غير المؤهلة وعادة ما تسمح هذه الحقوق لحائزها أن يتسلم الفرق بين سعر الممارسة وسعر السوق لخيار معين بدون الحاجة إلى تحمل مصروفات لممارسة هذا الخيار، يسمح تصميم هذه الحقوق لمتلقي المنحة بأن يحصل على سعر أعلى من العروض ذات السعرين، وفي كثير من الحالات لا تمنح هذه الحقوق إلا للاخارين في الشركة، لأن الداخليين ممنوعين من بيع الأسهم في خلال ستة شهور من تاريخ الشراء¹.

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 38.

ثالثاً: أسهم أداء:

هي أسهم تعطى للمديرين استناداً إلى الأداء كما تقاس بإيراد السهم والعائد على حقوق الملكية وغير ها من المقاييس.¹

1-أنواع أسهم أداء: تم تلخيص هذه الأنواع فيما يلي:

1-1-منح أسهم حوافز على أساس معادلة: هي خطة يتلقى بموجبها الموظف التنفيذي أسهماً صورية لا يتم تداولها في السوق، ويتم تحديد قيمة هذه الأسهم بواسطة معادلة تقوم عادة على أساس متغيرات محاسبية، وهذه الصيغة للمكافأة تشبه إلى حد كبير أسهم الأداء.

1-2-أسهم أداء: هي أسهم يتوافق منحها على تحقيق أهداف أداء محددة، ومن المعتاد أن يختلف عدد الأسهم التي تقدم وفقاً للأداء الذي يتم قياسه في خلال الفترة المحددة، ولا يقدم سوى قليل من الشركات أي إيضاحات عن المعايير المستخدمة لاختيار مقياس الأداء أو المستوى المحدد للنمو أو عائد الأرباح الذي يجب تحقيقه، وعادة ما تتراوح فترات الأداء ما بين 3 إلى 5 سنوات.

1-3-وحدات الأداء²: وهي مكافآت نقدية يتوافق منحها على تحقيق أهداف محددة للأداء، وعادة ما تختلف المبالغ النقدية المدفوعة وفقاً لاختلاف الأداء الذي يجري قياسه أثناء فترة محددة، ولا يقدم سوى قليل من الشركات أية إيضاحات عن المعايير المستخدمة لاختيار مقاييس الأداء أو المستوى المحدد للنمو الذي يجب بلوغه وعادة تتراوح فترة الأداء ما بين 3 إلى 5 سنوات.

1-4-أسهم صورية: يطلق عليها أيضاً أسهم معادلة القيمة وهي مماثلة لأسهم الشركة وكثيراً ما تستخدمها الشركات الخاصة أو الشركات المدرجة في البورصة، ويتم تحديد قيمتها عن طريق معادلة بدلاً من سعر السوق ويتم دفع المبالغ المستحقة عن هذه المكافآت إما نقداً أو في شكل أسهم.

رابعاً: حصص الملكية أو حصص المساهمة:

وتعني إشراك الإدارة كمساهمين في الشركة التي يديرونها، الأمر الذي يزيد من حوافز الإدارة نحو تحقيق أهداف المساهمين بتعظيم قيمة الشركة، ومن بين أنواعها خطط ملكية الموظفين للأسهم وهي عبارة عن برنامج مزايا تقدمه الشركة لموظفيها، وبموجبه تعطي الشركة جزءاً من أسهمها للعاملين فيها وأحد أشكالها عادة المشاركة في الأرباح. وهناك عدد من الأشكال المتنوعة عن الخطط منها، خطة تقديم مكافآت على شكل أسهم أو على شكل أسهم فعالة وخطط توازي ملكية العاملين للأسهم، حيث يقوم العاملون بشراء أسهم

¹السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، 2000، ص 235.

² مهدي، شوقي، بومفس، رواني، مداخلته بعنوان نظام حوكمة الشركات وسيلة لإنشاء القيمة وتحسين نوعية الأداء في المؤسسة الاقتصادية، بلنقى وطني حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية والتميز، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، يومي 26-27/11/2007، ص 76.

توازي الأسهم التي قدمتها الشركة، وتتمتع بقيمة تتمثل في أنها تؤجل الضرائب بالنسبة للعاملين، كما أنها تعتبر وسيلة لخصم الضرائب لأصحاب الأعمال¹.

خامسا: آنية سوق العمل:

يلعب دورا مهما في إقناع الإدارة بالعمل على تحقيق أهداف الملاك، فحتى إذا لم يعبا حملة الأسهم بمراقبة الإدارة، نتيجة للتنوع الجيد لمحفظة الأوراق المالية فإن هناك دافع ذاتي يقود أعضاء الإدارة إلى التقدم بالشركة إلى الأمام، هو خدمة مصالحهم الشخصية، فتوافر المعلومات عن الأداء المميز لأعضاء الإدارة يزيد من المنافسة بين الشركات عن جذبهم للعمل فيها، وهو ما ينعكس إيجابيا على ثرواتهم المستقبلية. وهكذا فالتفاني في خدمة مصالح الملاك مطلوب².

الفرع الثالث: أساليب العصا لفرض الإنضباط على الإدارة:

أولا: مفهوم أساليب العصا والتباين بين المديرين والمساهمين:

حتى إذا ما نجحت نظم الحوافز في التوفيق بين مصالح المديرين والمساهمين فالمشكلة لا تختفي تماما، فالوضع المعتاد هو عدم حصول المساهمين سوى على جزء من ثرواتهم المستثمرة في الشركة. وهم عادة يميلون إلى توزيع استثماراتهم على نطاق واسع، أما المديرين فعادة ما يكون استثمار ثرواتهم بالغ التركيز في الشركة التي يعملون بها، فأهم الأصول التي يمتلكونها هي وظائفهم، وغالبا ما ينطوي خطر فقدان الوظيفة على تهديد بالغ لهم، ونظرا للارتباط القوي بين ثروات المديرين وأداء الشركة فإن خياراتهم عادة ما تختلف عن خيارات المساهمين حتى إذا لم تكن المصالح متباينة. فالمساهمون عادة ما يفضلون الأعمال التي تحقق عائد أعلى أما المديرين فهم يميلون نحو تفضيل الأعمال التي تنطوي على قدر أقل من المخاطر مثل التمويل من خلال الأرباح المحتجزة بدلا من الاقتراض، أو تنوع أنشطة الشركة للحد من احتمالات الإفلاس، ومن ثم يتواجد لدى المساهمين دافع واضح لمتابعة إدارة الشركة.

ولكن عندما يكون عدد المساهمين كبير فإن الدافع لتخصيص جانب كبير من الوقت للمتابعة يقل كثيرا، فأولئك الذين يخصصون وقتهم للمتابعة يتحملون كافة الأعباء والتكلفة، بينما يؤول العائد إلى الجميع وذلك هو المثال التقليدي الذي يطلق عليه ' مشكلة الركوب المجاني'، ففي الإشراف على الإدارة في الشركات التي يمتلكها عدد كبير من المساهمين، يكون لدى كل مساهم الحافز للاعتماد على الركوب المجاني المستند إلى

¹ سندان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجالس الإدارة، مرجع سبق ذكره، ص 166.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

جهود الآخرين، ولكن إذا لم يقم أي منهم بأي دور فلن يركب أحد وتظل الإدارة غير مفيدة بما تمليه مصالح المساهمين¹.

ثانياً: أنواع أساليب إرغام الملاك للإدارة لتعمل لصالحهم:

- 1- التدخل المباشر من المساهمين: تزايد في العقود الأخيرة حجم الشركات، وقد تزامن ذلك مع تزايد أهمية المستثمر المؤسسي على حساب المستثمر الفرد، وأصبحت الكثير من الشركات المالية كالبانوك تمتلك نسبة كبيرة من أسهم الشركات. ونظراً لأهمية هذه الشركات بالنسبة للمركز المالي لشركات المساهمة، فإن إدارة هذه الشركات يمكنها أن تتدخل إذا رأت مبرراً لذلك لممارسة تأثير على عمليات الشركات المساهم فيها، وتدخل في سبيل ذلك في مشاورات مع إدارة الشركة لاتفاق على الكيفية التي يتم بها تسييرها، وبصفة عامة يمكن للمساهمين أفراد أم مؤسسات التدخل المباشر لتقويم أداء الشركة من خلال الجمعية العامة للشركة².
- 2- التهديد بالاستغناء عن خدمات الإدارة (التهديد بالفصل): فيما تندهور القيمة السوقية لأسهم فمعنى ذلك تندهور قيمة ثروة المساهمين، وتبعاً لذلك قد يتفقون فيما بينهم على تجميع عدد كافٍ من الأصوات في الجمعية العمومية للشركة لعزل مجلس الإدارة الحالي، وإحلاله بمجلس جديد، ولاشك أن هذا الأسلوب من شأنه أن يدفع الإدارة على بذل الجهد الكافي لإرضاء حملة الأسهم³.

¹ كولين ماير، ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الإقتصاديات الانتقالية، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² عاصف وليم أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 39.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 21.

خاتمة الفصل الثاني:

من خلال ما تقدم يمكن القول أنه لتعظيم مصالح الملاك يجب على الشركة أن تختار سياسة التوزيع المثلى (تحقيق التوازن بين الأرباح الحالية والمستقبلية) واتباع سياسة توزيع مستقرة؛ لأن استقرار التوزيعات هو مؤشر جيد عن أداء الشركة كما يمكن الاعتماد على الطرق والأساليب التي تستخدم للتعامل مع المشاكل التي تنشأ بين الإدارة وحملة الأسهم (أقلية وأغلبية) ومراقبة أداء المديرين واستبدالهم ومعاقبتهم في حالة عدم أدائهم بشكل جيد، أو تحفيزهم لتحسين أدائهم، وتؤثر حوكمة الشركات على مستوى افصاح الإدارة عن المعلومات لحملة السهم خاصة فيما يتعلق بالمعلومات الخاصة بتوزيع الأرباح فهي مؤشر جيد للحكم على كفاءة الإدارة.

الفصل الثالث:

أثر سياسة

توزيع الأرباح على حوكمة
الشركات في فندق الأوراسي

مقدمة الفصل الثالث:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على حوكمة الشركات في شركة تسير فندق الأوراسي بالجزائر، ذلك أن توزيع الأرباح يعتبر أحد القرارات المالية في الشركة، وعليه سيتم إبراز السياسات المنتهجة من طرف الشركة بشأن توزيع الأرباح أو احتجازها بما يعظم ثروة المساهمين، وتبيين أهم المؤشرات لتحكم أداء الشركة وكفاءة إدارتها، ومنه يمكن طرح التساؤل التالي: هل لسياسة توزيع الأرباح في هذه الشركة دور في ضبط سلوك الإدارة أم لا؟ ولمعالجة هذا التساؤل تم تقسيم الفصل إلى مبحثين:

❖ المبحث الأول: حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي.

❖ المبحث الثاني: تقييم سياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي.

المبحث الأول: حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي.

تلتزم شركة الأوراسي كمثال عن شركات المساهمة المسجلة في بورصة الجزائر بتقديم تقارير مالية التي من المفروض تعكس صحتها المالية وتكون شفافة، وكذلك هي تتميز بتشتت ملكيتها ووجود عدد كبير من المساهمين الذين يطالبون بالأرباح، ولهذا سيتم التعرف على حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح في الشركة.¹

المطلب الأول: حوكمة الشركات:

الفرع الأول: التعريف بالشركة:

بعد تدشينه، فتح فندق الأوراسي الواقع في بونقار فرونس قانون بالجزائر العاصمة أبوابه في 1975/06/02 و هو يمثل جزء من تراث الشركات الوطنية سوناتور والتور والديوان الوطني للمؤتمرات و المحاضرات، في سنة 1983 وفي إطار إعادة الهيكلة، عين فندق الأوراسي كشركة اشتراكية، وفي 12/02/1991 إثر تغيير نظامه الأساسي أصبح شركة اقتصادية عمومية ذات أسهم يبلغ رأسمالها 40 مليون دج، واليوم ارتفع رأس المال هذا.

تعتبر شركة تسيير فندق الأوراسي الجزائر من الشركات الرائدة في القطاع الخدماتي، حيث استطاعت أن تكون من بين الشركات الأولى المدمجة في البورصة، لقد تم تحويل ملكية شركة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدونة، و بموجب ذلك قامت الشركة برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يعادل 1.5 مليار دج.

الفرع الثاني: وظائف الشركة:

يتكون فندق الأوراسي من سبع 7 وظائف: الإدارة العامة، وظيفة الإيواء، وظيفة الإطعام والاستضافة، الوظيفة التجارية، وظيفة الأفراد والموارد، الوظيفة المالية والمحاسبية، وظيفة التجهيز والصيانة، وظيفة التمويل.

الفرع الثالث: دخول الشركة إلى البورصة:

لتنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى نشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأس مال الشركة بنسبة 20% للاكتتاب العام وهو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 250 دينار للسهم حيث تكفلت بهذه المهمة شركة اراشد المالي. ولتوضيح وضعية الشركة التي دخلت إلى بورصة الجزائر بتاريخ 2000/02/14، فمن الأفضل الاستعانة بالبطاقة الفنية الآتية :

¹ www.cosob.org

- اسم الشركة و غرضها الاجتماعي: شركة تسيير فندق الأوراسي.
- رأس المال الاجتماعي: شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي 1.5 مليار دج بعند أسهم 6.000.000.
- طبيعة العمالية: العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20% من رأسمالها أي ما يعادل 1.2 مليون سهم.
- عدد المساهمين الجدد: 10800 مساهم جديد.
- انمساخم الرئيسي: الشركة العمومية القابضة للخدمات بنسبة 80 %.
- العمالية المنجزة : عرض عمومي لبيع 1.2 مليون سهم إسمي بقيمة 250 دج للسهم و بسعر إصدار 400 دج للسهم.
- تاريخ العرض: من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999.
- تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: التأسيس رقم 01/99 في 24/05/1998.
- تاريخ الدخول إلى البورصة: 20/01/2000.
- تاريخ أول تسعيرة في البورصة: 14/02/1999.
- الفرع الرابع: بعض الإفصاحات التي يقدمها فندق الأوراسي:
- الإفصاح حول الارتباطات: فندق الأوراسي لا يمتلك أسهم في شركات أخرى.
- الخلافات والمنازعات: كان هناك خلاف غير قانوني من طرف العمال تم وضع مخصص له.
- الالتزامات: يفصح على الالتزامات اتجاه أهم الموردين التي تمثل مبالغ وصفقات كبرى.
- الديون: يقدم تقرير مفصل للجهات التي تم التعامل معها .
- الإفصاح على عدد الأسهم المتداولة، على عوامل المخاطرة، التنبؤات المستقبلية، سياسة التوزيع، حيث يتم اتخاذ قرار التوزيع استنادا للجمعية العامة للمساهمين.
- الإفصاح في تقرير محافظ الحسابات: يحرر هذا الأخير تقريرين، الأول نصف سنوي يتمثل في شهادة محافظ الحسابات، والثاني سنوي يتمثل في تقريره حول حسابات الشركة وصحتها المالية.
- الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة: يوفر تقرير مجلس الإدارة معلومات موسعة بشهادة من مختصين حول أعضاء مجلس إدارة الفندق، الرتب والمكافآت، والمصاريف التي حصل عليها رئيس وأعضاء مجلس الإدارة، التوزيعات ونسب الاحتياطات...

المطلب الثاني : سياسة توزيع الأرباح في الشركة:

الفرع الأول: كيفية توزيع الأرباح في الشركة:

طبقا للنظام التأسيسي للشركة، توزع الأرباح كالآتي¹:

✓ تخصيص 20% من النتيجة الصافية لاحتياطات قانونية، والذي يصبح غير إجباري عند بلوغ

الاحتياطي 10% من رأس مال الشركة.

✓ نصيب معين للموظفين كعلاوة للتحفيز.

✓ يخصص جزء من الأرباح للاحتياطات الاختيارية أو في نتيجة قيد التخصيص، إن رغب المساهمون بذلك.

✓ أما الباقي فيوزع على المساهمين.

الفرع الثاني:المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها في الشركة:

تتحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركة بعدة عوامل منها ما هو مرتبط بالقيود والتشريعات القانونية والتعاقدية ومنها ما هو مرتبط بالفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة لذلك نجد سياسة توزيعات مستقرة وأخرى غير مستقرة، وقبل الدخول إلى البورصة كانت الشركة توزع الأرباح أكثر من احتجازها لارتفاع النتيجة الصافية، ولكن تراجعت الأرباح الموزعة بعد الدخول إلى البورصة واتبعت الشركة سياسة توزيعات منتظمة وذلك للإستراتيجية الجديدة المعتمدة من طرفها للحفاظ على تسعيرة الأسهم في السوق المالي، وجذب مستثمرين جدد وخاق فضاء تعفيزي للعاملين لزيادة مشاركتهم في تحسين الأداء.

¹ محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسجلة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لفندق

الأوراسي-، مجلة أبحاث 08، الجزائر، 2010. من الموقع: www.cosob.org

المبحث الثاني: تقييم سياسة توزيع الأرباح ودورها في ضبط سلوك الإدارة في الفندق.

لا تكتمل عملية تقييم سياسة توزيع الأرباح في الشركة دون استعراض بعض المؤشرات الدالة على ذلك وهو ما سوف يتم عرضه في كلا المطلبين.

المطلب الأول: قبل الدخول إلى البورصة (1997-1999):

الفرع الأول: مؤشرات عن الشركة قبل الدخول إلى البورصة:

جدول رقم (3-1): أهم المؤشرات المالية لفندق الأوراسي خلال الفترة 97-99.

السنوات	1997	1998	1999
المؤشرات المالية			
رقم الأعمال	688.561.00	892.853.000	763.303.000
نسبة التغير	-	% 29.67	% 14.51-
القيمة المضافة	000.417.497	660.078.000	542.974.000
النتيجة الصافية	174.032.289	198.813.330	249.881.880
الربحية الصافية للسهم	29	33	42
سعر السهم إلى ربحيته	13	8	6

المصدر: محمد زرقون، أثر اكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسجلة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لفندق الأوراسي -، مجلة الباحث 08، الجزائر، 2010. من الموقع: www.cosob.org

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن معدل نمو رقم الأعمال عرف تطورا ملحوظا سنة 1998 مقارنة بسنة 1997 بنسبة 30%، بينما عرف تراجعاً كبيراً سنة 1999 مقارنة بسنة 1998 بنسبة عجز كبيرة تقدر بـ 15%، وهذا يعود إلى انخفاض الخدمات المقدمة نتيجة المنافسة القوية في السوق من قبل الشركات الفندقية الأخرى ذات 5 نجوم، كذلك بالنسبة لمؤشر نمو القيمة المضافة، ومنه إذا اعتمدنا على هذه المؤشرات في

الحكم على مدى تقدم الأداء بالشركة، يمكن القول أن هناك تحسناً في الأداء خلال السنتين 97 و98، مع تسجيل ضعف وتراجع الأداء سنة 99، أما إذا رجعنا إلى الربحية الصافية للسهم هناك تطور إيجابي خلال فترة الدراسة، حيث بلغ ذروته سنة 99 بـ 42 دج، بالرغم من انخفاض رقم الأعمال في هذه السنة.

الفرع الثاني: تطور الأرباح الموزعة في الشركة قبل الدخول إلى البورصة:

جدول رقم (3-2): تطور الأرباح الموزعة لفندق الأوراسي (1997-1999).

البيان	1997	1998	1999
نتيجة السنة	75 580 000.00	217 093 000.00	174 506 000.00
احتياطات قانونية	3 779 000.00	38 819 000.00	9 363 000.00
احتياطات اختيارية	590 000.00	40 000.00	31 000 000.00
أرباح المساهمين	40 000 000.00	100 000 000.00	114 000 000.00
مكافآت أعضاء مجلس الإدارة	194 000.00	273 000.00	142 000.00
علاوات تشجيع العمال	23 934 000.00	38 000 000.00	20 000 000.00
لنتيجة قيد التخصيص	7 083 000.00		-
النصيب الباقي في المؤسسة	11 452 000.00	78 819 000.00	40 363 000.00
النصيب الموزع من النتيجة	64 128 000.00	138 274 000.00	134 134 000.00
تطور النتيجة الصافية	-	115,62 %	-2,99 %
نسبة التوزيع	84,85 %	63,69 %	76,87 %
نسبة التطور	-	-24,93 %	20,69 %

المصدر: محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسجلة في البورصة،

مرجع سبق ذكره.

من خلال الجدول نلاحظ أن الشركة تبقي على جزء ضئيل في شكل احتياطات وتقوم بتوزيع الباقي على المساهمين والعمال والمديرين، حيث يمثل المساهمين النصيب الأكبر بنسبة 85% من مجموع الأرباح الموزعة لسنة 1997، تليها علاوات العمال بينما تمثل مكافآت أعضاء مجلس الإدارة النسبة الضئيلة جدا من التوزيعات. كما من الملاحظ أن الشركة قد عرفت ارتفاعا وتطور ملحوظا في الأرباح الموزعة خلال فترة قبل الدخول إلى البورصة، حيث بلغت نسبة التطور 20.69% سنة 1999، وذلك راجع لارتفاع النتيجة الصافية التي حققتها الشركة من خلال نشاطها سنة 1998 من خلال نسبة تطور قدرها 115.62%.

الفرع الثالث: تحليل المؤشرات الأداء المالي للشركة.

جدول رقم (3-3): مؤشرات الأداء المالي لشركة فندق الأوراسي للفترة (1997-1999):

معدل العائد على حق الملكية (ROE)	4 %	10 %	9 %
معدل العائد على الأصول (ROA)	2 %	5 %	4 %
ربحية السهم	13 دج	36 دج	29 دج
نصيب السهم من التوزيعات	7 دج	17 دج	19 دج

المصدر: محمد زرقون: أثر الإكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسجلة في البورصة، مرجع سبق ذكره.

يتضح من خلال الجدول التفاوت في معدل العائد على حق الملكية (المردودية المالية) بين سنة 1997 التي كانت تقدر بـ 4% والسنتين 1998 و 1999 والذي بلغ على التوالي 10 % و 9%، ويرجع إنخفاضه سنة 1999 إلى إنخفاض النتيجة الصافية المحققة خلال تلك السنة، وعلى العموم تبقى النسبة متوسطة كون قدرة الشركة لتمويل نموها لم تتحسن، كما يوجي بعدم وجود توسع خاص للشركة في الأجل الطويل، ونفس التفسير بالنسبة لمعدل العائد على الأصول (المردودية الإقتصادية)، وهناك أيضا ارتفاع في ربحية السهم خاصة 1998، أما نصيب السهم من التوزيعات فقد عرف ارتفاع مستمر خلال السنوات الثلاثة.

المطلب الثاني: بعد الدخول إلى البورصة (2008-2010).

الفرع الأول: مؤشرات عن الشركة بعد الدخول إلى البورصة.

جدول رقم (3-4): أهم المؤشرات المالية لفندق الأوراسي خلال الفترة 08-10.¹

السنوات المؤشرات	2008	2009	2010
رقم الأعمال	1 958 651 078	1 702 261 042	1 159 110 004
نسبة التغير	-	%-14	% -32
القيمة المضافة	1 523 991 098	1 297 318 954	868 153 163
النتيجة الصافية	749 226 318	829 961 257	112 752 336
الربحية الصافية للسهم	125	138	18,79
سعر السهم الربحية	3,2	2,9	21,29

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على القوائم المالية للشركة من الموقع: www.cosob.com

نلاحظ من خلال الجدول أن معدل نمو رقم الأعمال عرف إنخفاض مستمر خلال السنوات الثلاث بعد الدخول إلى البورصة و يفسر ذلك بانخفاض مستوى تقديم الخدمات، وكذلك الحال بالنسبة لمعدل القيمة المضافة فهو في تراجع عما كانت عليه مقارنة بسنة 2008، ومنه إذا إعتمدنا على هذه المؤشرات في الحكم على مدى تقدم الأداء بالشركة يمكن القول أن هناك تدهور في الأداء خاصة في سنة 2010، ونفس التفسير بالنسبة للربحية الصافية للسهم

ورغم إنخفاض جميع المؤشرات السابقة إلا أن سعر السهم ارتفع بنسبة كبيرة خاصة سنة 2010 وهذا راجع لعدم كفاءة السوق المالية الجزائرية.

¹ www.cosob.org.

الفرع الثاني: تطور و قدرات الشركة على التوزيع.

من خلال سجل التوزيع يمكن قدرة الشركة على التوزيع في الجدول التالي:

جدول رقم(3-5): تطور الأرباح الموزعة لفندق الأوراسي لفترة 08 10.

السنوات المؤشرات	2008	2009	2010
النتيجة الصافية	749226317.97	829961257.28	112752235,58
الاهتلاكات	159012230,80	158338589,23	214101141,38
القدرة على التمويل الذاتي CAF	908 238 549	988 299 846	32 6853 477
توزيعات الأرباح	294 000 000	300 000 000	90 000 000
التمويل الذاتي AF	659 238 549	688 299 846	236 853 477
نسبة التوزيع	10,89 %	11,11%	3 %
نسبة التطور	-	0,22 %	-8,11 %

المصدر: من إعداد الطالبان بناءً على القوائم المالية للشركة من نفس الموقع السابق.

من الجدول نستنتج بأن الشركة تسعى إلى التقليل من نسبة التوزيع مع المحافظة على إدراج سياسة توزيع منتظمة بهدف المحافظة على تسعيرة السهم في السوق، ولقد ارتفع التمويل الذاتي سنة 2009 كثيرا، لكن تراجع سنة 2010، وذلك بسبب توجيهه إلى استثمارات أخرى.

و من هنا يمكن القول أن الشركة تحتجز أكثر مما توزع، و يمكن عرض فيما تخصص إحتجازها في الجدول التالي:

جدول رقم (3-6): أوجه تخصيص الأرباح المحتجزة للشركة.

السنوات المؤشرات	2008	2009	2010
احتياطات قانونية	15000000 000	150000000000	324521141,4
احتياطات اختيارية	423658282,21	425236600,18	324521141,4
احتياطات أخرى	92340000000	131340000000	324521141,4
أرباح المساهمين أو مكافآت مجلس الإدارة	883 859 393,62	941 748 044,02	2 030 458 716
نتيجة قيد التخصيص	-	-	2 332 335,58

المصدر: من إعداد الطالبان بناءً على القوائم المالية للشركة من نفس الموقع السابق.

من الجدول يمكن القول بأن الشركة توجه أرباحها المحتجزة إلى الاحتياطات بنسبة كبيرة بغرض استثمارها، كما تعطى للمساهمين أرباح ومكافآت لمجلس الإدارة لكن هي ضئيلة مقارنة بالاحتياطات، أي أن الملاك يوافقون على الاحتجاز لكن بغرض أنهم سوف يتحصون على عوائد مستقبلية أعلى و ذلك أملاً في أن الشركة سوف تقوم باستثمار أموالهم في مشاريع مربحة.

الفرع الثالث:الحكم على كفاءة الإدارة.

جدول رقم(3-7):مؤشرات للحكم على كفاءة الإدارة.

2010	2009	2008	السنوات البيان
-221 937 324,83	514 718 219,47	703 537 760,83	نتيجة الاستغلال (1)
-	51 020 503,99	190 364 907,55	نتيجة خارج الاستغلال (2)
-5,62%	7,4 %	10,6 %	المردودية الاقتصادية*
2,85%	24,5%	25 %	المردودية المالية**
69 ,32%	62,24%	71,11%	مؤشر التقادم***
3 %	11,11%	10,89 %	عائد التوزيعات الحل سهم
15	50	49	تصويب السهم من التوزيع

المصدر: من إعداد الطابقتين بناء على القوائم المالية للشركة من نفس الموقع السابق.

من الجدول نلاحظ أن الفرق بين النتيجتين (1)-(2) صغير خاصة سنة 2009 و هذا يدل على عدم كفاءة الإدارة لأنها تعتمد كثيرا على النتيجة الاستثنائية، أما المردودية الاقتصادية وهي تعبر عن كفاءة الإدارة نجد أنها في انخفاض مستمر وصلت حتى (-5.62) في 2010 و كذلك الحال للمردودية المالية وهذا ما يبرر عدم كفاءة الإدارة في استخدام الأموال.

أما مؤشر التقادم فهو يمثل نسبة كبيرة جدا وهذا يفسر بأن الشركة بالرغم من عدم توزيعها للأرباح فمن المفروض أنها تقوم باستثمارها غير أنها لم تقم بذلك، أي إنها احتجزت لكن ليس بغرض النمو و التوسع

* المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال/ الأصول الاقتصادية.

** المردودية المالية = الأرباح الصافية / الأموال الخاصة.

*** مؤشر التقادم = الاستثمارات/ الامتلاكات.

الداخلي، وهذا يفسر بأن إحتجازها لم يكن في صالح تعظيم ثروة الملاك والاستثمار لغرض النمو، و يرجع هذا الإنخفاض في النتائج إلى عدم الرقابة من طرف المساهمين وكذلك قلة الحوافز والمكافآت، أي أن سياسة توزيع الأرباح لم تضبط سلوك الإدارة.

الفرع الرابع: أثر التوزيعات على قيمة السهم و كفاءة الإدارة

جدول رقم (3-8): تأثير التوزيعات على قيمة السهم.

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012
متوسط سعر السهم المرجعي	440	450	460	480	493

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على القوائم المالية للسعر السهم في البورصة من نفس الموقع السابق.

بالرغم من قلة التوزيعات المنفوعة إلا أننا نجد بأن قيمة السهم في إرتفاع مستمر و هذا راجع إلى عدم كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، وكذلك لقلة الشركات المدرجة في البورصة، فرغم نتائجها السيئة إلا أن المستثمرين لا تهتمهم النتائج المحققة و إنما يهتمهم سعر السهم في السوق، و هو في ارتفاع، وهذا بسبب أن الأصول الاقتصادية في ارتفاع مستمر بغض النظر عن النتائج المحققة.

خاتمة الفصل الثالث:

بعد دراستنا لأثر سياسة توزيع الأرباح على حوكمة الشركات في شركة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، من خلال دراسة تحليلية مقارنة توصلنا إلى مجموعة من النتائج:

-قبل الدخول إلى البورصة كانت الشركة توزع الأرباح أكثر مما تحتجز و تمنح مكافآت لأعضاء مجلس الإدارة و كذلك علاوات للعمال لتشجيعهم و كانت نتائجها مرضية.

-بينما بعد دخولها إلى البورصة والذي من المفروض أن الإدارة تكون أكثر كفاءة لكن وجدنا من خلال دراستنا لفندق الأوراسي العكس، حيث أصبحت الشركة تحتجز الأرباح أكثر مما توزع، لكنها لم توجه ذلك الاحتجاز للنمو والتوسع وتعظيم ثروة الملاك.

-سياسة التوزيعات لم تضبط سلوك الإدارة، أي أن سياسة توزيع الأرباح لم تكن مثلى.

-بالرغم من عدم كفاءة الإدارة إلا أن سعر السهم ارتفع، وهذا يرجع لعدم وجود رقابة سواء داخلية أو خارجية، وكذلك إلى عدم وجود حوافز تدفع الإدارة للعمل لصالح الملاك.

A decorative frame resembling a scroll, with a vertical strip on the left and a horizontal strip at the top, both featuring rounded ends and a slight shadow effect.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

تناولت هذه الدراسة بيان أثر ودور سياسة توزيع الأرباح في تعزيز حوكمة الشركات وكيفية الاعتماد على سياسة توزيع الأرباح في ترشيد سلوك الإدارة، على أساس أن حوكمة الشركات هي بمثابة تدابير لفرض الانضباط على سلوكيات الإدارة لخدمة أصحاب المصالح، وأن سياسة توزيع الأرباح هي من أهم السياسات المالية في الشركات لارتباطها الوثيق بالمساهمين عن طريق قرار توزيع الأرباح عليهم أم احتجازها من أجل إعادة استثمارها وفرض الرقابة على الإدارة في الحالة الأخيرة، لجعلها تعمل لخدمة الملاك وعدم إسراف أموال الشركة، وذلك من خلال قيام المساهمين بتحفيز الإدارة وربط أدائها بمكافآت تشجعها على العمل للمصالح العام أو اللجوء إلى أساليب جبر (العصا) لفرض الانضباط عليها، حيث تعد سياسة توزيع الأرباح ضرورة حتمية لترشيد سلوك الإدارة.

ولقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج، أهمها:

- تعد درجة تطبيق حوكمة الشركات دليلاً ومؤشراً للمستثمرين للاستثمار في أسهم الشركات التي تملك حوكمة جيدة، وذلك لأهمية الحوكمة على تحسين ربحية الشركات.
- سياسة توزيع الأرباح لا تمثل التزام قانوني على الشركة، وإنما هو خيار لمجلس الإدارة.
- سياسة توزيع الأرباح هي مضمون لاتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في الشركة، ويتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم دور السهم.
- المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على استثمارها بواسطة الشركة يفوق معدل العائد الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه لو أنه حصل على نصيبه من الأرباح واستثمارها بنفسه أي لا يمانع المستثمر من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب.
- التوزيعات هي بمثابة دخل جاري للملاك يتلقوه كمردود ملموس عن استثمارهم في الشركة.
- يرى البعض أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها علاقة بالقيمة السوقية للسهم (ثروة الملاك) من وجهة نظر ميلر ومودجلياني .
- وحسب جوردن ووالتر هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة وذلك من خلال تجنب المستثمر حالة عدم التأكد.
- تعتبر التوزيعات بالنسبة للمستثمر مصدر للمعلومات للحكم عن كفاءة الإدارة، فزيادة الأرباح الموزعة تعطي صورة جيدة عن الشركة لدى المتعاملين، مما يؤدي إلى الإقبال على أسهمها ومنه ارتفاع قيمتها.

- كلما كان هناك تماثل في المعلومات والإفصاح والشفافية بين الإدارة والملاك هذا يحد من تعارض المصالح بينهما، وعمل الإدارة لصالح الملاك.

- هناك عدة أساليب تتبع لجعل الإدارة تعمل لصالح المساهمين عن طريق الرقابة الخارجية المفروضة من طرف السوق والمؤسسات المالية... باعتبارهم أدوات الحوكمة لمعاقبة الوكلاء (إدارة الشركة) من جانب الرؤساء (المساهمين)، أما الرقابة الداخلية فتكون في شكلين، الأول يتمثل في تحفيز المديرين من خلال ربط مستوى أداؤهم بمكافأاتهم وجعلهم من بين الملاك والثاني عن طريق فرض جزاءات عليهم ومعاقبتهم لعدم كفاءتهم والعمل بما يخدم مصالح مختلف الأطراف.

- وكذلك خلصت الدراسة التطبيقية إلى أن شركة فندق الأوراسي تحظى بمستوى حوكمة ضعيف وهذا مؤشر سلبي لعدم كفاءة الإدارة.

الاقتراحات

- الشركة يجب أن يكون لها أداء مالي معقول ومبشر في المستقبل حتى تعكس قيمة للسهم بشكل فعلي مستوى الأداء في الشركة.

- ضرورة التزام الشركة بمعايير قياس حوكمة الشركات (انضباط الإدارة، الإفصاح والشفافية، الاستقلالية، المساواة، العدالة، الوعي الاجتماعي، المسؤولية).

- عند تفضيل الشركة للاحتجاز على التوزيع، يجب استغلال ذلك الاحتجاز في أوجه تعظيم ثروة الشركة وذلك بتوجيهها إلى استثمارات مربحة وتدر عوائد جيدة للشركة والمساهمين وهذا بحكم ثقة المستثمرين في الإدارة .

- على الشركة أن تقوم بزيادة مكافآت لتشجيع الإدارة وعلاوات لتشجيع العمال.

- بما أن الشركة مدرجة في البورصة يجب أن تعمل على أن تكون نتائجها تعكس قيمة أسهمها في السوق.

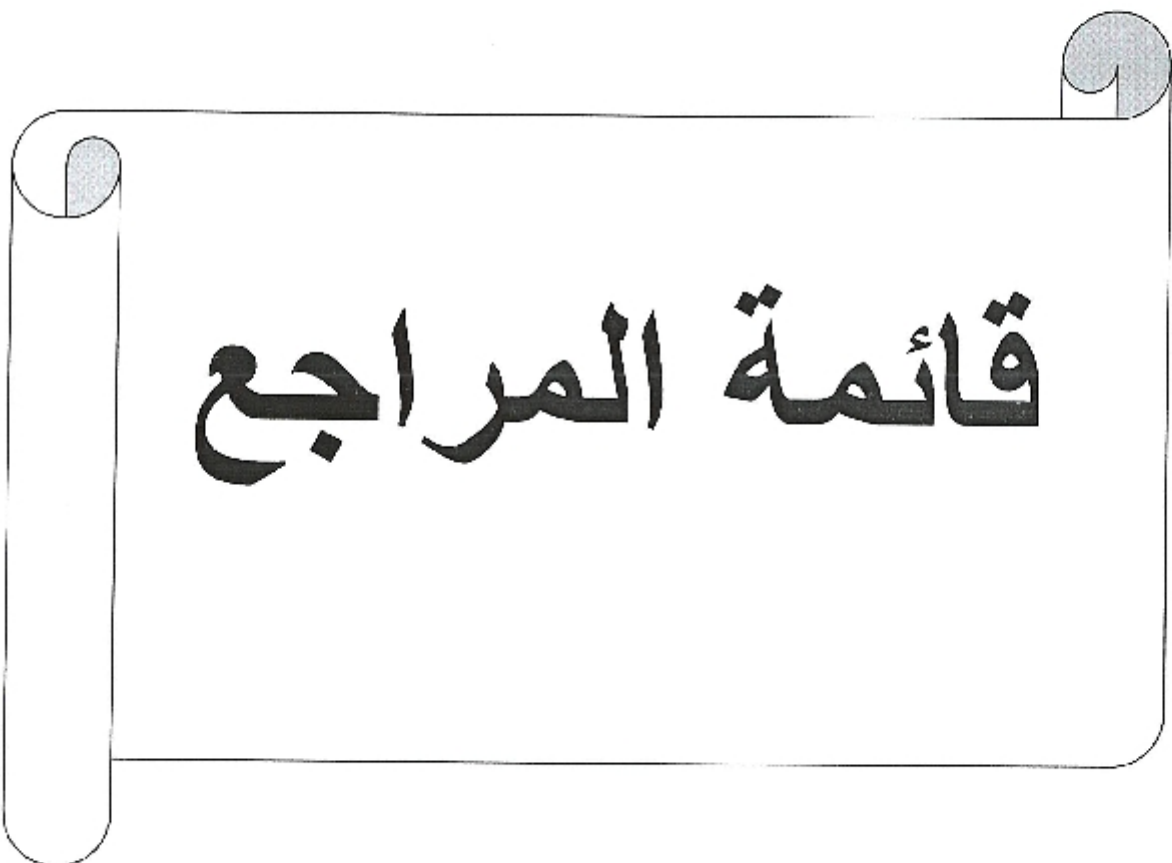
التوصيات

-زيادة وضع القوانين التي تكفل حماية صغار المساهمين، بما لها من أثر إيجابي على الشركة، مثل تخفيض نسبة ملكية المساهمين الذين يحق لهم الدعوة لعقد اجتماع الجمعية العامة للشركة لمناقشة الأمور الهامة.

-ينبغي أن تعمل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية على رفع مستوى ممارسة حوكمة الشركات لتشجيع المستثمرين على الاستثمار في هذه الشركات التي توفر الحماية للمساهمين والشفافية في التقارير المالية، والاستقلالية لمجلس الإدارة.

-إجراء دراسات وأبحاث تشمل جميع الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بكل قطاعاتها لتصبح نتائج هذه الدراسات دليلا للمستثمرين في تقييم ربحية هذه الشركات. وكذلك لتعرف الشركات بمستوى الحوكمة التي تطبقها.

-الدعوة لتدريس موضوع حوكمة الشركات في الدراسات العليا والجامعات الجزائرية نظرا لحدثة هذا الموضوع على الساحتين الأكاديمية والاقتصادية لتأثيره على الشركات بشكل عام.



قائمة المراجع

قائمة المراجع

I - بالعربية:

أ- الكتب:

1. إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية، الدار الجامعية، القاهرة 2010.
2. أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية-مدخل التحول من الفقر إلى الثراء-، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
3. أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
4. أوجين بريجهام، ميشيل إيرهادرت، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، الكتاب الثاني: دار المريخ، السعودية، 2009.
5. ابنك الدولي، إدارة حكم أفضل لأجل التنمية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، دار الساقى للطبعة العربية، بيروت، لبنان، 2004.
6. حاكم محسن الربيعي، حمد عبد الحسيني راضي، حوكمة المصارف وأثرها في الأداء والمخاطر، دار اليازوري، ط1، الأردن، 2011.
7. حمادي عبد العظيم، عولمة الفساد وفساد العولمة-إداري، تجاري، سياسي، دولي-، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، 2008.
8. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق، ط2، الأردن، 2008.
9. داوود معمر، منظمات الأعمال الخواطر والمكافآت، دار الكتاب الحديث، ط1، القاهرة، 2006.
10. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار الوراق، ط2، الأردن، 2008.
11. زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار الصفاء، ط4، الأردن، 1996.
12. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار النريخ للنشر، الرياض، 2000.
13. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.
14. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
15. طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

16. عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
17. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
18. عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2007.
19. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق-، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط2، الأردن، 2008.
20. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009.
21. عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية، منهدان للنشر والتوزيع، السعودية، 1997.
22. عطاء الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة المعرفة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
23. علاء الدين عبد الغني محمود، إدارة المنظمات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
24. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008.
25. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد، ط2، الأردن، 2009.
26. فرد ويستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، دار المريخ، السعودية، 2003.
27. كنجو عبود كنجو، الإدارة المالية، دار المسيرة، ط1، الأردن، 1997.
28. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، ط1، الأردن، 2008.
29. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
30. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
31. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية-التحليل المالي لمشروعات الأعمال- دار الفتح، الإسكندرية، 2008.
32. محمد محي مسعد، عولمة الاقتصاد في ميزان النجاري-الإيجابيات والسلبيات-، الإسكندرية، 2008.
33. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.

34. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.

35. محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري-دراسة مقارنة-، الدار الجامعية، ط2، مصر، 2009.

36. المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.

منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي، ط5، الإسكندرية، 2003.

37. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.

38. نجم عبود نجم، أخلاقيات الإدارة ومسؤولية الأعمال في شركات الأعمال، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2006.

39. نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، دون بلد نشر، 2007.

40. نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.

41. وليام هشار ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، أخلاقيات منظمات الأعمال، دار الفجر، القاهرة، 2005.

ب- الملتقيات العلمية:

42. جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار الأسواق المالية الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سلطة النقد الفلسطينية، أيلول، 2007.

43. رايح عرابية، آيت مختار عمر، دور حوكمة الشركات في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية الناشئة ملتقى دولي حول السوق المالي بين النظرية والتطبيق في إطار تجارب الدول العربية، جامعة باجي مختار، عذابة، 2008.

44. عبد الله خبابة، مداخله بعنوان: الحوكمة آلية فعالة للقضاء على الفساد الاقتصادي، ملتقى وطني حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عذابة، يومي 18-19/11/2009.

45. عبد المجيد عبد الحفيظ سليمان، الإدارة الرشيدة والإصلاح الإداري والمالي، الملتقى العربي الأول لتطوير الجهاز الإداري الحكومي، متطلبات مواجهة المخالفات المالية والإدارية المنعقد، بالإسكندرية، مصر، أغسطس، 2008.

4b. مجموعة من الأساندة والدكانرة، الإدارة المالية العامة، أوراق ندوة وورشة عمل، الأساليب الحديثة

في الإدارة المالية العامة المنعقد في القاهرة في سبتمبر 2006، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أعمال المؤتمرات، مصر، 2007.

47. محمد طارق، حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، بحوث وأوراق عمل المؤتمر، متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أعمال المؤتمرات، مصر، 2007.
48. مهدي شرقي، بوحفص رواني، مداخلته بعنوان نظام حوكمة الشركات وسيلة لإنشاء القيمة وتحسين نجاعة الأداء في المؤسسة الاقتصادية، ملتقى وطني حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية والتميز، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، يومي 26-27/11/2007.

ج-المجلات العلمية:

49. محمد زرقون، أثر الائتلاف العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مجلة الباحث، 08 جامعة ورقلة، الجزائر، 2010.

II- باللغة الأجنبية:

أ- الكتب:

50. Allain Rivert, gestion financière, éditions éllipses, Paris, 2003.
51. Aswath Damodaron, finance d'entreprise, nouveau horizons de book, 2^{ème} édition, Paris, 2007.
52. Charles Henri, Jean-Yves Saulquins, finance appliquée, view ubert, 4^{ème} édition, Paris, 2006.
53. Frédéric Georgel, governance, dunod, 2^{ème} édition, Paris, 2006.
54. Jack Forget, gestion de trésorie, éditions d'organisation, Paris, 2005.
55. Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise ,éditions d'organisation, 2^{ème} édition, Paris, 2003.
56. Marc Hubert Depert, gouvernement d'entreprise, daloz, 7^{ème} édition, Paris, 2009.
57. Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, daloz, 7^{ème} édition, Paris, 2009.

58. Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, daloz, 8^{ème} édition, Paris, 2010.
59. Stephane Griffiths, gestion financière, édition chihab, Alger, 1996.
60. Yves Brissy et autres, governance et communication financière, groupe eyrollexes, Paris, 2008.

ب- المجالات:

61. Jorge farinha, divedend policy, corporate governance and the managerial entrenchment, hypothesis : anempirical analysis, jult, 2003.
62. Michel Alloury, la politique de devidence permet-elle de discipliner les derigeants ? centre d'études et de rechorches appliquées à la gestion, cahier de recherche N°2010-05t2.

III- مواقع الأنترنت:

63. بشرى نجم عبد الله المستهداني، أهمية حوكمة الشركات في مواجهة الشركات في مواجهة الفساد الماليين بغداد، 2009، عن الموقع: <http://www.NEZAHA.org>
64. بهاء الدين سمير علام، أثر الآليات الداخلية للشركات على الأداء المالي للشركات المصرية، دراسة تطبيقية، كلية التجارة، القاهرة، من الموقع: www.eiodqa-eiga.org
65. التحوط وإدارة المخاطر في الصناعة المالية، الحوكمة من الموقع: <http://islamfin.go-firum.net/t=1778-Topic>.
66. حوكمة الشركات من الموقع: <http://ar.wikipedia.org/wiki>
67. شهرزاد زغيب، عماني لمياء، قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين من الموقع: s-zeghib@yahoo.fr
68. القيادة من خلال الحوكمة الرشيدة من الموقع:

[http:// www.cipe-arabia.org/index.php?option.com](http://www.cipe-arabia.org/index.php?option.com).

69. كاترين، كوشتا هلبليج، غرس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية من الموقع: www.hawkama.net

70. كولين ماير، ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الاقتصادية الانتقالية من الموقع: www.hawkama.net

71. لماذا تعد حوكمة الشركات هامة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، من الموقع: www.cipe-Egypt.org.

72. مارك هيسيل، مجالس إدارة الشركات، الرقابة من خلال التمثيل من الموقع: www.hawkama.net

73. محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر، بنك الاستثمار القومي، مصر يونيو، 2007، من الموقع: www.hawkama.net

74. مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة من الموقع: www.cipe-Egypt.org.

75. نجاه جمعان، حوكمة الشركات، متطلباتها ومبادئها ونطاق تطبيقها من الموقع:

<http://www.Manarayamen.com/section-25-178.htm>.

76. نرمين أبو العطاء، حوكمة الشركات، سبيل التقدم، 2009 من الموقع:

www.cipe-arabia.org.

77. <http://www.shbab.com/2minutes.htm>.

78. <http://www.syriatel.sy/investorrelations/portals/o/in-articles/corporate-gouver>.

79. <http://www.manaralyamen.com/section-25-178.htm>.

80. [http://www.cipe-arabia.org/files/pdf/cg 20% tod20% jit.pdf](http://www.cipe-arabia.org/files/pdf/cg%20%20tod20%20jit.pdf).

81. <http://www.iraqiislamic.com/bohoth.htm>.
82. <http://www.cma.jearan.com/archive/2007/19311519.htm>.
83. www.safco.com.sa/safco/ar/investorlation/devident.
84. mbgroup.ibda3.org/t39-topic.
85. www accurab.com/acc/showthread.php.
86. www.cosob.org.

A decorative scroll frame with a light blue background and a thin black border. The frame has rounded corners and a small circular detail at the top right. The word "الملاحق" is written in the center in a bold, black, stylized Arabic font.

الملاحق

Entreprise de gestion hôtelière El Aurassi

Fiche technique	
Raison sociale :	Entreprise de Gestion Hôtelière EL AURASSI
Logo :	
Siège social :	02, Bd FRAZ FANON - LES TAGARNS - GGA
Capital social :	Société par actions au capital social de 1.500.000.000 DA
Nature de l'opération :	Offre Publique de vente à prix fixe de 20% du capital social soit 1.200.000 d'actions
Nature des titres :	Actions nominatives
Nombre d'actionnaires :	10.800 actionnaires nouveaux
Actionnaire majoritaire :	Holding public servies (80%)
Opération réalisées :	Offre Publique de vente de 1.200.000 actions au nominal de 250 DA émises à 400 DA
Période de l'offre :	Du 15 juin au 15 juillet 1999
Visa COSOB :	N°01/89 du 24 mai 1999
Introduction en bourse :	20/01/2000
1ère Cotation :	14 février 2000

Informations Financières			
Exercice :	2010	2009	2008
Chiffre d'affaires :	1.159.110.004 DA	1.702.261.042 DA	1.958.651.078 DA
Valeur ajoutée :	868.153.182 DA	1.297.313.054 DA	1.523.991.098 DA
Cash Flow :	326.853.477 DA	988.298.346 DA	908.238.549 DA
Résultat net de l'exercice :	112.752.333 DA	829.961.257 DA	749.226.318 DA
Dividende par action :	15 DA	60 DA	49 DA ✓
Rendement Dividende / Action(1) :	3,00%	11,11%	10,89%
Bénéfice Net par Action :	18,79 DA	138 DA	125 DA

(1) Par rapport au cours moyen du mois de juin de l'exercice n+1

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	47 634 581,25	14 196 974,45	33 437 606,80	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 190 424 924,52	2 448 847 080,21	1 741 577 844,31	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 340 917,36	255 653,28	
28 - Investissements en cours	1 170 646,67		1 170 646,67	
TOTAL CLASSE 2	4 784 498 723,08	2 464 384 872,02	2 320 113 851,06	2 320 113 851,06
- STOCKS				
30 - Marchandises	8 705 918,12	471 167,49	8 234 750,63	
31 - Matières et fournitures	312 580 067,57	13 285 210,99	299 294 856,58	
37 - Stocks à l'extérieur	2 290 075,42		2 290 075,42	
TOTAL CLASSE 3	323 576 061,11	13 756 378,48	309 819 682,63	309 819 682,63
CREANCES				
40 - Comptes debiteurs du passif	145 800,00		145 800,00	
42 - Créances d'investissements	2 437 200 368,00	171 050 000,00	2 266 150 368,00	
43 - Créances de stocks	2 059 023,50		2 059 023,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	314 268 507,80		314 268 507,80	
45 - Avances pour comptes	14 828 206,22		14 828 206,22	
46 - Avances d'exploitation	170 931 310,91		170 931 310,91	
47 - Créances sur clients	698 379 727,29	86 080 243,32	612 299 483,95	
48 - Disponibilités	629 197 390,49	6 952 423,43	622 244 967,06	
TOTAL CLASSE 4	4 267 010 334,19	264 082 666,75	4 002 927 667,44	4 002 927 667,44
TOTAL	9 375 085 118,38	2 742 223 917,25	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 900 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	423 658 282,21	
13401 - Fonds de renouvellement	923 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
160 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 997 058 282,21	2 997 058 282,21
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	120 563 179,11	
52 - Dettes d'investissements	1 059 309 338,40	
53 - Dettes de stocks	1 620 171,21	
54 - Détenions pour compte	179 753 860,22	
55 - Dettes envers les associés	883 859 393,02	
56 - Dettes d'exploitation	588 618 144,62	
57 - Avances commerciales	52 852 514,37	
TOTAL CLASSE 5	2 886 576 600,95	2 886 576 600,95
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
86 - Résultat Net au 31/12/2008	749 226 317,97	
TOTAL CLASSE 8	749 226 317,97	749 226 317,97
TOTAL GENERAL	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2008

TABLEAU N° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 008	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70 60	Ventes de Marchandises Marchandises consommées	17 281 750,18	924 445 182,35
80	MARGE BRUTE		108 563 412,17
80	Marge brute		108 563 412,17
71	Production vendue denrées		771 135 431,77
74	Prestations fournies		1 063 070 483,69
75	Transfert de charges de production		1 301 731,04
61	Matières et fournitures consommées	326 195 082,37	
62	Services	89 884 670,30	
	Total	418 079 560,67	1 942 071 058,07
81	VALEUR AJOUTÉE		1 523 991 098,00
81	Valeur ajoutée		1 523 991 098,00
76	Revenus financiers		27 500,00
77	Produits divers		66 775 842,83
70	Transfert de charges d'exploitation		7 295 273,63
63	Frais de personnel	589 663 743,42	
64	Impôts et taxes	54 732 682,67	
65	Frais financiers	76 863 132,66	
68	Frais divers	14 279 963,91	
68	Dotations aux amortissements et provisions	159 012 230,00	
	Total	894 551 552,68	1 558 089 744,51
	RESULTAT D'EXPLOITATION		703 537 760,83
79	Produits hors exploitation		554 333 131,08
69	Charges hors exploitation	363 569 223,53	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		190 764 907,55
83	Résultat d'exploitation		703 537 760,83
84	Résultat hors exploitation		190 764 907,55
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		894 302 668,38
	Impôt sur les bénéfices IBS	144 576 353,41	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		749 726 314,97

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2009

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	48 053 796,25	21 557 781,46	26 496 014,79	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 167 228 822,73	2 568 489 398,41	1 598 739 424,32	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 392 935,68	203 634,96	
28 - Investissements en cours	206 187 567,52		206 187 567,52	
TOTAL CLASSE 2	4 966 738 757,14	2 591 440 115,55	2 375 298 641,59	2 375 298 641,59
- STOCKS				
30 - Marchandises	6 950 924,86	453 339,45	6 497 585,41	
31 - Matières et fournitures	313 363 966,87	12 851 110,90	300 532 855,97	
37 - Stocks à l'extérieur				
TOTAL CLASSE 3	320 334 891,73	13 304 450,35	307 030 441,38	307 030 441,38
- CREANCES				
40 - Comptes débiteurs du passif	262 500,00		262 500,00	
42 - Créances d'investissements	1 546 507 966,87	171 037 500,00	1 375 470 466,87	
43 - Créances de stocks	2 061 123,50		2 061 123,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	373 018 870,80		373 018 870,80	
45 - Avances pour comptes	27 885 396,24		27 885 396,24	
46 - Avances d'exploitation	156 140 059,52		156 140 059,52	
47 - Créances sur clients	586 176 545,12	85 264 865,19	500 913 679,93	
48 - Disponibilités	1 843 329 418,23	6 952 423,43	1 836 376 994,80	
TOTAL CLASSE 4	4 535 383 880,28	263 254 788,62	4 272 129 091,66	4 272 129 091,66
TOTAL	9 822 457 629,16	2 867 999 354,52	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2009

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	426 236 600,18	
13401 - Fonds de renouvellement	1 313 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	3 388 636 600,18	3 388 636 600,18
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	45 187 454,29	
52 - Dettes d'investissements	1 206 298 575,22	
53 - Dettes de stocks	1 379 703,27	
54 - Débitations pour compte	122 575 358,03	
55 - Dettes envers les associés	941 748 044,02	
56 - Dettes d'exploitation	372 850 553,77	
57 - Avances commerciales	46 820 628,57	
TOTAL CLASSE 5	2 795 860 317,17	2 795 860 317,17
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2009	829 961 257,28	
TOTAL CLASSE 8	829 961 257,28	829 961 257,28
TOTAL GENERAL	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

BILAN AU 31-12-2009

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2009

TABLEAU n° 2

		2009	
DESIGNATION		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		121 087 628,81
60	Marchandises consommées	17 792 937,90	
80	MARGE BRUTE		103 294 690,71
80	Marge brute		103 294 690,71
71	Production vendue denrées		666 754 127,20
74	Prestations fournies		914 419 285,93
75	Transfert de charges de production		2 240 727,45
61	Matières et fournitures consommées	270 632 298,83	
62	Services	118 757 578,18	
	Total	389 389 877,01	1 032 708 831,29
81	VALEUR AJOUTÉE		1 297 318 954,28
81	Valeur ajoutée		1 297 318 954,28
76	Revenus financiers		87 500,00
77	Produits divers		58 145 937,99
78	Transfert de charges d'exploitation		8 150 826,80
63	Frais de personnel	545 538 260,42	
64	Impôts et taxes	54 841 634,59	
65	Frais financiers	78 707 072,55	
66	Frais divers	11 689 442,81	
68	Dotations aux amortissements et provisions	153 338 589,23	
	Total	849 024 999,60	1 383 743 219,07
82	RESULTAT D'EXPLOITATION		514 718 219,47
79	Produits hors exploitation		825 137 731,38
69	Charges hors exploitation	315 633 227,37	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		510 204 503,99
83	Résultat d'exploitation		514 718 219,47
84	Résultat hors exploitation		510 204 503,99
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 024 922 723,46
	Impôt sur les bénéfices IBS	184 931 456,18	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		829 961 267,28

BILAN ACTIF CUMULE

ARRETE AU 31/12/2010

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
21 Immobilisations incorporelles		50 233 335,40	28 040 276,47	20 393 058,93	26 496 016,79
22 Immobilisations corporelles		5 038 046 960,29	3 004 823 914,26	2 033 217 046,03	2 191 882 399,15
23 Immobilisations en cours		3 443 735 938,34		3 443 735 938,34	1 166 026 104,72
Equipements neufs en stocks		7 766 686,49	3 185 166,03	4 581 520,46	4 591 221,66
Immobilisations financières		343 110 546,34	10 679 300,00	172 295 646,34	171 772 463,03
Autres participations & créances rattachées		22 000 000,00	215 000,00	21 785 000,00	20 962 500,00
Autres titres immobilisés		521 105 551,34	170 000 000,00	161 105 551,34	153 904 998,00
Prêts & autres actifs financiers		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		10 244 821,11		10 244 821,11	8 666 660,27
TOTAL ACTIF NON COURANT		3 543 468 511,97	3 208 820 656,53	3 334 647 855,44	3 669 626 571,29
30 Stocks & encours		310 373 956,44	1 258 802,81	309 115 153,63	3 15 465 791,37
Créances & emplois assimilés		1 020 809 249,63	79 771 481,75	941 038 767,88	1 085 241 952,52
41 Clients		442 564 961,42	79 484 901,75	363 079 059,67	512 036 180,91
Autres débiteurs		421 504 673,81	386 500,00	421 118 173,81	414 956 885,00
Impôts		156 226 322,83		156 226 322,83	158 182 374,95
Autres actifs courants		81 901,00		81 901,00	68 161,86
Disponibilités & assimilées		1 641 550 162,44	6 952 423,43	1 634 598 739,01	2 142 497 630,11
Placements & autres actifs financiers courants		200 000 000,00		200 000 000,00	330 000 000,00
Tresorerie		1 341 590 662,44	6 952 423,43	1 334 638 239,01	1 542 467 590,11
TOTAL ACTIF COURANT		2 575 312 638,41	88 082 511,99	2 487 230 126,42	3 361 110 404,00
TOTAL GENERAL ACTIF		11 918 621 413,38	3 296 813 174,57	8 619 848 335,87	7 1 10 331 995,59

BILAN PASSIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2010

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 978 857,45	1 886 836 600,15
Résultat net de l'exercice 2010		112 752 335,65	793 787 579,14
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		50 035 338,30	54 487 150,19
Autres capitaux propres-Repart à nouveau		73 632 749,57	114 462 411,18
TOTAL 1		3 944 134 781,77	4 124 428 438,82
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt auprès des établissements de crédits		2 583 419 517,41	1 021 031 605,95
Emprunts trésor		38 510 111,00	6 849 600,30
Impôts différés passif		22 223 410,02	21 903 526,55
Provisions p/pensions & obligat similaires		217 801 063,55	120 093 673,88
Dépôts & cautionnements reçus		11 816 015,10	11 816 015,10
Comptes de liaison-Etablissements & sièges/Part		-	-
TOTAL PASSIF NON COURANT II		2 874 260 223,08	1 187 456 421,43
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		226 148 114,40	204 478 975,61
Impôts		145 944 737,70	325 942 568,24
Autres dettes		1 302 960 182,53	1 246 094 756,10
Intérêts courus		24 400 318,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 701 263 330,96	1 800 936 734,48
TOTAL GENERAL PASSIF		8 619 848 336,81	7 110 831 595,69

COMPTE DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2010

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	137 105 601,39	305 210 711,94
Ventes de produits finis	487 953 901,00	612 375 823,08
Autres prestations de services	314 068 501,19	913 990 847,17
Ventes & produits annexes (1)	1 159 110 003,58	1 893 577 334,19
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	1 159 110 003,58	1 893 577 334,19
Achats consommés	239 960 432,55	361 887 100,74
Services extérieurs	26 470 825,32	31 396 236,20
Autres services extérieurs	24 489 581,63	106 841 555,41
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	290 956 840,10	500 124 955,35
III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)	868 153 163,48	1 393 452 438,84
Charges de personnel	437 539 760,29	600 949 705,79
Impôts, taxes & versements assimilés	38 049 759,10	97 372 634,47
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	393 663 643,90	695 130 198,58
Autres produits opérationnels	9 320 451,73	72 324 264,10
Autres charges opérationnelles	44 355 008,38	159 914 685,42
Dot aux amort, Prov & Pertes de valeur	214 101 141,36	482 130 474,44
Reprises sur pertes de valeur & provisions	27 139 343,20	698 444 054,63
V-RESULTAT OPERATIONNEL	-221 937 324,33	128 722 988,87
Produits financiers	50 070 447,56	198 113 052,94
Charges financières	61 664 905,02	33 227 740,93
VI-RESULTAT FINANCIER	-8 594 458,16	164 885 349,01
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (IV+ V+ VI)	163 131 860,91	988 728 536,45
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	50 379 525,33	194 961 466,18
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 248 699 276,17	2 862 458 832,86
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 135 946 940,59	2 068 691 752,59
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	112 752 335,58	793 767 070,28

2000-02-14	23	320	2001-12-01	108
2002-03-13	27	305	2001-10-15	110
2000-03-20	28	290	2001-12-22	111
2000-03-27	29	280	2001-11-05	113
2000-04-02	30	270	2001-11-12	114
2000-04-10	31	260	2001-11-15	115
2000-04-17	32	250	2001-12-03	117
2000-04-24	33	270	2001-12-10	118
2000-05-08	35	260	2001-12-18	119
2000-05-15	36	270	2001-12-24	120
2000-05-22	37	270	2001-12-31	121
2000-07-03	43	260	2003-01-07	122
2000-07-10	44	255	2002-01-14	123
2000-07-17	45	255	2002-01-21	124
2000-07-24	46	265	2002-01-28	125
2000-07-31	47	255	2002-02-04	126
2000-08-07	48	255	2002-02-11	127
2000-08-14	49	250	2002-02-18	128
2000-08-21	50	245	2002-02-25	129
2000-08-28	51	255	2002-03-04	130
2000-09-04	52	260	2002-03-11	131
2000-09-11	53	265	2002-03-18	132
2000-09-18	54	265	2002-03-25	133
2000-09-25	55	275	2002-04-01	134
2000-10-02	56	270	2002-04-08	135
2000-10-09	57	265	2002-04-15	136
2000-10-16	58	265	2002-05-06	143
2000-10-23	59	270	2002-05-08	144
2000-10-30	60	265	2002-05-15	145
2000-11-06	61	270	2002-05-15	146
2000-11-13	62	265	2002-05-20	147
2000-11-20	63	265	2002-05-27	149
2000-11-27	64	270	2002-05-29	150
2000-12-04	65	270	2002-06-03	151
2000-12-11	66	260	2002-07-01	159
2000-12-18	67	250	2002-07-02	160
2000-12-25	68	240	2002-07-08	161
2001-01-08	70	235	2002-07-22	165
2001-01-15	71	240	2002-07-24	166
2001-02-12	75	230	2002-08-07	170
2001-02-19	76	235	2002-08-12	171
2001-02-25	77	225	2002-08-21	174
2001-03-07	78	225	2002-09-04	178
2001-03-19	80	215	2002-09-09	179
2001-03-27	81	215	2003-10-07	187
2001-04-09	83	210	2002-10-16	192
2001-04-16	84	210	2002-11-04	195
2001-05-07	87	215	2002-11-06	196
2001-05-14	88	210	2002-11-11	197
2001-06-05	91	215	2002-11-13	198
2001-06-11	92	210	2002-11-18	199
2001-06-18	93	210	2002-11-25	201
2001-06-25	94	215	2002-12-02	203
2001-07-02	95	220	2002-12-09	205
2001-07-09	96	220	2002-12-16	207
2001-07-16	97	230	2002-12-22	209
2001-08-20	102	240	2002-12-30	211
2001-08-27	103	250	2003-01-05	213
2001-09-10	105	255	2003-01-13	215
2001-09-21	107	255	2003-03-24	233
		260	2003-03-31	237

265	2003-04-26	245	383	2006-1-20	617
265	2003-05-05	247	385	2006-11-27	619
270	2003-05-12	249	385	2006-11-29	620
269	2003-05-19	251	390	2006-12-06	622
260	2003-06-02	255	385	2006-12-13	625
260	2003-06-16	259	385	2007-01-24	636
260	2003-06-23	261	400	2007-01-30	637
250	2003-06-30	263	400	2007-02-01	638
250	2003-09-08	285	400	2007-02-05	639
260	2003-09-15	285	405	2007-02-14	642
260	2003-09-22	287	410	2007-02-21	644
250	2003-10-06	291	415	2007-02-28	646
250	2003-10-13	293	405	2007-03-05	647
250	2003-10-20	295	400	2007-03-07	648
250	2003-10-27	297	400	2007-05-30	672
250	2003-11-10	301	420	2007-06-25	679
250	2003-11-17	303	420	2007-07-25	688
260	2003-12-01	307	400	2007-08-06	691
260	2004-02-09	327	400	2007-08-20	695
270	2004-02-16	329	405	2007-08-22	696
260	2004-03-08	335	400	2007-08-27	697
270	2004-03-15	337	400	2007-11-07	718
270	2004-11-22	409	405	2007-11-21	722
280	2004-11-29	411	405	2007-12-17	729
270	2004-12-06	413	410	2007-12-27	732
270	2004-12-13	415	405	2008-01-03	734
275	2004-12-20	417	405	2008-01-15	736
265	2005-01-31	420	405	2008-01-30	742
270	2005-04-11	449	410	2008-02-04	743
270	2005-04-25	489	405	2008-02-13	746
275	2005-09-05	491	410	2008-02-18	747
275	2005-09-19	495	415	2008-04-07	757
280	2005-09-26	497	415	2008-04-23	761
280	2005-10-10	501	415	2008-05-05	769
290	2005-10-24	503	415	2008-05-07	770
295	2005-10-31	507	420	2008-05-21	774
300	2005-11-07	509	425	2008-05-28	776
305	2006-01-16	529	425	2008-06-11	780
305	2006-02-13	537	430	2008-05-18	782
300	2006-02-27	541	430	2008-07-16	790
310	2006-03-06	543	435	2008-07-21	794
310	2006-03-13	545	430	2008-07-30	823
320	2006-03-20	547	430	2008-11-12	825
325	2006-04-03	551	430	2008-11-19	825
340	2006-04-19	553	430	2008-11-26	825
340	2006-04-17	553	430	2008-11-26	825
355	2006-04-24	557	430	2008-11-26	825
360	2006-05-02	559	430	2008-11-26	825
375	2006-05-08	561	430	2008-11-26	825
390	2006-05-15	563	430	2008-11-26	825
405	2006-05-17	564	430	2008-11-26	825
415	2006-05-22	565	430	2008-11-26	825
410	2006-06-05	569	430	2008-11-26	825
400	2006-06-14	572	430	2008-11-26	825
405	2006-06-21	574	430	2008-11-26	825
405	2006-06-28	576	430	2008-11-26	825
385	2006-07-26	584	430	2008-11-26	825
400	2006-09-11	597	430	2008-11-26	825
430	2006-09-13	598	430	2008-11-26	825
385	2006-11-11	613	430	2008-11-26	825
	2006-11-11	613	430	2008-11-26	825

الملخص:

- كان الهدف من هذه الدراسة التعرف على ماهية حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح، وكذلك تحديد أثر ودور سياسة توزيع الأرباح في ضبط وترشيد سلوك الإدارة، كما قمنا بإسقاط هذه الدراسة على فندق الأوراسي، وهل يمكن الاعتماد على سياسة توزيع الأرباح في ضبط سلوك الإدارة؟ وقد إتبعنا المنهج التحليلي الوصفي في هذه الدراسة ومن جملة النتائج التي توصلت إليها الدراسة:
- حوكمة الشركات هي فن إدارة شبكة من العلاقات بين مختلف الأطراف أصحاب المصالح من خلال إستراتيجيات وأداء الشركة.
 - سياسة التوزيعات هي المفاضلة بين توزيع الأرباح أو إحتجازها لإعادة استثمارها، ومنهم من يرى أن لها أثر على تعظيم القيمة السوقية للشركة، والبعض يرى العكس.
 - توزيعات الأرباح هي مؤشر النجاح للحكم على كفاءة الإدارة خاصة في ظل تماثل المعلومات وقرب المساهمين من الإدارة والحد من مشكلة الوكالة عن طريق مختلف آليات الرقابة المفروضة على الإدارة.
 - وتوصلنا من خلال الدراسة التطبيقية أن فندق الأوراسي يحظى بمستوى حوكمة ضعيف وذلك لضعف سياسة التوزيعات المتبعة، وكذلك عدم وعي المستثمر وعدم كفاءة السوق المالية الجزائرية.

الكلمات المفتاحية:

حوكمة الشركات - سياسة توزيع الأرباح - ضبط سلوك الإدارة - الرقابة الخارجية - الرقابة الداخلية.

Résumé:

Le but de cette étude était d'identifier la nature de la gouvernance d'entreprise et la politique de dividende, ainsi que de déterminer l'impact et le rôle de la politique de dividende de contrôler et de rationaliser le comportement de la direction, comme nous l'avons d'abandonner l'étude sur l'Hôtel Aurassi, et est ce qu'on peut s'appuyer sur la politique de dividende dans le contrôle du comportement de la direction?

Nous avons suivi l'approche descriptive analytique dans cette étude et parmi les résultats de l'étude:

- La gouvernance d'entreprise est l'art de la direction d'un réseau de relations entre les différentes parties prenantes, grâce à des stratégies et la performance de l'entreprise.
- La politique de dividende est un compromis entre la distribution des bénéfices ou de détention pour réinvestissement, et certains d'entre eux ont estimé qu'elle a l'impact de maximiser la valeur de marché de l'entreprise, et certains pensent le contraire.
- Les dividendes sont une indication de succès à en juger l'efficacité de la direction, en particulier à la lumière de la symétrie de l'information et à la proximité des actionnaires de la direction et de réduire le problème d'agence grâce à divers mécanismes de contrôle imposés à l'administration.
- Nous avons atteint grâce à l'étude pratique que l'Hôtel Aurassi a le niveau faible de la gouvernance d'entreprise, à cause de la faiblesse de la politique de dividende suivie, ainsi que le manque de sensibilisation de l'investisseur et l'inefficacité du marché financier algérien.

Mots-clés:

Gouvernance d'entreprise - la politique de dividende contrôler le comportement de la direction - le contrôlé externe - le contrôle interne.