

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتسيير قسم العلوم التجارية

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر

فرع علوم مالية

تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي في المؤسسة
الاقتصادية

- دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2004-2013)-

تحت إشراف الأستاذ:

- بن ناصر أمال

من إعداد الطالبة

- جلايلية هناء

السنة الجامعية: 2014-2015

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتسيير قسم العلوم التجارية

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر

فرع علوم مالية

تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي في المؤسسة
الاقتصادية

- دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2004-2013) -

تحت إشراف الأستاذ:

- بن ناصر أمال

من إعداد الطالبة

- جلايلية هناء

السنة الجامعية: 2014-2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الشكر والتقدير

الشكر لله رب العالمين الذي نور وربي ويسر امري وأعانني للإكمال هذه الرسالة، فالحمد لله حتى يرضى والصلوة والسلام على اشرف المخلوق وخاتم المرسلين سيرنا عليه افضل الصلوات والتسليم، وفي نهاية الطريق لبرء طريق جدير لا يسعني إلا ان أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذتي الفاضلة المشرفة على هذه الرسالة الأستاذة بن ناصر أعمال، التي كانت في جميع الأوقات المصباح المضيء لطريقي للإتمام هذا العمل والتوصل إلى هذه النتائج بارك الله فيك وعليك ولك يا استاوتي واطال الله بعمرك بالصحة والعافية إن شاء الله.

وأتقدم بالشكر كذلك للأستاذة عمقاني برر الزمان لمساعدتي في إعداده البرنامج الإحصائي وأسأل الله عز وجل وولام العافية والصحة له. وأتقدم بالشكر الجزيل للأستاذة الأفاضل لما بذلوه من جهد في قراءة هذا العمل وتقييمه، معترزة بتوجيهاتهم ونصائحهم وآرائهم للإثراء هذا العمل المتواضع بلمساتهم العلمية المنيرة. لكم مني فائق الاحترام والشكر والتقدير.

وأتقدم بالشكر والامتنان أيضا إلى كل من ساعدني في إتمام هذا العمل بشكل مباشر أو غير مباشر من قريب أو من بعيد ولو بالكلمة الطيبة.

إلى أمي

إلى نور الدنيا ومصباح طريقي
إلى من نستسقي الحب من قلبها
إلى من أحضانها بيتي ووساوة رأسي
إلى التي ننام وهي تسهر
إلى نبع الحنان... أمي الغالية
إلى من زرع فينا الأمان
وأضياء طريقنا إلى الأمام
وكان وما الساهر المثابر

أقدم لك هذا الإنجاز خجولة لتفرح عيناك

كما كنت وأئما فرحا لعيوننا... أبي العزيز

إلى من سرت معه أول مرة حاملة حقيبتتي الصغيرة إلى طريق النجاح أخي ورفيق روحي "عمار"
إلى من أرى التفاؤل بأعينهم والسعاوة في ضحكهم إلى الوجوه المفعمة بالبراءة أختاي "هالة"،
"هنر"

إلى الذي يعجز لساني عن شكرهم والثناء عليهم لسانرتي في كل الأوقات خالاتي وأخوالي
وأخص بالذكر خالي "عبد الرحمن" وخالتي "صبرينة" إلى جرتي الغالية التي رافقتني برعواتها
طيلة فترة إنجازي لهذا العمل وأتمنى لها ووالك الصحة والعافية
إلى أختي التي لم تدرها أمي رفيقة وربي "أسماء".

وإلى كل عائلتي وكل من ساعرنى في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد ولو بكلمة طيبة.

هناء

قائمة المحتويات

الإهداء	
الشكر والتقدير	
I	قائمة الجداول
II	قائمة الأشكال
III	قائمة المختصرات
أ-و	المقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع للأرباح

3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
3	المطلب الأول: مفهوم وأهمية توزيع الأرباح
3	أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
3	ثانياً: أهمية سياسة توزيع الأرباح
5	المطلب الثاني: خصائص وأطراف سياسة توزيع الأرباح
5	أولاً: خصائص سياسة توزيع الأرباح
5	ثانياً: أطراف سياسة توزيع الأرباح
6	المطلب الثالث: الحجج المؤيدة لوجود سياسة توزيع الأرباح وقرار ونسب هذه التوزيعات
7	أولاً: الحجج
7	ثانياً: قرار التوزيعات
7	ثالثاً: نسبة الأرباح الموزعة
8	المبحث الثاني: أساسيات توزيع الأرباح
10	المطلب الأول: دوافع ومحددات توزيع الأرباح
10	أولاً: دوافع توزيع الأرباح
10	ثانياً: محددات سياسة توزيع الأرباح
10	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
11	أولاً: ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة
13	ثانياً: الشروط والاعتبارات التعاقدية
14	ثالثاً: القيود القانونية
14	رابعاً: القيود الداخلية
14	خامساً: الاعتبارات السوقية

15	سادسا: توفير السيولة
15	سابعا: الاعتبارات الضريبية
15	ثامنا: تكلفة المعاملات المالية.....
15	تاسعا: التأثير على قيمة السهم واستقرار التداول على أسهم المؤسسة.....
16	عاشرا: الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح.....
16	إحدى عشر: تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة التوزيعات
17	المطلب الثالث: أنواع وأشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح.....
17	أولا: أنواع سياسة توزيع الأرباح
18	ثانيا: أشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح.....
21	المبحث الثالث: الإجراءات والنظريات المفسرة لتوزيع الأرباح.....
21	المطلب الأول: إجراءات توزيع الأرباح.....
21	أولا: إجراءات توزيع الأرباح.....
21	ثانيا: مبلغ التوزيعات.....
21	ثالثا: تواريخ التوزيعات
22	رابعا: تاريخ التسجيل
22	خامسا: تاريخ الدفع
22	سادسا: خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح.....
22	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
23	أولا: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (نظرية MM 1961).....
23	ثانيا: نظرية العصفور في اليد.....
24	ثالثا: نظرية التفضيل الضريبي.....
25	رابعا: نظرية الوكالة.....
26	خامسا: نظرية الإشارة.....
27	سادسا: نظرية تكاليف الصفقات
27	سابعا: التدفقات النقدية المتاحة، دورة حياة المؤسسة والتوزيعات
30	ثامنا: تأثير العميل
31	المطلب الثالث: جوانب أخرى لسياسة توزيع الأرباح.....
31	أولا: قرارات توزيعات الأسهم وتجزئتها.....
32	ثانيا: قرارات إعادة شراء الأسهم
33	الخلاصة

الفصل الثاني: الأسس النظرية للسلوك التمويلي

36	المبحث الأول: مفاهيم أساسية للسلوك التمويلي
36	المطلب الأول: عموميات حول السلوك التمويلي
36	أولا: تعريف التمويل وأهميته
37	ثانيا: مفهوم السلوك التمويلي
38	المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسة
38	أولا: التمويل الذاتي
42	ثانيا: الزيادة في رأس المال
44	ثالثا: اللجوء إلى الاقتراض
49	المطلب الثالث: العوامل المحددة لمصادر التمويل
49	أولا: السيطرة
49	ثانيا: المرونة
50	ثالثا: الملائمة
50	رابعا: الميزة الضريبية
50	خامسا: التوقيت
50	سادسا: الظروف الاقتصادية العامة
50	سابعا: التصنيف الائتماني
50	ثامنا: طاقة الاقتراض
51	تاسعا: حجم المؤسسة
52	المبحث الثاني: تكلفة التمويل
52	المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل والعوامل المؤثرة فيها
53	أولا: مفاهيم مختلفة حول تكلفة التمويل
54	ثانيا: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل
55	المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل
55	أولا: تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض
56	ثانيا: تكلفة التمويل عن طريق الأسهم
58	ثالثا: تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة
59	المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
60	أولا: مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها
60	ثانيا: مداخل حساب التكلفة المتوسطة المرجحة

65	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للسلوك التمويلي
65	المطلب الأول: نظرية العلاقة التوازنية (تكلفة الإفلاس، الوكالة)
65	أولاً: تكلفة الإفلاس
66	ثانياً: تكلفة الوكالة
66	المطلب الثاني: النظرية الحديثة للمشروع
66	أولاً: نظرية الإشارة
68	المطلب الثالث: نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل
69	أولاً: نموذج Majluf
69	ثانياً: نموذج Williamson
70	ثالثاً: نموذج Mayer (1990)
71	المطلب الرابع: نظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة لكل من (MM)
71	أولاً: الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة في غياب الضرائب (1958)
72	ثانياً: الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود الضرائب (1963)
74	الخلاصة

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي

77	المبحث الأول: تقديم عام لمجمع صيدال
77	المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال وأهدافه
77	أولاً: النشأة والتطور
79	ثانياً: أهدافه
79	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال ومكوناته
79	أولاً: الهيكل التنظيمي للمجمع
80	ثانياً: مكونات الهيكل التنظيمي للمجمع
83	المطلب الثالث: أفاق مجمع صيدال
83	أولاً: مخطط تنموي طموح
84	ثانياً: تحسين تغطية السوق الوطنية
85	المبحث الثاني: مؤشرات مجمع صيدال خلال سنوات الدراسة
85	المطلب الأول: أداء مجمع صيدال خلال سنوات الدراسة (2004-2013)
85	أولاً: ملخص إجمالي إيرادات المجمع خلال فترة (2004-2013)
86	ثانياً: ملخص لصافي الأرباح للمجمع خلال الفترة (2004-2013)
87	ثالثاً: ملخص توزيع الأرباح للفترة (2004-2013)

87	المطلب الثاني: مؤشرات سياسة توزيع الأرباح لعينة الدراسة
88	أولاً: ربحية معدل العائد على السهم BPA
88	ثانياً: توزيعات السهم DPA
88	ثالثاً: مضاعف ربحية السهم PER
92	المطلب الثالث: مصادر تمويل المجمع خلال فترة الدراسة
92	أولاً: نسبة التمويل الممتلك
92	ثانياً: نسبة التمويل المقترض
96	المبحث الثالث: نماذج الدراسة ومعالها المقدرة
96	المطلب الأول: تصميم الدراسة
96	أولاً: متغيرات الدراسة
96	ثانياً: الأسلوب الإحصائي المعتمد
97	ثالثاً: فرضيات الدراسة
98	المطلب الثاني: بناء نموذج الدراسة
98	أولاً: اختبار صلاحية نموذج الدراسة
100	المطلب الثالث: اختبار الفرضيات
105	خلاصة
107	خاتمة
111	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

الصفحة	الجدول	الرقم
44	مقارنة بين مصادر التمويل عن طريق الزيادة في رأس المال	(1-2)
70	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة	(2-2)
85	إيرادات المجمع للفترة (2004-2013)	(1-3)
86	صافي أرباح المجمع للفترة (2004-2013)	(2-3)
87	ملخص توزيع الأرباح لفترة الدراسة	(3-3)
89	قيمة المجمع خلال الفترة (2004-2013)	(4-3)
89	مؤشر DPA للفترة (2004-2013)	(5-3)
91	مؤشر BPA للمجمع خلال الفترة (2004-2013)	(6-3)
91	مؤشر PER للمجمع خلال الفترة (2004-2013)	(7-3)
93	مصادر تمويل المجمع للفترة (2004-2013)	(8-3)
98	نتائج اختبار Z de Kolmogorov-Smirnov للتوزيع الطبيعي	(9-3)
99	نتيجة حساب معاملي "Tolérance" و"VIF" لاختبار للازدواج الخطي	(10-3)
99	نتيجة حساب إحصائية (D-W) لاختبار الارتباط الذاتي	(11-3)
100	اختبار حسن المطابقة	(12-3)
101	دور ربحية السهم في التأثير على التوزيع النقدي للأرباح	(13-3)
101	دور توزيعات السهم في التأثير على التوزيع النقدي للأرباح	(14-3)
102	دور مضاعف ربحية العائد على السهم في التأثير على التوزيع النقدي للأرباح	(15-3)

قائمة الأشكال:

الصفحة	الشكل	الرقم
22	السلم الزمني لدفع التوزيعات	(1-1)
25	معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية	(2-1)
29	تحليل دورة حياة المؤسسة وسياسة التوزيعات	(3-1)
29	تحليل سياسة التوزيع	(4-1)
41	مكونات الفائض المحتجز بغرض إعادة الاستثمار	(1-2)
63	التكلفة الحدية مختلف مستويات رأس المال	(2-2)
63	مستويات الاستثمار والتكلفة الحدية	(3-2)
80	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	(1-3)
90	توزيعات الأرباح للفترة (2004-2013)	(2-3)
94	متوسط مصادر تمويل المجمع للفترة (2004-2013)	(3-3)
95	مقارنة بين مصادر التمويل المتملم والمقترض	(4-3)

قائمة المختصرات

(MM)	Modigliani and Miller
(FHC)	Future and Historical Cost
(SCC)	Specific and Combined Cost
(AMC)	Average and Mariginal Cost
(EI)	Explicit and Implicit
(MEDAF)	Modèle D'équilibre Des Actifs Financiers
(WACC)	Weighted Average Cost of Capital
(HW)	Historical Weight
(BV)	Book Value
(MV)	Market Value
(TW)	Target Weights
(MCC)	Marginal Cost of Capital
(DPA)	Dividende Par Action
(BPA)	Le Bénéfice Par Action
(PER)	Price To Earning Ration
(D-W)	Durbin Watson
(VIF)	Variance Inflation Factor

المقدمة

عرفت الإدارة المالية تطوراً بالغ الأهمية في العقود الأخيرة من القرن السابق، هذا ما أدى إلى زيادة قدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو مرتفعة، فبعد أن كان دور الإدارة المالية منصب على حدوده الضيقة المرتبطة بالاندماج والاتحاد ما بين المؤسسات، و أصبح الهدف الحديث للإدارة المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة، بعد ما كان الهدف هو تحقيق الأرباح فقط، ومن أجل ذلك تغير هدف المسير المالي والمساهم من خلال تعظيم قيمة السهم السوقية، إلا أن هذا لا يتحقق إلا بوجود أسواق ذات كفاءة عالية.

ولأن إصدار الأسهم من قبل المؤسسة في السوق المالي هو أحد أهم مصادر التمويل المتاحة لديها، كان لزاماً عليها أن تأخذ في الحسبان بعض المتغيرات المؤثرة على هذا القرار، لعل أبرزها سياسة توزيع الأرباح التي تعد من أهم القرارات التي تؤخذ على مستوى الإدارة المالية لما لها من تأثيرات على سلوك التمويل المتبع من قبل المؤسسة.

ان سياسة توزيعات الأرباح تعد حجر الزاوية بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية لاسيما المدرجة في البورصة، غير أن هذه التوزيعات يجب ان تتلاءم مع وضعية المؤسسة و تتماشى مع احتياجاتها التمويلية وهذا لكونها تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون الحاجة للجوء إلى أطراف خارجية، فبذلك تحقق المؤسسة استقلالية من القيود التي تفرضها الأطراف المانحة للتمويل، كما تحقق نمو في قيمتها عن طريق استعمال هذا المصدر التمويلي الذاتي، وتعتبر كذلك سياسة توزيعات الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، فبالاعتماد عليها يكون العمل منصبا على إبراز المؤسسة في أحسن حالاتها والذي تعكسه قيمة أسهمها، لذا فالمؤسسة تسعى جاهدة للاستفادة قدر المستطاع من المزايا الناتجة عن سياسة التوزيعات وهذا بإرضاء مالكيها وتحقيق التمويل الكافي لاستثماراتها.

ان سعي المؤسسة الدؤوب لتحديد معالم سياسة التوزيعات المثلى لها، يفرض عليها العمل على إيجاد وانتهاج سياسة توزيعات تحقق عوائد مستقرة للمستثمرين إضافة إلى تمويل احتياجاتها عن طريق الأرباح المحتجزة لاستثماراتها، ما يدفعها إلى تحقيق استقرار نسبي في أسعار أسهمها، الأمر الذي سينعكس بطريقة إيجابية على قيمة هذه الأسهم في الأجل الطويل.

ويجب التنويه هنا إلى أن البورصة تلعب الدور البالغ الأهمية في تمكين المؤسسة من تحقيق التوازن بين رغبات مستثمريها واحتياجاتها التمويلية، وهذا من خلال خلق السهولة في تحويل ملكية الأسهم وتحقيق السيولة اللازمة لمحتاجيها، كما تعد الأساس في إتمام المؤسسة لعملية إعادة شراء أسهمها باعتبارها شكلاً مهماً في سياسة توزيعات الأرباح.

تنبع أهمية الموضوع من أهمية عملية توزيع الأرباح في حد ذاتها إذ تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية والتي أصبحت حالياً تلقى اهتماماً كبيراً بسبب ما خلقتته من جدل بين الاقتصاديين حول السياسة المثلى لتوزيع الأرباح التي تحقق أهداف الإدارة و المساهمين في ان معا هذا من جهة،

ومن جهة أخرى السعي للاستفادة من الرفع المالي دون ادخال المؤسسة في دوامة الاقتراض، مما يجعلها تسعى للتوفيق من جانب اخر بين تمويل استثماراتها من خلال الاحتياطات أو الاقتراض.

وعلى غرار المؤسسات الاقتصادية تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في المؤسسات الجزائرية لأهميتها وعلاقتها المباشرة بالمساهمين والمستثمرين وانعكاساتها وتأثيراتها على أسعار الأسهم وتحركاته وسيولته في السوق المالي بالنسبة لكل شركة ، لاسيما في ظل سوق مالي يتسم بجدائة نشأته.

1- إشكالية الدراسة:

إذا كان هدف تعظيم قيمة المؤسسة من الأهداف الحديثة للإدارة المالية، لا سيما في ظل ما تعانيه هذه الاخيرة من صعوبة في التوفيق بين سياسة توزيع الارباح وحجم احتياطاتها الموجهة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية فإلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح في السلوك التمويلي لمؤسسة صيدال؟ ويندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

1. على ماذا تعتمد سياسة توزيع الأرباح؟ وما هي معايير تحديد النسبة الموزعة؟
2. فيما يتمثل السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؟
3. كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي لمؤسسة صيدال؟

2- فرضيات الدراسة:

و للإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية:

1. تعتمد سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة الاقتصادية على القيمة السوقية للاسهم المدرجة في البورصة.
2. يركز السلوك التمويلي الامثل على الاحتياطات.
3. توجد علاقة قوية موجبة بين سياسة توزيع الأرباح والسلوك التمويلي لمؤسسة صيدال.

ويندرج تحت هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الأولى: توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم خلال الفترة الممتدة من (2004-2013).

الفرضية الثانية: توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وربحية معدل العائد على السهم خلال الفترة الممتدة من (2004-2013).

الفرضية الثالثة: توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح ومضاعف ربحية السهم خلال الفترة الممتدة من (2004-2013).

3- أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة فيما يلي:

1. التعرف على المتغيرات التي تشكل سياسة توزيع الأرباح؛
2. التعرف على العلاقة التي تحكم متغيرات سياسة توزيع الأرباح؛
3. دراسة إمكانية تأثير القرارات المالية بالأخص سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة؛
4. محاولة تطبيق النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح والسلوك التمويلي على أرض الواقع.

4- منهج الدراسة:

حتى نتمكن من الإجابة على هذا الموضوع و الإلمام بمختلف جوانبه واختبار الفرضيات المعتمدة، ستعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى مفاهيم لقيمة المؤسسات وكذلك لسياسة توزيع الأرباح و النظريات المفسرة لها، كذلك في الفصل الثاني للتعرف على مصادر تمويل المؤسسة. وفي الجانب التطبيقي سيتم إتباع منهج تجريبي لاختبار العلاقات و تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية و هذا اعتماداً على احد الأساليب الإحصائية و الذي سيساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا و هو الانحدار الخطي المتعدد و البسيط وفقاً لطريقة المربعات الصغرى، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي spss.

5- الدراسات السابقة:

- دراسة بسام محمد الآغا (2005): مذكرة ماجستير بعنوان " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين":

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، وتوصل الباحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل، وكذا علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل وتكلفة هذه المصادر.

- دراسة صباح أسامة علي شراب (2009) مذكرة ماجستير بعنوان " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين الإعلان عن توزيعات الأرباح وأسعار أسهم الشركات، حيث توصل الباحث إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية، ربحية السهم الواحد، ربحية السهم المحتجز

من جهة، وسعر السهم من جهة أخرى، وأن ربحية السهم الواحد تؤثر على سعر السهم وحجم التداول، لكن الموزعة في شكل نقدي أكبر تأثيراً، وربحية السهم تفوق الأرباح الغير عادية للسهم الواحد.

- دراسة أمجد إبراهيم البراجنة(2009) مذكرة ماجستير بعنوان: "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية":

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة التوزيع والقيمة السوقية وكذا الدفترية للأسهم المتداولة.

- دراسة علي بن الضب (2009):مذكرة ماجستير بعنوان: "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالبورصة":

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ماعدا القطاع المالي، حيث توصل الباحث إلى أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.خلص الباحث في هذه الدراسة إلى أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكثر من تأثير الهيكل المالي.

- دراسة مفيدة يحيوي(2012): مجلة العلوم الإنسانية العدد الثالث تحت عنوان "تحديد الهيكل الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية":

تم تسليط الضوء على مسار عملية التمويل انعكاساتها والإختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، و من أهم النتائج المتحصل عليها، هي أن تحديد الهيكل المالي لوحده غير كاف بل يجب أن يكون متبوع باستخدام أمثل لأموال المتحصل عليها، الهيكل المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية يمكن أن تعتمد في البداية على التمويل الذاتي ويحاول تحقيق مستوى مقبول من المر دودية الاقتصادية التي ستسمح لها بالتوجه إلى الديون، ولكن بطريقة حذرة جدا، نظرا لوجود عنصر المخاطرة.

- عبد القادر بوعزة (2004): مذكرة ماجستير بعنوان: "التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة مع دراسة حالة مجمع صيدال":

حيث تدور إشكالية هذا البحث حول الكيفية التي تتمكن من خلالها المؤسسة من تحقيق مصفوفة تمويلية مثلى مع تحمل اقل تكلفة ضريبية، أي تحقيق هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية من وجهة نظر ضريبية ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، هي أن السعي وراء التحكم في التكلفة الضريبية

وتدنتتها يؤدي إلى ترشيد الاختيارات التمويلية من اجل بناء هيكل تمويلي امثل للمؤسسة .وعليه، تعتبر الضريبة متغيرا استراتيجيا في تحديد القرارات المتعلقة بتمويل المؤسسة.

6- التوثيق العلمي:

من أجل إنجاز هذه الدراسة تم الاعتماد على العديد من مصادر المعلومات، والتي تتمثل أساسا في الكتب باللغتين العربية والأجنبية، بالإضافة إلى رسائل الدكتوراه والمجستير، المجالات ، والمواقع الإلكترونية، أما في ما يخص الفصل التطبيقي فتم الحصول على المعلومات المالية عن المؤسسة محل الدراسة من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر عن طريق التقارير المالية السنوية المنشورة.

7- تقسيمات الدراسة:

لإنجاز هذه الدراسة والإمام بجميع جوانبها وفقا لمنهجية علمية أصيلة قسمت إلى ثلاثة فصول، فصلين للجانب النظري، فصل للجانب التطبيقي، تسبقها مقدمة عامة تتضمن مختلف الأبعاد الأساسية لموضوع الدراسة وإشكالياتها، وتنتهي بخاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للدراسة، إضافة إلى جملة من التوصيات المستمدة من النتائج المتوصل إليها ويمكن استعراض هيكل هذه الدراسة كما يلي:

الفصل الأول: تحت عنوان سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها، تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تم تخصيصه للإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، من حيث المفهوم والأهمية، الخصائص والأطراف، والحجج المؤيدة لوجود سياسة التوزيعات، وقرار التوزيعات.

أما المبحث الثاني والمعنون بأساسيات توزيع الأرباح، فقد خصص للعوامل المؤثرة على توزيع الأرباح، ومحدداتها، بالإضافة إلى أنواعها وأشكالها المختلفة.

وفيما يخص المبحث الثالث: فكان بعنوان إجراءات سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها ، وتناولت فيه الدراسة إجراءات التوزيعات ومختلف النظريات القديمة والحديثة : نظرية التفضيل الضريبي؛ نظرية العصفور في اليد؛ نظرية التفضيل الضريبي؛ نظرية الوكالة، نظرية الإشارة؛ نظرية تكاليف الصفقات؛ نظرية العميل.

أما الفصل الثاني: تحت عنوان الأسس النظرية للسلوك التمويلي تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى مفاهيم أساسية حول السلوك التمويلي من خلال المفهوم، مصادر تمويل المؤسسة، العوامل المحددة لمصادر التمويل وكذا إيجابيات وسلبيات التمويل الذاتي، أما المبحث الثاني فتم فيه عرض تكلفة التمويل لمختلف مصادر التمويل.

وفي المبحث الثالث تم التطرق إلى النظريات الحديثة المفسرة للسلوك التمويلي.

أما بخصوص الفصل الثالث فتناولت فيه الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي حيث يحتوي المبحث الأول على تقديم لمجمع صيدال ومختلف هياكله، اما المبحث الثاني تناول أداء المجمع خلال فترة الدراسة، والمبحث الثالث تضمن العلاقة باستخدام الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، اعتمادا على برنامج spss.

8- صعوبات الدراسة:

- أي عمل لا يخلو من صعوبات التي تواجه الطالب أثناء إعداد المذكرة ومن بين هذه الصعوبات ما يلي:
- عدم تجاوب المؤسسات بإعطائي مختلف التقارير المالية التي تساعدني في دراستي حيث، توجهت لعدة مؤسسات من بينها(مركب عمر بن عمر، مركب الصافية بالفجوج، المؤسسة الوطنية للرخام،الخ.)
 - عدم توفر التقارير المالية الخاصة بمجمع صيدال على مستوى الموقع الرسمي لبورصة الجزائر لسنة 2014، حيث توقفت الدراسة في سنة 2013.

الفصل الأول

تمهيد

تعد سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية بالغة وقرار من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، وهذا لأن كل من المستثمرين والشركة تعنى بها، فالمؤسسة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى، إذ يتوقع المستثمر عائدا مغريا جراء استثمار أمواله في المؤسسة، والتي يتم إدارتها من قبل مسيرين على مستوى من الكفاءة وعلى دراية أفضل بحالة المؤسسة ومتطلباتها، وهذا من أجل تحقيق مبتغى المستثمرين في ظل تضارب مختلف المصالح للفاعلين فيها. أما المؤسسة فتعمل على الاستفادة من الأرباح المحققة واستغلالها في تمويل مشاريعها والعمل على النمو ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية.

وأساس هذه السياسة يرجع إلى الاختلاف بين رغبات المستثمرين والإدارة، فالمستثمر بطبيعته يسعى إلى تحقيق الأرباح والتي قد تكون من خلال التوزيعات التي تجريها المؤسسة بشكل دوري، والتي تعكس بالنسبة له الأرباح الجارية المحققة من قبل المؤسسة، في حين هناك من يفضل الأرباح الرأسمالية والتي تكون نتيجة احتجاز الأرباح وتأجيل هذه التوزيعات التي يتم إعادة استثمارها من قبل المؤسسة والتي تحمل درجة خطورة أقل من غيرها من مصادر التمويل.

وجدير بالذكر أن المؤسسات تسعى لاختيار سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو والأرباح.

وسيتم التعرض في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كل مبحث يتضمن ثلاثة مطالب:

المبحث الأول بعنوان: مفاهيم أساسية لسياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني بعنوان: أساسيات توزيع الأرباح

المبحث الثالث تحت عنوان: الإجراءات والنظريات المفسرة لتوزيع الأرباح.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

يعد قرار توزيع الأرباح، من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي ويعطيه أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين، وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية، ولهذا قسمنا هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، الأول تناولنا فيه الماهية، والثاني خصائص وأطراف سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح

تسعى المؤسسة من خلال العمليات المحققة أثناء الدورة السنوية إلى تحقيق أهدافها، إذ يكون تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها ومؤشر من مؤشرات نجاحها، وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها خلال دوراتها المتعاقبة، وهذا يرجع أساسا إلى اختلاف سياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبلها.

هناك عدة مفاهيم أساسية لسياسة توزيع الأرباح لذلك سنتناول في هذا المطلب المفهوم بالإضافة إلى الأهمية.

أولا: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح لابد من التطرق إلى المفهومين الأساسيين لهذه السياسة وهما: الربح والتوزيعات.

حسب "حبيب مطانيوس": الربح يطلق عليه دخل المؤسسة، وهو الفرق بين مجمل إيرادات المؤسسة وبين إجمالي تكاليف الإنتاج ونفقات التوزيع التي تتكبدها المؤسسة في إنتاج منتجاتها من السلع والخدمات وإيصالها إلى العملاء.¹

وعرفه "كمال الدين الدهراوي" على أنه القيمة القصوى التي يمكن استهلاكها خلال الفترة مع عدم تغير الثروة آخر المدة، أي الحفاظ عليها في أول المدة.²

التوزيعات كما عرفها "علي بن الضب" هي:

¹: حبيب مطانيوس، "الربح"، الموسوعة العربية، المجلد التاسع، نقلا عن موقع: www.arab-ency.com

²: كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، الاسكندرية، 2006، ص 59.

- تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها.¹

- أو مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم في المؤسسات من الأرباح، ويدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباحاً حالية، أو أن يتم دفعه من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة.²

كما عرفها "أحمد إبراهيم البراجنة" على أنها: عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النية لتوزيع قيمة مماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات.³

مما سبق نستنتج أن التوزيعات هي: "جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على حصة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة".

أما سياسة توزيع الأرباح لقد عرفت من قبل كتاب واقتصاديين بصيغ مختلفة.

- حيث عرفها "أحمد البراجنة" على أنه: "ذلك النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع الأرباح واحتجاز تلك الأرباح".⁴
- وعرفها "محمد أيمن عزت الميداني" على أنها: "معدل التدفق النقدي وقد يكون غير نقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم".⁵
- وعرفها "عاطف جابر طه عبد الرحيم" على أنها: "كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات".⁶

ومما سبق نستنتج أن سياسة توزيع الأرباح هي:

"الطريقة التي تتبعها المؤسسة من حيث توزيع الأرباح واحتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها، وتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوازنات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".

¹: علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة حالة بورصة الكويت، 2008-2006، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، تخصص مالية المؤسسة، دفعة 2008-2009، ص 122.

²: نفس المرجع السابق، ص 122.

³: أحمد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين، 2009، ص 16.

⁴: نفس المرجع السابق، ص 16.

⁵: محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الطبعة الثالثة، السعودية، الرياض، 1999، ص 678.

⁶: عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 390.

ثانياً: أهمية سياسة توزيع الأرباح

تتميز سياسة توزيع الأرباح بأهميتها البالغة بالنسبة للمستثمر والمؤسسة على حد سواء.

تتمثل أهمية سياسة توزيع الأرباح فيما يلي:¹

- تعظيم ثروة المساهمين.
- تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة والتكلفة الحدية للأموال.
- تؤثر على حجم المؤسسة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بهما من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائده أيضاً.
- إحداث التوازن بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق وهذا ما يدعى بالسياسة المثلى لتوزيعات الأرباح.
- كما يستمد قرار توزيع الأرباح أهميته من الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة وتفضيلات المساهمين والمستثمرين الحاليين والمرتقبين.

المطلب الثاني: خصائص وأطراف سياسة توزيع الأرباح

تعكس سياسة التوزيعات الخطة العامة للمؤسسة والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة أسهمها، إذ أن هناك مجموعة من الموصفات تميز توزيع الأرباح في جل المؤسسات تقريباً، كما أن لهذه السياسة أطراف تؤثر وتتأثر بها. وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المطلب.

أولاً: خصائص توزيعات الأرباح

تتميز سياسة توزيع الأرباح بمجموعة من الخصائص والتي تظهر في معظم المؤسسات ومنها:²

1. التوزيعات لها نفس ميل الأرباح:

يتم صرف التوزيعات اعتماداً على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين، وقد قام "جون لنتر" بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين إذ توصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح.

¹: دريد كامل آل شيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص 205.

²Aswath damodaran, **finance d'entreprise : théorie et pratique**, de boeck bruxelles, 2^{ème} édition, 2006, p/ 900-905.

أما "فاما" و"وباياك" فقد لاحظنا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل وكان ذلك إثباتا لما توصل إليه لنتر أن التغيرات على مستوى التوزيعات تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

2. استقراره التوزيعات:

غالبا المؤسسات لا تحب فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

3. التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة:

عموما تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية.

4. تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة:

وهذا نظرا لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دائما على مستواها، وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغيرا من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

5. اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول:

باعتبار أن التوزيعات تتبع في الغالب التغير في الأرباح المحققة، فهي تختلف كذلك من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدة عوامل، كالتغير في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى التغير في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول.

ثانيا: أطراف سياسة توزيع الأرباح

هناك فئتين تؤثر وتتأثر بعملية توزيع الأرباح وهذا ما سندرجه في الآتي:¹

الفئة الأولى: الإدارة العليا

وتهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويل سهل للاستثمارات مستقبلا.

الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم

ويمكن تصنيف مالكي الأسهم إلى قسمين رئيسيين هما:

¹: دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 205-206.

1- صغار المساهمين الراغبين في الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح الموزعة لأنها تشكل عوائد تستخدم في معيشتهم.

2- كبار المساهمين وهم فئة أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح من خلال منظرين مختلفين:

• إذا كان معدل العائد على الاستثمار في المؤسسة أكبر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم بهذه الحالة يفضلون احتجاز الأرباح.

• في حالة كون معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أصغر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم يفضلون توزيع الأرباح.

وهذا ما يبين لنا مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وبيع الأسهم.

المطلب الثالث: الحجج المؤيدة لوجود سياسة توزيع الأرباح وقرار ونسب هذه التوزيعات

تعتمد المؤسسة خلال إجراء عملية توزيعات الأرباح على شكل معين من التوزيعات، وذلك بما يتماشى وأهدافها المستقبلية ورغبة مالكيها، إذ يعد قرار التوزيعات من أهم القرارات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة كونها تتداخل مع مجموعة من القرارات الأخرى كالأستثمارية منها والتمويلية.

أولاً: الحجج

توصلت الدراسات حول سياسات التوزيعات بالقول بأن التوزيعات ليست عبارة عن المبلغ المتبقي بعد استيفاء المطلوب حجزه من الربح لذلك يوجد اتجاه قوي للمحافظة على مستوى معين من المدفوعات في شكل توزيعات، ويتم تعديل هذا المستوى إذا اعتقدت الدراسة بأن المستوى الجديد للتوزيعات سيستمر لفترة معقولة من الزمن، ونجد في الواقع العديد من السياسات الخاصة بالتوزيعات ولكل منها ما يؤيدها ولرسم سياسة التوزيعات لا بد من توفر معلومات عن الأرباح المتوقعة، ومعدل النمو فيها والاشتراطات القانونية الخاصة بالتصرف في الأرباح.¹

ثانياً: قرار التوزيعات

إن الحديث عن سياسة التوزيعات المثلى يقيد بمجموعة من المحددات الأساسية لها، لذا فإن هذا القرار يتخذ معاً لأخذ بعين الاعتبار للمستثمرين وتفضيلاتهم بين الحصول على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، وهذا في ظل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، أما العامل الآخر فيتمثل في الهيكل المالي المستهدف الذي تعمل المؤسسة على تحقيقه، والذي غالباً تكون تكلفة التمويل الخارجي من بين أهم محدداته، فقرار التوزيعات

¹: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، مصر، الإسكندرية، 2002، ص ص 197-198.

يربط مجموعة من الأطراف كالمؤسسة؛ المساهمين والسوق وذلك لأهميتها الكبيرة بالنسبة لهم، ومع ذلك فإن قرار التوزيعات يتم ممارسته بطرق شكلية فقط، بحيث لا يمكن اعتبارها كقرارات تبنى على أسس رياضية دقيقة.

وفي الواقع لا يكون قرار توزيعات الأرباح مستقل تماما، وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير مع قرارات الهيكل المالي وقرارات تمويل الاستثمارات، ويعود أساسا هذا الارتباط إلى حالة عدم تماثل المعلومات السائدة، والذي ينتج عنه تأثير سلبي على قيمة السهم في ظل اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل استثماراتها أو التذبذب في توزيعات الأرباح.

وقرار التوزيع حتما سيتم أثناء عملية التخطيط، حيث يتم الوضع في الحسبان الفرص الاستثمارية المتاحة والتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن التوزيعات إنما يبعث إشارات إيجابية توحى بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي، والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها¹.

ثالثا: نسبة الأرباح الموزعة

تحتسب هذه النسبة بقسمة الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية خلال الفترة على صافي الربح المتاح لهم.

ويمكن احتساب هذه النسبة أيضا بقسمة نصيب السهم من التوزيعات على نصيب السهم من الأرباح.

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الربح الموزع على المساهمين}}{\text{الربح المتاح للمساهمين}}$$

$$\text{نسبة الأرباح الموزعة} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{نصيب السهم من الأرباح}}$$

تعكس نسبة التوزيعات تقويم الإدارة لدلائل الاستثمار في المؤسسة، فانخفاض النسبة يعني أنه يتم تخصيص نسبة كبيرة في شكل زيادة رصيد الأرباح المحتجزة لتنفيذ فرص استثمارية مستقبلية ترى المؤسسة أنها قد تكون مربحة.

يمكن ان يكون لانخفاض نسبة التوزيعات دلالة معاكسة، إذ قد يعكس ذلك الضغوط المالية المفروضة على المؤسسة من الدائنين لتخفيض التوزيعات، ومن ناحية أخرى قد يعني ارتفاع نسبة التوزيعات احد الأمور الأتية: إما نضج المؤسسة في مجالها الإنتاجي أو قصور في الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة أمام المؤسسة أو رغبة

¹: عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل الماي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الجزائر، قسنطينة، جامعة منتوري، دفعة 2011-2012، ص113.

الإدارة في الحفاظ على مستوى التوزيعات السائد في السنوات السابقة حتى لو انخفضت الأرباح، ولا يشترط أن زيادة الأرباح تنعكس في زيادة التوزيعات كمؤشر على قوة المركز المالي للمؤسسة.¹

من الملاحظ أن الاتجاه السائد في المؤسسات الجديدة والنامية، دفع معدل توزيعات منخفضة نظرا لإعادة استثمار غالبية الأرباح داخل المؤسسة.²

¹: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2005، ص 283.

²: عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2004، ص 285.

المبحث الثاني: أساسيات توزيع الأرباح

إن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق، حيث تقوم المؤسسة باتخاذ قرار بتوزيع الأرباح بناء على عدة عوامل. بالإضافة إلى ذلك فسياسة توزيع الأرباح تأخذ أنواع وأشكال مختلفة وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب حيث أن المطلب الأول يحتوي على دوافع ومحددات توزيع الأرباح، والمطلب الثاني العوامل المتحكمة فيها والمطلب الثالث بعنوان أنواع توزيع الأرباح.

المطلب الأول: دوافع ومحددات توزيع الأرباح

هناك العديد من المحددات التي تؤثر على اتخاذ قرار توزيع الأرباح أو استبقائها، والتي ينبغي أخذها في الحسبان عند وضع السياسة الأكثر ملاءمة للشركة، ويختلف أثر كل محدد من هذه المحددات باختلاف ظروف الشركة.

كما يعتبر مبلغ الربح المحقق للشركة خلال فترة مالية ما، جزءا من التمويل الذاتي للمنشأة، حيث لا يمكن للمنشأة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ إلى توزيع جزء منه.

سنتناول في هذا المطلب مختلف دوافع ومحددات توزيع الأرباح كما يلي:

أولاً: دوافع توزيع الأرباح

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزءا من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلياً لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح وذلك نظراً للأسباب التالية:¹

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة (زيادة رأس المال).
- عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وبخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت.
- تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

¹: محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث العدد 08، الجزائر، 2010، ص 85-86.

- في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة.
- إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة في وضعية جد صعبة من حيث المرد ودية والاستغلال.
- إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة.
- إذا حققت المؤسسة نموا معتبرا، بما يؤدي إلى رفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، فهذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة ومن ثم عدم تسديد التزاماتها.

بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:

- نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.
- إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتيجيتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.

ثانيا: محددات سياسة توزيع الأرباح

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمويليا؟ ولماذا؟ فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.

1. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا، إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري.

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

2. سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات على الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا

الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن، إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للاستثمار.

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ماهي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أو خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلاً للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.¹

3. سياسة توزيع الأرباح كقرار اجتماعي:

تستمد عملية توزيع الأرباح في الشركات أهميتها من خلال النظام التجاري الكفء، وذلك على أساس كونه الوسيلة الوحيدة لإمكان تحقيق الرفاهية للمجتمع انطلاقاً من أن الشركة هي وحدة اقتصادية اجتماعية عليها مسؤولية اجتماعية، ولكن كيف يمكن لهذا النظام ووحداته تحقيق الأرباح؟.

إن الإدارة تتعلق بالمستقبل والربحية ينبغي أن تتحدد في ضوء هذا المستقبل، وذلك حتى يأتي مثل هذا التحديد بالشكل المنطقي والمقبول على أساس التنبؤ العلمي بالتخطيط السليم للمستقبل، فالشركة بجانب كونها تنظيمًا أهميته توفير العمالة وتدبير الدخول للمجتمع فهو في حاجة أيضاً إلى مزيد من الاستقرار، باعتبارها الوسيلة الفعالة لسد حاجات العمالة المتزايدة والمتطورة لذلك فالتوزيع يجب أن يكون من ذلك الفائض النقدي الذي يزيد عن حاجات الشركة، والتخطيط العلمي طويل الأجل، وفي هذا يجب أن ننوه إلى ضرورة أهمية إدارة سياسات توزيع الأرباح في ضوء المراحل المختلفة لحياة المشروع، إذ أن سوء إدارة الشركة خلال هذه المراحل وخاصة فيما يتعلق بالإسراف في توزيعات الأرباح قد يكون بذور الفشل للشركة في فترة الكساد، ولذلك يجب أن تكون هناك سياسة محافظة لتوزيع الأرباح في فترة الرفاهية، حتى يمكن للشركة مجابهة فترة الكساد التي تعقبها.

هذا وتميل معظم الشركات الناجحة إلى تحقيق المزيد من الاستقرار لسياسة توزيع الأرباح، وتتمثل الأسباب وراء هذه الرغبة فيما يلي:

¹: محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 85.

- محافظة المستثمر على مستوى دخل معين مناسب له وغالبا ما يتحدد هذا المستوى بمقدار العائد الذي يحصل عليه من الشركة على أسهمه وعلى أساس أن ما يحصل عليه الآن من حيث القيمة والقوة الشرائية أفضل مما يحصل عليه مستقبلا.
- إن في استقرار سياسة توزيع الأرباح تقوية للمركز الائتماني للشركة وذلك بجانب الإقبال من المساهمين وحملة الأوراق المالية الأخرى على الشراء لكل ما تصدره من أوراق مالية جديدة.
- إن عدم توزيع الأرباح قد يؤثر بالطبع على مقدار الأرباح الممكن احتجازها وكذلك إعادة استثمارها في الشركة.¹

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

يجب على المسير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أولا: ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة

إذا لم تكن المؤسسة ترغب في استثمار أرباحها في شراء استثمارات أو زيادة أصولها المتداولة أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا، ومن ناحية أخرى إذا ما توافر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.

ومن الشائع أو المألوف أن المؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة والتي تتاح أمامها فرص استثمارية عالية تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، رغم أنها لا تستطيع أن تجري توزيعات بصفة كلية وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي أو داخلي)، بدلا من توزيع الجزء الأكبر منها واللجوء للتمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات، ويمكن تجنب هذه التكلفة بالكامل إذا ما تم استخدام الأرباح في التمويل ولهذا ينصح باستثمار الأرباح الحالية في أصول أكثر سيولة وهذا يعني إمكانية الحصول على هذه الأموال وتوجيهها في الوقت المناسب إلى الاستثمارات أو الفرص الاستثمارية المربحة.

ثانيا: الشروط والاعتبارات التعاقدية

قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية حيث يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيودا على الاستثمارات وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة

¹: أحمد إسلام فيصل، أثر الهيكل التمويلي على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح -دراسة اختبارية-، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة، عمان، الأردن، دفعة 2011، ص 20.

المجموعة للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.¹

ثالثاً: القيود القانونية

بهدف حماية مجموعة المقرضين الذين أقرضوا المؤسسة ووفروا لها مصادر التمويل، تقوم المؤسسات التشريعية بوضع قيود على المؤسسة بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة للتوزيع مجموع أرباح السنة والأرباح المحتجزة، ولكن القانون يسمح بالمقابل أن تكون توزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدها.

أما إذا كانت على المؤسسة التزامات ومطلوبات مستحقة أو تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها إلى الإفلاس، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه المؤسسات من توزيع الأرباح، وبالمقابل تسعى بعض المؤسسات لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها أرباح نقدية، فإذا تبين للجهة القانونية والضريبية أن مؤسسة معينة تماطل في دفع الأرباح للمالكين لهذا الغرض فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.

رابعاً: القيود الداخلية

إن المتطلبات المالية للمؤسسة مرتبطة بشكل مباشر بمعدل النمو المتوقع وكذلك بحجم الموجودات المطلوب شراؤها في المستقبل، وعند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية يجب أن تحدد المؤسسة مدى قدرتها في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية فمثلاً المؤسسات الكبيرة ذات النمو السريع تستطيع الحصول على المبالغ اللازمة خارجياً بشكل سريع وميسر عكس المؤسسات الصغيرة التي يكون توزيع الأرباح فيها قليل مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

خامساً: الاعتبارات السوقية

يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة وفقاً لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناء على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، والمؤسسات عموماً تختلف في نظرهم وفقاً لسياسة توزيع الأرباح، فهناك مؤسسات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك مؤسسات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن المؤسسة التي تعتمد على سياسة توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها، وبالتالي مخاطرتها متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم السهم وارتفاع ثروة المساهمين.²

¹: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريبا فص، مرجع سبق ذكره، ص 402-405.

²: أسعد حميد العلي، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص 273-275.

سادسا: توفير السيولة

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية الكافية لدى المؤسسة، فقد تكون رابحة بالفعل وحققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظرا لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة العمليات التشغيلية للمؤسسة فإنه لا تتوفر السيولة الكافية لدى المؤسسة لتوزيع أرباح عالية على المساهمين، وبالتالي فإن توفير السيولة لدى المؤسسة يلعب دورا في تحديد سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة.

سابعا: الاعتبارات الضريبية

إن الموقف الضريبي للمساهمين يؤثر بشكل كبير على الرغبة في التوزيعات، فعلى سبيل المثال نجد أن المؤسسة التي يملكها عدد محدود من الأفراد الذين لا يخضعون لمعدلات ضريبية عالية من الأرجح أن يدفع لهم توزيعات أرباح منخفضة نسبيا، فالمساهمون يفضلون الحصول على دخلهم في شكل فائض في قيمة بدلا من أن تكون في شكل توزيعات، والتي تكون معرضة لمعدلات عالية لضريبة الدخل الشخصية، ومع ذلك فإن المساهمين الذين يخضعون لمعدلات ضريبية منخفضة، قد يرغبوا في الحصول على توزيعات أرباح مرتفعة.

ثامنا: تكلفة المعاملات المالية

يتحمل المستثمر تكلفة عند قيامه بأي معاملة مالية، فلو تؤخذ هذه التكلفة في الاعتبار فإن المستثمر الذي بحاجة إلى التمويل لمواجهة نفقاته الجارية، يفضل التوزيعات على فائض القيمة لنفس المبلغ. ومن ناحية أخرى قد يفضل المستثمر ترك أمواله مستثمرة، فإذا أجرت المؤسسة التوزيعات فقد يقوم المساهم باستثمارها بنفسه ويتحمل السمرة المترتبة على هذه العملية المالية.¹

تاسعا: التأثير على قيمة السهم واستقرار التداول على أسهم المؤسسة

تستخدم المؤسسات عادة وسائل متعددة بهدف جذب المستثمرين، ومن هذه الوسائل توزيع الأرباح بهدف تحقيق المنافسة على المؤسسات، مما يتطلب من المؤسسة أن تحدد مقدار العائد على أسهمها بمعدل قليل من معدل السهم بالمؤسسات الأخرى بالسوق وخاصة المماثلة والعاملة في نفس القطاع تتمكن من المنافسة. إن عملية توزيع الأرباح تؤدي إلى المحافظة على قيمة السهم بالسوق المالي.

$$\text{قيمة السهم} = \text{عائد السهم} / \text{تكلفة رأس المال}$$

فإذا فرضنا أن تكلفة رأس المال 10% وعائد السهم 1 فإن قيمة السهم = 10 دينار.

¹: أحمد إبراهيم الراجحة، مرجع سبق ذكره، ص 18.

وسياسة التوزيع هذه تحافظ على استقرار المستثمرين والتصاقهم في سهم المؤسسة وعدم البحث عن بدائل أخرى.¹

عاشرا: الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح

هل يمكن للمؤسسة ألا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تحقق وتتيح للمستثمر إمكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية؟

يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم، سندات، أذونات الخزينة،...)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة على ذلك الجزء من التراكبات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، وعلى الرغم أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح.²

إحدى عشر: تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة التوزيعات

يمكن للشركة المحافظة على معدل توزيعات منخفض بحيث يمكنها تجنب اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات، فكلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة زاد الاتجاه إلى استخدام التمويل الداخلي من الأرباح.

تشمل تكلفة التمويل الخارجي تكلفة إصدار الأسهم والسندات العمولات التي تحصل عليها البنوك، والفوائد على القروض المصرفية، الأتعاب القانونية والمحاسبية، تكلفة الوقت المستغرق بواسطة الإدارة للبحث والمفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل الخارجية. يلاحظ أن بنود النفقات والتكاليف السابقة يمكن تجنبها إذا ما لجأنا إلى التمويل الخارجي، يضاف إلى ذلك أنه يمكن تجنب المصاريف والنفقات الخاصة بالتوزيعات. إذا لم يتم دفع أي توزيعات واحتفظ بالأرباح بالكامل داخل المنظمة، وبالتالي نجد أنه من وجهة نظر المنظمة فإن النفقات الخاصة بالتمويل الداخلي أقل من تلك المتعلقة بالتمويل الخارجي.³

¹: دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 227-228.

²: عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، مرجع سبق ذكره، ص 404.

³: عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2004، ص ص 236-237.

المطلب الثالث: أنواع وأشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح

سنحاول في هذا المطلب التعرض لأهم أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح، فهناك عدة بدائل وخيارات أمام المؤسسة يمكن أن تتبناها في توزيعات الأرباح، بحيث يمكن أن تكون على شكل نقدي، أو على شكل عيني أو قد توزع كلياً أو قد تحتجز أو غير ذلك.

أولاً: أنواع سياسة توزيع الأرباح

وتتمثل فيما يلي:

1. سياسة تعتمد على نسبة مقسوم ثابتة

ويقصد بنسبة مقسوم الأرباح النسبة المئوية (من كل وحدة نقدية ربح) سيتم توزيعها على المساهمين على شكل نقد، وتحسب بقسمة مقدار مقسوم أرباح السهم الواحد (DPA) على ربحية السهم الواحد (EPR). حيث $EPR = \text{ربحية السهم الواحد} = \text{صافي الربح القابل للتوزيع} / \text{عدد الأسهم}$ المصدره.

إن سياسة توزيع الأرباح التي تعتمد على نسبة ثابتة (كنسبة مقسوم أرباح) تقوم على تثبيت هذه النسبة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع أرباح على المساهمين.

وما يعاب على هذه السياسة هو أن المؤسسة إذا ما حققت أرباح منخفضة في فترة من الفترات وعند التزامها بنسبة ثابتة لمقسوم الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جداً، أو قد تحقق المؤسسة خسائر في إحدى الفترات، وتتوقف عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر مؤشراً لحالة المؤسسة مستقبلاً من وجهة نظر المستثمرين فإن سعر سهم المؤسسة سوف يتأثر سلبياً ويتعرض للانخفاض في السوق المالي.¹

2. سياسة توزيع أرباح منتظمة:

هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح ثابتة في كل فترة زمنية بشكل عام يعتبر المساهمين هذه السياسة بأنها سياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية، وغالباً ما تقوم المؤسسات التي تتبع مثل هذه السياسات بزيادة توزيعات الأرباح كلما تأكدت من زيادة أرباحها وتحت هذه السياسة فإن توزيعات الأرباح لا تنخفض أبداً.

3. سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة:

¹: أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 376.

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم المؤسسة بزيادة هذه التوزيعات حيث تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، هذه السياسة مستخدمة بشكل كبير في المؤسسات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها.

المؤسسات التي تستخدم هذه السياسة يجب أن تقوم بزيادة دفع توزيعات الأرباح الثابتة حتى تتأكد من زيادة أرباحها.¹

ثانياً: أشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من الأشكال الأخرى لسياسة توزيع الأرباح وتتمثل فيما يلي:

1. توزيع الأرباح على شكل أسهم وتجزئة الأسهم:

تقوم العديد من المؤسسات بتوزيع أسهم مجانية أو منحة بدلا من توزيع أرباح نقدية على المستثمرين، وتقوم المؤسسات بهذه العملية لأسباب عديدة منها:

- زيادة رأس مال المؤسسة وعدم توسيع قاعدة المساهمين.
- الاحتفاظ بالأرباح وعدم توزيعها بهدف استثمارها.
- زيادة الطلب على أسهم المؤسسة في السوق وذلك نتيجة لزيادة سيولتها الناتجة عن انخفاض سعر السهم بعد التوزيع.
- إرضاء رغبات المستثمرين وجعلهم يتمسكون بسهم المؤسسة في حالة عدم توزيع أرباح نقدية، نتيجة لعدة أسباب منها عدم توفر سيولة كافية لتوزيع أرباح نقدية.

وينظر المستثمرون إلى توزيع الأسهم المجانية على أنه مؤشر إيجابي، وأن المؤسسة قامت بهذه العملية نتيجة لتوقعها نمو الأرباح التي ستحقق في المستقبل.

وتعتبر عملية تجزئة السهم عملية مشابهة لعملية توزيع الأسهم المجانية من ناحية تأثيرها على سعر السهم ومن ناحية توقعات المستثمرين، والفرق الوحيد أنه في حالة عملية تجزئة السهم يتم تثبيت القيمة الاسمية للسهم.

2. معكوس الاشتقاق:

ويقصد بمعكوس الاشتقاق عملية تخفيض عدد الأسهم، فقد تتخذ المؤسسة قرار باستبدال مجموعة من الأسهم بسهم واحد، ومن مبررات سياسة تخفيض عدد الأسهم ما يلي:

¹: فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2009، ص 314.

- قد تلجأ المؤسسة إلى ذلك عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى درجة كبيرة، بسبب مشكلات خاصة تعاني منها أو بسبب كساد ضرب الصناعة التي تنتمي إليها.
- رغبة المؤسسة في تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة التي تتسم بها الأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر، وهو ما يترك أثر إيجابي على سيولة السهم.

الهدف من هذه الإجراءات هو زيادة القيمة السوقية للسهم.¹

3. التوزيعات الإضافية:

تستخدم بعض المؤسسات خليط من التوزيعات أي في شكل توزيعات منتظمة مع توزيعات نقدية إضافية مثلاً قد يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات منتظمة على أساس ربح سنوي لكل سهم بواقع 50 دينار للسهم ويتم المحافظة على هذا المستوى بطرق النظر عن الظروف، وإذا ما انتهى العام واتضح أن مستوى الأرباح مرضي فإن المجلس يقرر إجراء توزيعات إضافية بالإضافة إلى التوزيعات المنتظمة وبذلك نجد أن هذه التوزيعات الإضافية لا تتوقف على أرباح المؤسسة واحتياجاتها من الأموال وهو ما تتبعه مؤسسة جنرال موتورز.²

4. إعادة شراء الأسهم العادية:

قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطريقتين: فقد يشتري من سوق مفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات لعدد من الأسهم وبسعر محدد وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية.

إلى جانب أشكال سياسة توزيع الأرباح المذكورة سابقاً، هناك أشكال أخرى غير أنها تقتصر على بعض المؤسسات وأبرز هذه الأشكال:

أ- الأرباح المقدمة: وتقوم هذه الطريقة على دفع جزء من الأرباح المستقبلية مقدماً من طرف المؤسسة لصالح المساهمين، وهذا بناء على القرار الذي يتخذه مجلس إدارة المؤسسة بحيث يدفع المقدم من الأرباح عموماً إما في شهر ديسمبر أو جانفي (بين كل حصتي دفع سنوية)، ويمثل ما بين ربع ونصف توزيعات الأرباح سنوية.

¹: عبد الرؤوف ربابة، سامي خطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم، مجلة هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي - الامارات العربية المتحدة، فبراير، مارس، 2006، ص 72.

²: علي حنفي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة - التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث، مصر، القاهرة، ص 231.



الهدف الرئيسي من دفع الأرباح مقدما هو كسب ثقة المستثمرين في أسهم المؤسسة.
ب- الأرباح الممتازة (المفضلة): تقوم بعض المؤسسات بمكافأة حملة الأسهم (المساهمين) المخلصين والذين تمسكوا بأسهمهم لأكثر من عامين من خلال ما يسمى بالأرباح الممتازة والتي تؤسس فقط من خلال قرار يتخذ في لقاء استثنائي على مستوى مجلس إدارة المؤسسة، وكمثال لذلك مؤسسة Air liquide التي خصصت هذه الأرباح للمخلصين لأسهمها.
يتم هذا القرار عند ما تصدر المؤسسة أوراق مالية جديدة، مثل: سندات التحويل أو الضمانات التي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع الأسهم الجديدة.¹

¹: Pierre Vernimmen, **Corporate finance**, 2^{ème} edition, John Wiley, united kingdom, 2009, p797.

المبحث الثالث: الإجراءات والنظريات المفسرة لتوزيع الأرباح

بعد أن تطرقنا في المبحثين السابقين لعرض المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح ومختلف أبعادها وجوانبها، سنخصص هذا المبحث لشرح آليات وإجراءات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية، والتعرض لأهم النظريات المفسرة لهذه العملية بالإضافة إلى عرض جوانب أخرى من سياسة توزيع الأرباح، والمطلب الثاني تحت عنوان النظريات المفسرة لتوزيع الأرباح، والمطلب الثالث والأخير تضمن فيه: جوانب أخرى من سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: إجراءات توزيع الأرباح

يعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة، إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات والتي تعد من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات، وبذلك تتحدد في ظلها آليا الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها. فمقدار التوزيعات يعد أمراً ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر إضافة إلى العارفين والمتابعين للأموال المالية للمؤسسات.

أولاً: إجراءات توزيع الأرباح النقدية

متى وبأية مبالغ سيتم دفع توزيعات الأرباح النقدية للمساهمين في الشركة هو قرار يتخذ من قبل مجلس إدارة الشركة في اجتماعاتهم السنوية أو نصف السنوية أو ربع السنوية عن أداء الشركة المالي السابق، وتوزيعات الأرباح النقدية السابقة. ومستقبل الشركة من العوامل الرئيسية التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، أن موعد الدفع، إذا تم الإعلان عن توزيعات الأرباح، يجب تحديده كما أن هذه الإجراءات قد تختلف من بلد إلى آخر.

ثانياً: مبلغ توزيعات الأرباح

إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جداً ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في الشركة. معظم الشركات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية توزيعات الأرباح، لكن يمكن لمجلس إدارة الشركة تغيير هذه الكمية، بناء على الزيادة أو النقص في الأرباح التي حققتها الشركة.

ثالثاً: تواريخ توزيعات الأرباح

إذا ما قام مجلس إدارة الشركة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالباً ما يصدرون إعلاناً يبينوا فيه قرار توزيع الأرباح، والموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات الشركة والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات، وموعد دفع هذا الإعلان ينشر عادة في الصحف اليومية والصحف التي تختص بالأخبار المالية.

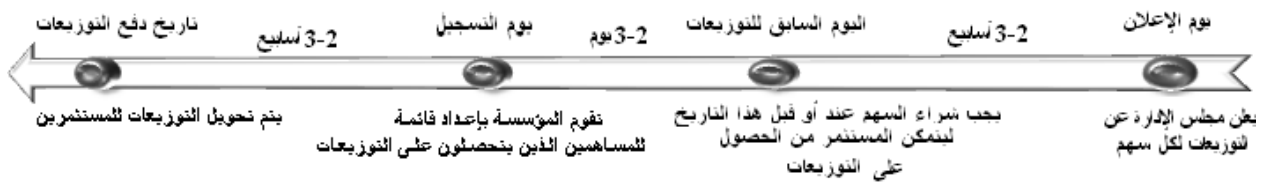
رابعاً: تاريخ التسجيل

جميع الأشخاص الذين سجلت أسمائهم في تاريخ التسجيل والذي يتم وضعه من قبل مجلس الإدارة سيحصلون على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة في المستقبل بسبب حاجة الشركة إلى الوقت من أجل استكمال سجلاتها لنقل ملكية الأسهم المتداولة والتي يحق لأصحابها استلام الأرباح الموزعة، فإن تاريخ تسجيل السهم يبدأ بفترة يومين عمل، قبل تاريخ التسجيل، ويسمى هذا التاريخ بتاريخ فقدان حق الأرباح الموزعة في السهم، إن شراء الأسهم في نفس تاريخ حق فقدان الأرباح الموزعة يعني عدم حصول المساهم على توزيعات الأرباح. وأسهل طريقة لحساب تاريخ أول يوم من حق فقدان الأرباح الموزعة هي ببساطة طرح يومين من تاريخ التسجيل، أو طرح أربعة أيام إذا تحلل ذلك عطلة نهاية الأسبوع. ومع تجاهل تقلبات السوق بشكل عام، فإنه من المتوقع لسعر السهم أن ينخفض بكمية توزيعات الأرباح المعلن عنها في تاريخ فقدان الحق في توزيعات الأرباح.

خامساً: تاريخ الدفع

يوم الدفع يقرر أيضاً من قبل مجلس الإدارة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ الشركة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل، والمثال التالي يوضح التواريخ المختلفة وأثرها المحاسبي.

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



المصدر: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص، 112

سادساً: خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح

العديد من الشركات العالمية اليوم تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار توزيعات أرباحهم، والتي تمكن المساهمين من استثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من أجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات.¹

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

سيتم التطرق إلى مختلف النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في هذا المطلب كما يلي:²

¹: فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 300-303.

²: عبد القادر بربش، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، مسيلة، 2010 ص 13-14.

أولاً: نظرية حيادية سياسية توزيع الأرباح (نظرية مود يجلياني وميلر 1961)

من أهم أنصار هذه النظرية هما (MM) في 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح وأكدوا أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين.

وجادل مود يجلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتحدد بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط، فاستنتجا

$$NaPo = \frac{(na+nb)p_1 - +B}{1+ke}$$

العلاقة التالية:

حيث: P_0 و P_1 سعر السهم الحالي والمستقبلي على التوالي و K_e تمثل تكلفة الأموال الذاتية، N_a و N_b تمثل عدد الأسهم القديمة والجديدة على التوالي، I يمثل مبلغ الاستثمار و B يمثل الأرباح الصافية للسنة.

يظهر من خلال هذه العلاقة أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة هي عبارة عن القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة وقيمة الأسهم الجديدة مضاف إليها القيمة الحالية للأرباح ومطروح منها القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار. ففي هذه العلاقة هناك غياب لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم وبالتالي فإن السهم مستقل عن سياسة توزيع الأرباح، وما هو محقق في فترة فهو كذلك بالنسبة لجميع الفترات، يتضح مما سبق أن سياسة توزيع الأرباح أو نوعية التمويل ليست هي المؤثرة على ثروة المساهم وإنما مدى كفاءة المسير في اختبار الاستثمارات المرحة المثلى.

ثانياً: نظرية العصفور في اليد

الحجة التقليدية في أرباح السهم هي أنها تحفز المخاطرة لأنها تورد إلى المساهمين تدفقات نقدية ومعلومات

مستقبلية، وكل المساهمين يستطيعون الحصول على سيولة من خلال بيع جزء من أسهمهم ولكن هذا يحملهم تكاليف التبادل التي يمكن تجنبها في حالة ما قامت المؤسسة بتوزيع أرباح السهم.

تخفيض المخاطرة أو حجة العصفور في اليد المنبثقة التي تطرق لها كل من "جراهام ودود" "Graham and Dodd"، وكذلك "جوردون" وآخرون (1959) فحسبها يوزع المسيرون أرباح السهم لتقديم السيولة إلى المساهمين مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات المستقبلية، ولكن من جهة أخرى فهذه الأرباح الموزعة تعتبر كتخفيض للقيمة السوقية للمؤسسة (فرصة ضائعة). كما أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع انخفاض أرباح السهم الموزعة لأن المساهمين يكونون أقل تأكداً في حصولهم على أرباح رأسمالية يفترض أن تنتج من الأرباح المحتجزة.

طبقاً لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فحسب كل من " Weston Brigham" أنه في حالة وجود ضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح، لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقاً لنموذج "jardon" فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر.

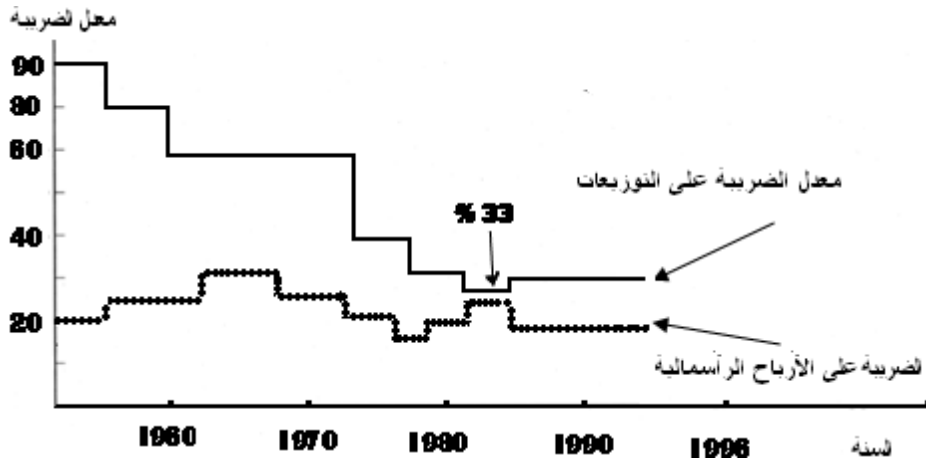
فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع الأسهم فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقض قيمتها مع مرور الوقت فإن قيمة الدينار الحالي أكبر من قيمة نفس الدينار في المستقبل هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح الأسهم، كما أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقي عند وفاة المساهم يعد كتكلفة شراؤه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة.

وبناء على هذه الأسباب، فإن المساهمين يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدل توزيعها ويكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع الأرباح إلى هنا فإن المؤسسة إذا أرادت توزيع الثروة على المساهمين، فإنها سوق تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالة ما قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة، وكصورة واقعية لهذا فقط لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدل توزيع الأرباح ابتداء من سنوات الثمانينات وهذا ما أشارت إليه دراسة كل من " Allen and Michael" سنة 1995.

ومع ذلك فنجد كل من "ميلر" و"شولز" 1978 "Miller and Sholes" حيث بينوا أنه يوجد اختلاف بين المستثمرين نتيجة اختلاف الضريبة بين أرباح السهم وربح القيمة، وعلاوة على ذلك نجد (MM) سنة 1961 ، أثبتنا أن كره الضرائب يؤدي إلى تخفيض تكلفة الضريبة على أرباح السهم والفكرة هي أن كلا المستثمرين الذين سوف يحصلون على أرباح أسهم عالية أو منخفضة تكون قراراتهم مرتبطة بتكلفة الضرائب المختلفة بينها، المؤسسات التي لا تتحمل الضرائب كصناديق التقاعد والأشخاص الذين لديهم تفضيلات ضريبية على أرباح السهم فإنهم يلجؤون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم عكس الذين ليس لديهم هذه التفضيلات فإنهم يميلون إلى الاستثمار في المؤسسات التي تكره توزيع الأرباح، وبالتالي فإن المساهمين يختارون المؤسسات التي تتوافق وتفضيلاتهم.¹

¹: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 216.

الشكل رقم (2-1): معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 216

من الشكل أعلاه يتضح أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية على العموم يكون أقل نسبة إلى التوزيعات، هذا الأمر يعطي تفضيلاً لدى المستثمرين للأرباح الرأسمالية على التوزيعات النقدية، وبالتالي يكون ميولهم للمؤسسات التي تحتجز نسب عالية من الأرباح وهذا خاصة في ظل السبب الملزم للضريبة على الأرباح الرأسمالية هو بيع الأسهم، وكون هذه العملية خاضعة لرغبة المستثمر يكون بإمكانه تعظيم الوفورات الضريبية المحققة من خلال تأجيل بيع الأسهم والذي تكون أقل من معدلها الفعلي في حال تحققها.

رابعاً: نظرية الوكالة

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها وهذا ما توصل إليه كل من "جونسون وماكلين"، فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير، ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة، فالوكالة هي: بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخصي أو آخرين في القيام بتسيير المؤسسة بنيابة عنهم وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته، فبطبيعة الحال فإن الميسرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، فممكن للميسرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة على الميسرين تسمح بتحقيق أهدافهم.

تلجأ المؤسسات إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي والمربط خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل، وبالخصوص فالمؤسسات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ

بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة. وتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح، فالمؤسسة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر الخارجية للتمويل، ومن ناحية أخرى ممكن أن تتولد تكاليف أخرى مثلا تكلفة الوكالة جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو إصدار سندات جديدة. في المتوسط فتكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1% و3%، أما تكلفة إصدار الأسهم هي بين 3.5% و7%.

خامسا: نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة على أن المعلومات المتوفرة لدى عارضي الأموال وطالبيها في سوق رأس المال مختلفة، فطالبي الأموال يملكون مستوى أعلى من المعلومات عن هذه الأخيرة سواء من الناحية الكمية أو النوعية.

وتعتبر توزيعات الأرباح إحدى وسائل الاتصال التي تربط المؤسسة والمستثمرين، وذلك انطلاقا من المعلومات المالية التي يتم تحويلها إلى المستثمرين فيما يخص مستقبل المؤسسة مع تجنب قدر المستطاع استغلالها من المنافسين، فارتفاع التوزيعات إنما يحمل في طياته أخبارا مشيرة عن الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي ستسجل ارتفاعا، وستؤدي هذه المعلومات إلى التأثير إيجابا على كمية التداول وقيمة أسهم المؤسسة، أما الحالة العكسية فتؤدي إلى نتائج معاكسة تماما.

وتسعى المؤسسة إلى تحقيق الاستقرار في مستوى الأرباح الموزعة، وذلك لما تحمله من دلالات مشيرة للمستثمرين عن مستقبل المؤسسة والذي سيشير بالاستقرار في تحقيقها للأرباح، كما لا يعتبر تخفيض مستوى الأرباح الموزعة بالضرورة على معلومات مباشرة عن النتائج المستقبلية للمؤسسة وهذا نظرا لكون عملية التخفيض قد تكون نتيجة الحاجة للتمويل من أجل استثمارات جديدة وفي المقابل يجب أن تتجنب المؤسسة الوقوع في فخ تفسير التوزيعات المرتفعة بالندرة في الفرص الاستثمارية المتاحة، الذي ينعكس سلبا على قيمة وتداول أسهمها.

لقد قام كل من "Zhao" and "li" من خلال دراستهما بتحليل العلاقة بين سياسة التوزيعات ونوعية المحيط المعلوماتي لها، والإشارات الناتجة عن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وقد توصلا إلى أن المؤسسات الأكثر خضوعا لمشاكل عدم تماثل المعلومات تكون أقل احتمالا لإجراء التوزيعات البدء فيها أو رفعها، كما أنها توزع بمبالغ ضئيلة.

العسر المالي والمرتبطة خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل وبالخصوص فالمؤسسات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة وتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح، فالمؤسسة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر الخارجية للتمويل، ومن ناحية أخرى فممكن أن تتولد تكاليف أخرى جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة في المتوسط، فتكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1 و3% أما تكلفة إصدار الأسهم هي بين 3.5 و7%.

حيث يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند "بارتا" وآخرون سنة 2000 أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة.

ولتخفيض تكاليف الوكالة والصفقات يلجأ المسهرون إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف.

سادسا: نظرية تكاليف الصفقات

المؤسسة يمكنها أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم كذلك يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح الأسهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها، وتكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة. سياسة توزيع الأرباح تستطيع أن تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة، على سبيل المثال المسهرون يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة حالية موجبة استثمارها نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق حجز الأرباح حسب "Rocks" and "Miller" الذين أثبتا أن هذه التكلفة المتوقعة من المشاريع الاستثمارية، والتي يتولد عنها تدفقات نقدية وذلك خلال فترتين زمنييتين مختلفتين، والتي تستعمل في دفع التوزيعات المعلن عنها. ولكن الأشكال يكون في حال عدم قدرة هذه التدفقات على تغطية مبلغ التوزيعات، في هذه المرحلة الثانية لا يكون أمام المؤسسة إلا اللجوء إلى المصادر الخارجية لتلبية هذه الأموال، وهذا في ظل عدم توفر معلومات كافية للمستثمرين حول ربحية المؤسسة والتوزيعات.¹

سابعا: التدفقات النقدية المتاحة، دورة حياة المؤسسة والتوزيعات

إن أصل نظرية التدفقات النقدية المتاحة راجع إلى نظرية الفائض، والتي تقترح أن التوزيعات ببساطة تمثل الفائض من النقدية عن القرارات الاستثمارية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى يجب على المؤسسة الدفع على شكل توزيعات أي زيادة في النقدية تبقى بعد استنفاد كل المشاريع ذات القيمة الحالية الموجبة، ومحتوى هذه النظرية هو أن التوزيعات المرتبطة بالاحتياجات الاستثمارية للمؤسسة يمكن أن تختلف من سنة إلى أخرى، لكن في الواقع فإن المؤسسة تحاول المحافظة على توزيعات أرباح مستقرة.

¹: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

ويقوم النموذج الحديث للتدفقات النقدية المتاحة على أن المؤسسات تقوم بدفع التوزيعات وهذا من أجل التغلب على مشاكل الوكالة، والتي تنتج عن الفصل بين الملكية والرقابة خاصة في المؤسسات الكبيرة، والتي في غالب الأحيان يعاني فيها المستثمر من عدم القدرة على رقابة كل النشاطات الإدارية حيث يعمل المسيريون في مشاريع لا تلائم تطلعات المستثمرين.

ومن أمثلة ذلك؛ الحالات التي يحوز فيها المسيرين على مبالغ كبيرة من التدفقات النقدية، مع محدودية الفرص الاستثمارية، الأمر الذي قد يدفع بالمسيرين إلى استغلال هذه الأموال في مشاريع تنعكس بالسلب على قيمة المؤسسة، فقد تمتد من الأنشطة غير الضرورية إلى التملك والتوسع غير المبرر، ولعل حل هذا المشكل يكون بتقليص النقدية المتاحة للمسيرين، وبالرجوع إلى نظرية التدفقات النقدية المتاحة فإن "Jensen" يرى أن التوزيعات تعد الحل الأساسي للوصول إلى هذه الغاية.

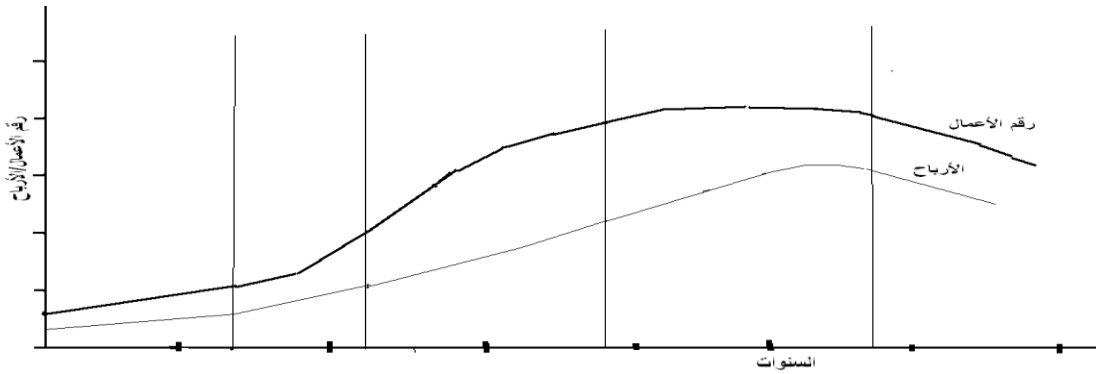
وبالتالي فإنه بالاعتماد على نظرية التدفقات النقدية المتاحة، فإن الزيادة في قيمة التوزيعات النقدية يجب أن يرفع من قيمة المؤسسة، وهذا من خلال تخفيض المشاكل المحتملة التي قد تنتج عن استغلال المسيرين للنقدية المتاحة، وعلى العكس من ذلك فإن تخفيض مستوى التوزيعات يحدث أثر سلبي على مستوى القيمة السوقية للسهم.

وتقوم نظرية دورة حياة المؤسسة للتوزيعات (The Firm Life Cycle Theory of Dividends) على مفهوم أن المؤسسة ناضجة، وقابليتها لتوليد نقدية تتجاوز قابليتها لإيجاد فرص استثمار مربحة، ويكون في الأخير الخيار المثالي أمام المؤسسة هو توزيع التدفقات النقدية المتاحة على شكل توزيعات. ووفقاً لنظرية دورة حياة توزيعات المؤسسة فإن المؤسسة الناشئة تواجه فرصاً استثمارية واسعة نسبياً، ولكن في الغالب لا تكون مربحة كفاية لتقبل مواجهة حاجاتها التمويلية من خلال النقدية المتولدة داخلياً، الأمر الذي يدفع بها إلى اللجوء للمصادر التمويلية الخارجية، هذا الأمر سيؤدي إلى صون نقدية المؤسسة من خلال منع التوزيعات عن المساهمين، ولكن بعد فترة زمنية وعند تحقيق المؤسسة للنضج تقل الفرص الاستثمارية المتاحة، مع ارتفاع في معدل نموها ورجحيتها إلى جانب انخفاض في المخاطر النظامية، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى توليد نقدية أكثر، ومن هنا تبدأ المؤسسة في إجراء التوزيعات.

توضح نظرية دورة حياة المؤسسة للتوزيعات على أن المؤسسة تبدأ في دفع التوزيعات عندما يتوقع انخفاض كل من معدل نموها ورجحيتها في المستقبل، وهذا يعارض نظرية الإشارة فيكون التوزيعات إنما تعتبر إشارة من المؤسسة إلى السوق المالي بشأن تحسن كل من ربحيتها ومعدل نموها.

والشكل الموالي يوضح مختلف مراحل حياة المؤسسة والتوزيعات التي ترافقها:

الشكل رقم (3-1): تحليل دورة حياة المؤسسة



المصدر: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 145

عند محاولة قياس قدرة المؤسسة على دفع التوزيعات، وتقييم نوعية مشاريعها الاستثمارية، يمكن معرفة مدى إمكانية استمرار المؤسسة في تحويل الثروة إلى المساهمين من خلال سياسة التوزيعات المنتهجة حالياً وذلك إما برفع السيولة المحولة للمساهمين أو تخفيضها، ويكون الفاصل في هذه الحالة ممثلاً في التدفقات النقدية المتاحة إضافة إلى مدى توفر الفرص الاستثمارية. لذا تصادفنا أربع سيناريوهات ممكنة، يمكن تلخيصها في المصفوفة الموالية:

الشكل رقم (4-1): تحليل سياسة التوزيع

استثمارات سيئة استثمارات حسنة

الثروة المحولة > FCFE	رفع التوزيعات وتخفيض	مرونة في جمع السيولة
الثروة المحولة < FCFE	الثروة المحولة تخفيض التوزيعات والاستثمارات	تخفيض التوزيعات والاستثمار في المشاريع

المصدر: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 145

فالمؤسسة عليها مراعاة كل من التدفقات النقدية المتاحة إلى جانب الفرص الاستثمارية عند تقرير انتهاج سياسة توزيعات معينة، فتكلفة التمويل أو العائد المطلوب من المستثمرين يجب أن يكون أقل من العائد المتوقع على الاستثمار، ليتم احتجاز هذه الأرباح وإعادة استثمارها من قبل المؤسسة وكذا ضرورة العمل على تكوين خزينة مثالية للمؤسسة تحول دون تسجيل أي عجز على مستواها وتمكن من مواجهة التزاماتها، ما ينعكس على قيمة سهم المؤسسة .

بسبب عامل الضريبة فإن معظم المساهمين يفضلون الحصول على أرباح رأسمالية بدلا من التوزيعات النقدية الحالية، وهذا كما سبق ورأينا راجع إلى الاختلاف الموجود بين قيمة الضرائب المستحقة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، والتي تكون أقل في الأرباح الرأسمالية، لذا فالمؤسسة تكون أمام ضرورة انتهاج سياسة توزيعات أكثر جاذبية للمستثمرين.

فتفضيلات المستثمرين تكون مختلفة، ويرجع أساس هذا الاختلاف إلى التباين في معدلات الضريبة المفروضة، لذا ينشأ ما يسمى بتأثير العميل، فقرار المؤسسة القاضي بإجراء توزيعات أو إعادة شراء أسهمها إنما يرضي نوع معين من المستثمرين في حين يعارض رغبات آخرين، وهذا يعتبر كدليل على أن سياسة التوزيعات لا تكون مثالية بالنسبة لكل المستثمرين.

وإذا تم اعتبار المستثمر رشيد، فهو بذلك يسعى جاهدا إلى تخفيض قيمة الضرائب المدفوعة، هذا الأمر سيدفع به إلى تفضيل سياسة التوزيعات التي يترتب عنها أقل قيمة للضرائب، وغالبا يميل إلى الأرباح المحتجزة والتي تحقق له هذا المبتغى، وإضافة إلى ذلك فإنه وفي غياب تكلفة المعاملات بإمكان المستثمر اقتناء أسهم المؤسسات التي تكون لها سياسة توزيعات تلائمه، لهذا يسعى المستثمرون إلى تنويع محافظتهما لمالية.

وعلى ذلك يكون التأثير الوحيد للمؤسسة من جراء انتهاج سياسة معينة هو اجتذاب عميل خاص ومعين، ينشد هذه السياسة المتبعة من المؤسسة والمستوى المقرر من التوزيعات، في حين يترتب عن تغيير هذه السياسة اجتذاب نوع آخر من العملاء.¹

غير أن لجوء المستثمر إلى تغيير المؤسسة التي يستثمر فيها قد تخلو من الحكمة وتتصف بعدم الكفاءة والمرونة. ويرجع سبب ذلك إلى:²

- وجود تكلفة المعاملات أو نفقات السمسرة؛
- احتمالية خضوع المستثمر الراغب في بيع أسهمه للضريبة على الأرباح الرأسمالية؛
- احتمالية وجود قصور في عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار بالمؤسسة الجديدة التي طبقت سياسة توزيعات جديدة، الأمر الذي قد يفرض على الإدارة رفض تغيير سياسة التوزيعات، الذي قد ينتج عنه انخفاض في قيمة أسهمها.

¹: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 140.

² عبد الغفار حفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 230.

المطلب الثالث: جوانب أخرى لسياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من الجوانب التي تخص سياسة توزيع الأرباح، ومن بينها ما 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 تتم التوزيعات هذه الأسهم في صورة نسبية 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 لا ينظرون إلى هذا النوع من التوزيع على أنه يمثل شيء لم يكن يمتلكونه من قبل.

توجد عدة حقائق أساسية تتعلق بالأسهم 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.
- ت- تظل 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 أيضاً بالاشتقاق، بمعنى تقسيم الأسهم العادية للشركة إلى عدد أكبر أو تقرر تجزئة السهم الواحد إلى سهمين، أي تخفيض القيمة السوقية لأسهمها، ومن أكثر أنواعها شيوعاً، مضاعفة عدد أسهم الشركة أو زيادة عدد هذه الأسهم من ثلاث أو أربع أضعاف وذلك قبل الإعلان عن القيمة السوقية. 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 المساهمين أو في مجموع القيمة السوقية للأسهم وقت إجراء التجزئة.

¹ أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، الإسكندرية، 2006، ص 220.

ثانياً: 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 كالبنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وذلك لحثهم على شراء هذه الأسهم.

وتوجه 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 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 تشعر 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.

الخلاصة:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المهمة في المؤسسة والتي تؤثر على مستقبل أسهمها حيث تعرف على أنها: النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع الأرباح واحتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها، أما السياسة المثلى للتوزيعات فهي الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية.

لسياسة توزيع الأرباح أهمية بالغة من بينها أنها تؤثر على حجم استثمارات التي تنفذها الشركة وكذلك تعظيم ثروة المساهمين، ويخضع قرار توزيع الأرباح للعديد من العوامل المتحكمة فيه منها: ربحية أو عائد الفرص المتاحة أمام المؤسسة والاعتبارات التعاقدية والقانونية بالإضافة إلى العوامل الداخلية وغيرها.

تتبنى الشركة بدائل مختلفة لتوزيع أرباحها وقد يكون ذلك بشكل نقدي أو عيني وقد توزع كلياً أو تحتجز كلياً ومن بين السياسات التي تعتمد عليها هي: توزيع أرباح منتظمة، منخفضة أو متزايدة، نسبة مقسوم ثابتة.

كما تقوم الشركة بالإجراءات التالية لتوزيع الأرباح على المساهمين متى وبأية وسيلة يتم الدفع وتسمى: إجراءات توزيع الأرباح النقدية، تحديد مبلغ التوزيعات وتواريخها وتاريخ تسجيلها وتاريخ دفعها.

بالإضافة إلى أن هناك العديد من النظريات المفسرة لسلوك توزيع الأرباح داخل الشركة منها: نظرية حيادية توزيع الأرباح ومن أنصار هذه النظرية ميلر ومدجلياني اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة، ومن النظريات نظرية العصفور في اليد، نظرية التفضيل الضريبي، نظرية الوكالة، الإشارة.

الفصل الثاني

تواجه المؤسسة العديد من القرارات الاستراتيجية التي تحدد قيمتها وذلك بما يتوافق والأهداف المرسومة، ولعل من أبرز هذه القرارات القرار التمويلي، ففي ظل التطور الكبير الذي تشهده السوق التمويلية فقد برزت مجموعة متنوعة من البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، والتي تعمل من خلالها على تلبية كل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية.

فجراء استغلال المؤسسة لمختلف المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجاتها الاستثمارية وفي إطار تحقيق الأهداف المرجوة من مختلف العناصر الفاعلة فيها من: ملاك، مسيرين، وعمال... يتوجب عليها التوفيق بين قدراتها الذاتية والعرض الخارجي من مختلف المصادر التمويلية وهذا في ظل القيود المفروضة.

ونظرا لأهمية عملية التمويل لاستمرار نشاط المؤسسة، كان من الضروري على المؤسسة أثناء قيامها ببناء هيكلها المالي الحصول على مختلف المصادر التمويلية بأفضل الشروط، مما يحقق أقل تكلفة ممكنة لهذا المزيج التمويلي، وكل هذا لتحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها، وسعيا منها لتحقيق ذلك عليها المفاضلة بين البدائل المختلفة عن طريق دراسة كل بديل دراسة وافية ومعمقة والإحاطة بمجمل جوانبه كالتكلفة، الخطر وأيضا العائد المتوقع منها.

وسيتم التطرق في هذا الفصل للسلوك التمويلي، وذلك بدراسة كل مصدر من مصادر التمويل وتكلفة التمويل، إذ سيتم التعرض لثلاث مباحث أساسية وفق ما يلي:

- المبحث الأول: عموميات حول السلوك التمويلي
- المبحث الثاني: تكلفة التمويل
- المبحث الثالث: النظريات المفسرة للسلوك التمويلي

المبحث الأول: مفاهيم أساسية للسلوك التمويلي

تدرج الخطة التمويلية ضمن الخطة العامة للمؤسسة، وباعتبار أن عملية إيجاد المصادر التمويلية الملائمة من أهم العوامل المحافظة على استمرارية نشاطها، لذا فتعدد البدائل التمويلية المتاحة يحتم ضرورة اتخاذ قرار سليم يخدم مختلف الأطراف العاملة فيها ويسمح بخلق النتائج المرغوبة، ولهذا فإن عملية اختيار مصدر تمويلي معين يتم ضمن التوليفة عائد- مخاطرة حيث على أساسهما يتم المفاضلة فيما بينها.

المطلب الأول: عموميات حول السلوك التمويلي

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الانتاجية وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها، كذلك تختلف أنواع التمويل باختلاف الزوايا التي ينظر من خلالها.

أولاً: تعريف التمويل وأهميته

هناك عدة مفاهيم للتمويل نذكر البعض منها:

1- مفهوم التمويل

- عرفه "رابح خوني" على أنه: توفير الموارد اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الانتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات، أو هو عبارة عن البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية.¹
- وعرفه "أحمد بوراس" على أنه: توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع يمثل نظرة تقليدية، بينما النظرة الحديثة له تركز على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.²

يعني التمويل تحديد احتياجات الأفراد والمنظمات والشركات من الموارد النقدية وتحديد سبل جمعها واستخدامها مع الأخذ في الحسبان المخاطر المرتبطة بمشاريعهم.³

من التعاريف السابقة نستنتج أن التمويل هو: كافة الأنشطة والأعمال التي يقوم بها الأفراد والمشروعات للحصول على الأموال اللازمة برأس المال أو بالاقتراض واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم القيمة

¹: رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، القاهرة، 2008، ص ص 95-96.

²: أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، عنابة، 2008، ص 24.

³: الموسوعة الحرة ويكيبيديا، 2015/02/28، 23:28.

النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً في ضوء القيمة المتاحة حالياً للاستثمار والعائد المتوقع الحصول منه والمخاطر المحيطة به.

2- أهمية التمويل:

يعد التمويل بمثابة حجر الزاوية بالنسبة لاقتصاد أي دولة لما يلعبه من دور في دفع عجلة التنمية ويمكن تلخيص أهمية التمويل فيما يلي:

- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني.
- تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء واستبدال المعدات.
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

ونظراً لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعنى بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية، من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة، والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها واستخدامها استخداماً أمثلاً لها يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة.¹

ثانياً: مفهوم السلوك التمويلي Financial behavior

يعرف السلوك التمويلي على أنه: "مستوى التغير في اختبار مصادر التمويل من حيث الملكية إذ أن مصادر التمويل تقسم إلى مصادر تمويل مملوكة وهي ما يدفعه المالكون للمنظمة من رأس المال المدفوع ويأخذ شكل الأسهم العادية والقسم الآخر هو تمويل مقترض أي ما يحصل عليه المالكون من قروض مختلفة لأجل أكمال متطلبات رأس المال لإنجاز مستلزمات المشروع".²

و من خلال التعريف السابق يمكن أن نستنتج تصنيفات السلوك التمويلي حسب الملكية كما يلي:

أ- التمويل الممتلك Equity financing:

يعد رأس المال المدفوع من قبل المالكين تمويلاً مملوكاً ويأخذ شكل الأسهم العادية، ويتمتع أصحاب الملكية العادية بحق التصويت والانتخاب أثناء انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة في حين لا يتمتع بهذا الحق حملة الأسهم الممتازة إن وجدت وهي أسهم هجينة فيها من سمات الملكية وفيها من سمات الدين، من حيث ارتفاع

¹: رابع خوني، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص 96.

²: حاكم محسن محمد، السلوك المالي لمنظمات الأعمال وأثره في العائد والمخاطرة، [www.eco-asu.edu.jo/ecofaculty/wp-](http://www.eco-asu.edu.jo/ecofaculty/wp-content/12/content/12/)

2015/02/28، 00:00، ص 09.

قيمة الاسهم وثبات عائدها السنوي كنسبة من قيمة السهم وبذلك فهي تختلف عن الأسهم العادية، ويعد معدل العائد هو تكلفة التمويل الممتلك ويمكن حسابه مرجحا إلى الهيكل المالي بنسبة حق الملكية ويعد هذا التمويل تمويلا خارجيا يضاف إلى ذلك نوع آخر من التمويل الممتلك وهي الأرباح المحتجزة وهي أرباح يفترض توزيعها على المالكين ولكن يتم.

ب- التمويل المقترض Debt financing:

تعد السندات وثائق اثبات للمديونية تطرح في سوق المال من قبل المؤسسات التي بحاجة للتمويل وبسعر فائدة معين وتختلف من حيث الآجال فأسعار الفائدة على السندات الطويلة الأجل تكون أسعار الفائدة عليها، في حين تكون على السندات المتوسطة والقصيرة أقل، وعلى القصيرة أقل من المتوسطة ويحقق التمويل المقترض حماية ضريبية لمنظمات الاعمال حيث تعد الفائدة كلفة الحسم من الايرادات قبل فرض الضريبة وبالتالي يؤدي ذلك إلى تقليل الدخل الذي يخضع للضريبة.

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسة

سنحاول في هذا المطلب التصنيف حسب مصدر الأموال، حيث نميز بين ثلاث مصادر أساسية ألا وهي التمويل الذاتي، الزيادة في رأس المال، اللجوء إلى الاقتراض (الاستدانة).

أولا: التمويل الذاتي:

للتتمويل الذاتي عدة مفاهيم نذكر أهمها بالإضافة إلى مكوناته كالاتي:

1- تعريف التمويل الذاتي: هناك عدة تعاريف للتمويل الذاتي

- فقد عرفه "علاء الدين جيل" على أنه: "إمكانية المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطاتها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة دوره أعمال المؤسسة".¹

- كما عرفه "مبارك لسوس" على أنه: "الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح".²

والذي يحسب بإحدى العلاقتين:

إجمالي التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الاهتلاكات + مؤونات الاعباء والخسائر.

صافي التمويل الذاتي = النتيجة غير الموزعة + الاهتلاكات + مؤونات الاعباء والخسائر.

¹: علاء الدين جيل، هائل أبو رشيد، تقييم تكلفة مصادر التمويل في الشركات الاقتصادية، مجلة بحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 55، 2008، ص 06.

²: مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، الجزائر، بن عكون، 2004، ص 44.

وبالتالي التمويل الذاتي هو عبارة عن مصدر تمويلي متولد عن نشاط جاري للمؤسسة الاقتصادية، ولها حرية التصرف في استخدامه دون شرط أو قيد.

وهناك عدة مفاهيم مرتبطة بالتمويل الذاتي ولها معنى مختلف مثل: التدفق النقدي، قدرة التمويل الذاتي، حيث أن: *التدفق النقدي: هو مقدار المداخيل الناجمة عن استثمار ما بعد خصم كل التكاليف المنفقة فيه، فالتدفق النقدي كما تظهره تسميته عبارة عن تدفق صافي للخزينة الصادر عن نشاط المؤسسة وبالتحديد المورد الناجم عن نشاط المؤسسة وهو تحت تصرفها لتغطية احتياجات التمويل اللازمة لبقائها وتطورها.

ويمكن تحديده بالعلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التدفق الداخلي} + \text{التدفق الخارج}$$

علما أن:

■ التدفق الداخلي يتمثل في إيرادات المشروع مطروح منه التكاليف والضرائب في كل سنة من سنوات تشغيل المشروع.

■ والتدفق الخارج يتمثل في قيمة شراء الأصول بكافة أنواعها في كل سنة من سنوات إنشاء المشروع.¹

*قدرة التمويل الذاتي: تعتبر قدرة التمويل الذاتي النقي الصافي للخزينة الناجم عن نشاط المؤسسة خلال دورة الاستغلال والموجه لتمويلها الذاتي.

ويمكن تعريفه على أنه: "الفرق بين المتحصل عليها والتكاليف المدفوعة، وتعتبر قدرة التمويل الذاتي كذلك، التدفق النقدي الصافي، صافي لأنه يتم حسابه بعد اقتطاع الضريبة".²

2- مكونات التمويل الذاتي:

للتحويل الذاتي أربع مكونات أساسية:

أ. الأرباح المحتجزة: تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة³ مثل ما وضحنا في الفصل الأول.

¹: نفس المرجع السابق، ص ص 32-33.

²: حنيفة بن ربيع، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2000، ص 348.

³: محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، الدار الجامعية الحديثة، مصر، الاسكندرية، 2007، ص 256.

ب. حصص الإهلاك: يعرف على أنه التعبير المحاسبي للخسارة التي تلحق بقيمة الاستثمارات التي تنفذ نتيجة مرور الزمن وتسمح بإعادة تكوين الأصول المستثمرة.

وتصنف حصص الإهلاك الى نوعين:

■ الإهلاك العادي: وهو مطابق لتعريف الاستثمارات المادية ما عدا الأراضي غير المنتجة والقيم المعنوية.

■ الإهلاك غير العادي: والذي يمس الأراضي والقيم المعنوية التي لا تفقد من قيمتها في الحالات العادية، بل تزيد فيها إلا استثناء، كفقدان الأرض قيمتها بسبب فتح سريع فيها أو فقدان المحل التجاري قيمته بسبب فتح أروقة أمامه.¹

ج. المؤونات: المؤونات هي أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل فحسب المخطط المحاسبي الوطني فإن المؤونات توجد لمواجهة حدوث خطر محتمل بأنشطة المؤسسة كما نصت المادة 718 من القانون التجاري الجزائري على أنه: حتى وفي غياب أو عدم كفاية الأرباح يجب القيام بالاهتلاكات والمؤونات اللازمة حتى تكون الميزانية مطابقة للواقع، وتطبيق مبدأ الحيطة والحذر تقوم المؤسسات بتكوين مخصصات تتمثل في قيمة المخزون والحقوق ومؤونات الأخطار والتكاليف ومن بين الحالات التي تقوم فيها المؤسسة بتكوين المؤونات والمخصصات هي حالة احتمال أو ترقب حدوث محدة بالمؤسسة مما يترتب عنها تكاليف باهظة عند وقوعها.

وهناك نوعين من المؤونات هما:

- مؤونات تدهور قيم المخزون وتدهور قيم الحقوق (الأوراق المالية، الزبائن).
- مؤونات الخسائر والاعباء (مؤونات الأخطار، مؤونات المنازعات أمام المحاكم، مؤونات الغرامات،...).

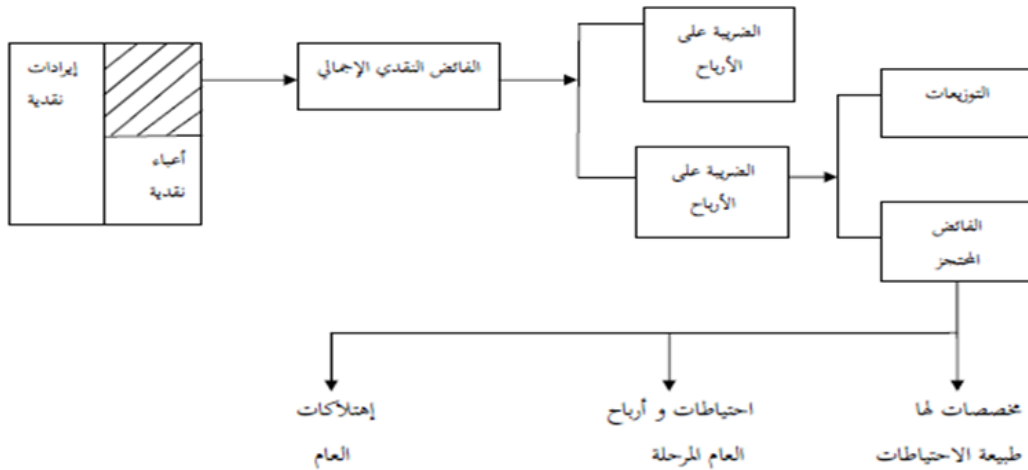
د. الاحتياطات: تمثل الاحتياطات نسبة من أرباح الدورة التي لم تضاف إلى الأموال الجماعية وهذا احتياط للدورات اللاحقة وفيها عدة أنواع منها ما هو فائض عن إجبارية القانون التجاري ومنها ما هو اختياري، بعد تقرير كيفية توزيع النتيجة جزء منها يخصص للاحتياطات.

ومن أنواعها تجزئة الاحتياطات حسب المخطط المحاسبي الوطني إلى عدة أنواع أبرزها ما يلي:²

¹: حنيفة بن ربيع، مرجع سبق ذكره، ص 220.

²: سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، الاسكندرية، 1998، ص

- الاحتياطات القانونية: يسجل في الجانب الدائن قيمة الاحتياطات التي خص على إجباريتها القانون وتصل نسبتها 5% من الأرباح الصافية مطروح منها خسائر الدورات السابقة وتتوقف إجباريتها عندما تصل (10/1) من رأس المال الاجتماعي.
 - الاحتياطات التنظيمية: يسجل في الجانب الدائن قيمة الاحتياطات المحددة، تنظيمات خاصة ضريبية.
 - الاحتياطات التأسيسية: وهي احتياطات نصت بنود العقد التأسيسي للمؤسسة.
 - الاحتياطات الاختيارية: هي الاحتياطات التي حددت من طرف الجمعية العامة للمساهمين.
 - الاحتياطات التعاقدية: هي احتياطات نصت عليها عقود أخرى ما عدا العقد التأسيسي.
 - الاحتياطات الأخرى: ينص قانون الشركات على أنه يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية أن تقوم بتكوين احتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دواها ازدهار الشركة.
- الشكل رقم (1-2): مكونات الفائض المحتجز بغرض إعادة الاستثمار**



المصدر: عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات -، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، الاسكندرية، 2007، ص 415

يتضح لنا من الشكل رقم (1-2) أن الفائض المحتجز يتكون من عنصرين أساسيين في حالة المؤسسات الراجعة و هما الربح المحتجز و الذي يشمل كل الاحتياطات المكونة لحظة توزيع الأرباح و كذلك المخصصات التي لها طبيعة الاحتياطات، فهذه الأخيرة لا تعفي من الضريبة شأنها شأن الأرباح، و العنصر الثاني هو إهلاكات العام حيث يمثل قيداً محاسبياً أي تدفق مالي لا يترتب عليه تدفق نقدي، و يمثل حجزاً للنقدية حيث لا تعطل هذه النقدية و إنما يعاد استثمارها لذلك فهي تشكل جزءاً هاماً من الفائض النقدي المحتجز لأغراض الاستثمار.

3- تقييم التمويل الذاتي

ينطوي التمويل الذاتي على العديد من المزايا والعيوب من أهمها ما يلي:

أ- مزايا التمويل الذاتي:

من أهم إيجابيات التمويل الذاتي للمؤسسة ما يلي:¹

- يعتبر الوسيلة المتاحة أمام الإدارة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث يصعب عليها الحصول على هذه الأموال من مصادر أخرى.
- تمويل الاستثمارات من الأرباح المحققة، يعطي الإدارة حرية الحركة وشبه استقلال كلي عن الملاك والغير، حيث يمكن للإدارة زيادة الأرباح المحتجزة عن طريق الاحتياطات.
- يدعم التمويل الذاتي المركز المالي للمؤسسة ويجنبها التقلبات الموسمية والعشوائية المحتملة نظراً لاحتفاظها برصيد نقدي مناسب لمواجهة الاحتياجات المتعددة والمتغيرة من الأموال.
- يفتح المجال للاستدانة إذ يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط.

ب- عيوب التمويل الذاتي:

من عيوب التمويل الذاتي نذكر ما يلي:²

- تبيد الأموال المحتجزة وعدم خضوع استخدامها لأي نوع من أنواع الرقابة، مما قد يؤدي إلى تجريد جزء هام من رأس المال وعدم الاستفادة منه أو استثماره في مشروعات غير ضرورية واغفال العائد.
- اقتطاع اقساط اهتلاك مرتفعة خاصة في السنوات الأولى قد يزيد من تكلفة السلع والمنتجات وبالتالي ارتفاع أسعارها وهذا ما يؤثر على سوق هذه السلع.
- الامتناع أو تحقيق حجم الأرباح الموزعة سوق يؤدي إلى زيادة التمويل الذاتي والذي من شأنه يحدث انخفاض في الطلب على أسهم المؤسسة.
- قد يؤدي بالمساهمين إلى فقدان الثقة بالمؤسسة بسبب تراجع الأرباح الموزعة.

ثانياً: الزيادة في رأس المال

تقوم المؤسسة وبهدف زيادة رأس مالها بطرح أسهم جديدة وبسعر محدد للاكتتاب في السوق المالي وهذا يمثل مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تمويل احتياجاتها التمويلية عن طريق التمويل الذاتي.

1- الزيادة في رأس المال نقداً

وتقوم المؤسسة بزيادة رأس مالها النقدي من خلال:

¹: محمد عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2011، ص 158.

²: اسماعيل اسماعيل، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005، ص 29.

أ. الأسهم:

هناك عدة أصناف للأسهم نذكر منها ما يلي:

- الأسهم العادية: وهي عبارة عن أموال ملكية تمنح لحاملها مجموعة من المزايا لحق الرقابة على المشروع، حق الأولوية في الاكتتاب، حق الاشتراك في الأرباح، حق نقل ملكية الأسهم. وتعتبر هذه الأسهم وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل.¹

- خصائصها: تتميز بما يلي:²

- أنها أموال ملكية
- لا يوجد لها موعد استحقاق، بل ينتهي مع تصفية الشركة.
- يحصل حاملها على حقوقه ومنها الربح ويتحمل جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة بمقدار مساهمته.
- الأسهم الممتازة: تمثل مستند ملكية في المؤسسة وهي مصدر تمويل طويل الأجل للمؤسسة وإن كان أقل انتشاراً من الأسهم العادية.³

وتعرف على أنها أسهم تحمل بعض صفات الأسهم العادية، وبعض صفات السندات.

- خصائصها: تجمع الأسهم الممتازة ما بين خصائص الأسهم العادية وهي:⁴

- أنها أموال ملكية.
- ليس لها موعد استحقاق.
- تحصل على نصيبها من الأرباح.

ومما سبق يمكن إجراء المفاضلة بين مصادر التمويل طويلة الأجل عن طريق الزيادة في رأس المال وذلك على ضوء مزايا وعيوب كل مصدر من هذه المصادر، والذي يوضحه الجدول التالي:

¹: طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 135.

²: محمد طيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص 163-164.

³: محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، الاسكندرية، 2001، ص 347-348.

⁴: طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص 128.

الجدول رقم (1-2): مقارنة بين مصادر التمويل عن طريق الزيادة في رأس المال

المؤشر	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
الملكية	يعد حملة الأسهم العادية من ملاك المؤسسة	من ملاك المؤسسة
الانتخاب والتصويت	لهم الحق بالانتخابات والتصويت	ليس لهم الحق
مدة الاستحقاق	ليس لها مدة استحقاق محددة	ليس لها مدة محددة
الدخل	يحصل حملتها على دخل يتناسب وجهة الأرباح	يحصل حملتها على دخل حسب الأرباح الموزعة
الحقوق	الحق عند التصفية بالمتبقي من الأموال بعد تسديد كافة الالتزامات تجاه الغير	يحصلوا على حقوقهم بعد تسديد حقوق حاملي السندات
الضمانات	لا يوجد ضمانات أو رهن عند الإصدار	لسي ضروريا ان أن يكون لها ضمانات عند الإصدار

المصدر: سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص 47.

ثالثا: اللجوء إلى الاقتراض (الاستدانة)

قد لا يلبى التمويل الذاتي الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسة، وهذا ما يسبب لها عجزاً كلياً أو جزئياً ما يحتم عليها اللجوء إلى الاستدانة، وتتعدد تصنيفات هذه الأخيرة باختلاف مصادرها وطبيعة القروض وآجال الاستحقاق وأهمها:¹

1- الدعوة العامة للادخار

تعد الاستدانة بواسطة الدعوة العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل، وخاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة، حيث تلجأ إلى الجمهور من أجل الاكتتاب وإيداع الأموال لديها. وهناك عدة تقنيات للتمويل بواسطة الادخار أهمها:²

¹: تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة ميدانية-، مذكرة مقدمة استكمال متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، دفعة 2008-2009، ص 25.

²: يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص 243.

أ- إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل: هي عملية مالية بموجبها تطرح المؤسسة ورقة مالية (أذونات، سندات الخزينة، شهادات الايداع يدفع بموجبها المقرض مبالغ مالية ويتعهد المصدر بتسديد مبلغها والفوائد عند تاريخ الاستحقاق.

هـ. السندات: هي عبارة عن قروض طويلة الأجل تتعهد الشركة بسدادها في تاريخ معين مع دفع عائد في فترات دورية.¹

- خصائص السندات: السند ورقة حق تتميز بالخصائص التالية:²

- القيمة الإسمية: وهي المعتمدة لحساب الفوائد
- قيمة اصدار السند: وهي المبلغ المدفوع حقيقيا من المكتتب
- قيمة تسديد السند: وهي مبلغ كل ورقة مسددة من المؤسسة إلى المكتتب
- علاوة التسديد: وهي الفرق بين قيمة التسديد وقيمة اصدار السند
- معدل الفائدة الاسمي: وهو المعتمد لحساب الفوائد والذي يمكن أن يكون ثابت خلال طول مدة القرض، مرجعي (مرتبط بالأسعار الجارية في السوق النقدي أو سوق السندات) ومتغير يحدد عند تاريخ تسديد الفوائد، ومعدل يحدد قبل تاريخ تسديد الفوائد.

- أشكال السندات: تتخذ السندات التصدر من الشركات المساهمة عدة أشكال منها:³

- السند لحامله: حيث تدفع الفائدة والأصل لحامل السند.
- السندات الاسمية: حيث تدفع الفائدة والأصل للشخص المسجل اسمه في السند.
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: هي السندات التي يمكن تحويلها إلى عدد من الأسهم العادية بناء على رغبة حاملها، شريطة أن تكون اتفاقية الإصدار الأساسية قد منحتة هذا الحق.
- سندات الدخل: هي السندات التي لا تدفع فوائدها إلا إذا تحقق للشركة المقترضة دخل يبقى لتسديد الفوائد، أما فيما يتعلق بتسديد قيمة السند نفسه فيتم بناء على موعد محدد وعلى المقترض الالتزام بهذا الموعد بغض النظر عن تحقق دخله أو عدم تحققه.

2- الاقتراض من البنوك والوسطاء الماليين:

قد تلجأ بعض المؤسسات في حالة وجودها لصعوبة تمويل احتياجاتها من السوق المالي إلى البنوك كونها الوسيلة الأسهل لذلك.

¹: جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله الحلج، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، الاسكندرية ، 2006، ص 334.

²: Barreau Jet delahya J, **gestion financieriez manuel et application**, 9^{ème} édition dunad, Paris, 2000, p 361.

³: محمد مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 128.

أ- التمويل المتوسط والطويل الأجل: يتمثل هذا التمويل أساسا في القروض المقدمة من طرف البنوك والهيئات المالية المتخصصة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

ب- القروض على المدى الطويل: هي قروض تتجاوز مدتها 7 سنوات وتصل حتى 20 سنة تخصص لاقتناء الأراضي أو المنشآت الضخمة.

* القروض المقدمة من الهيئات المالية: تمنح هذه القروض عادة من طرف الهيئات المالية المتخصصة والتي تنشئها الدولة لتمويل قطاعات معينة أو احتياجات معينة، حيث تمويل بنسبة 70% من قيمة الاستثمار (المبلغ خراج الرسم).¹

* القروض المقدمة من البنوك: بالإضافة إلى الهيئات المالية تقوم بعض البنوك أيضا بتقديم قروض على المدى الطويل منها:

- قروض المساهمة Les prêts participatifs: وهي قروض مقدمة لتدعيم رأس المال المؤسسات وتتميز ب:²
- فوائد هذه القروض مشكلة من جزء ثابت وجزء متغير يتوقف على نتيجة المؤسسة.
- هي قروض من الدرجة الأخيرة من حيث ترتيب أولوية التسديد في حالة التصفية، فهي تقع ما بين القروض الأخرى والأموال الخاصة وإن كانت من الناحية المالية تصنف على أنها أموال خاصة.
- قروض المساهمة هي كتعويض للأموال الخاصة بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية والتي ترغب في دفع أدنى قدر ممكن من الفوائد كما ترفع من طاقتها على الاستدانة.
- * القروض البنكية للمؤسسات الصناعية: وهي المعروفة في فرنسا باسم الحسابات للتنمية الصناعية والتي تتميز بالخصائص التالية:³
- تمويل 70% من الاستثمار.
- أن المؤسسات المستفيدة منها هي المؤسسات الصناعية أو التابعة لها.

القروض على المدى المتوسط: هي قروض تتراوح مدتها ما بين سنتين و7 سنوات تخصص لتمويل وسائل التجهيز والانتاج بحيث تشترط البنوك عدم تجاوز مدة تمويل القروض لمدة صلاحية استعمال الاستثمار.

عادة ما يتم تسديد مثل هذه القروض على عدة أقساط متساوية أو متغيرة دوريا وذلك حسب ما تم الاتفاق عليه بين البنك والمؤسسة، كما أن أغلبية هذه القروض تكون مضمونة بأصول المؤسسة كما أنها تقترن بجملة من الشروط التي تحفظ للبنك حق استرجاع أمواله.

¹: G. Charre aux, **finance d'entreprise**, 2^{ème} édition, EMS, Paris, 2000, p197.

²: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 28-29.

³: نفس المرجع السابق، ص 29.

1. الاعتماد الإيجاري Le crédit-bail:

مفهومه: هو عملية إيجار وسائل التجهيز أو العتاد المشتراة بغرض هذا التأجير من طرف المؤسسات التي تصبح مالك لها، بحيث تمنح هذه العمليات مهما كانت صفتها للمستأجر إمكانية اقتناء كل أو جزء من الأصل المؤجر مقابل سعر مناسب.¹

خصائصه: يتميز الاعتماد الإيجاري بالخصائص التالية:

هو تقدير يربط بين ثلاث أشخاص.²

✓ الزبون: وهي المؤسسة التي ترغب في الاستثمار إذ تختار الأصل وتطلب من مؤسسة الاعتماد بوضعه تحت تصرفها.

✓ المورد هو الذي يستلم الطلبية من مؤسسة الاعتماد الإيجاري (مؤسسة مالية أو بنك) يسلم الأصل للزبون ويرسل الفاتورة إلى مؤسسة الاعتماد الإيجاري.

✓ المؤجر (مؤسسة الاعتماد الإيجاري): يشتري الأصل ويؤجره للمؤسسة.

تكون مدة قرض (الإيجار) مرتبطة بمدة حياة الاستثمار وخلال هذه المدة لا يمكن للمؤسسة التراجع عن هذا العقد.

يتضمن الأجر المدفوع من المؤسسة إلى مؤسسة الاعتماد الإيجاري اهتلاك الأصل، الفوائد وهامش الربح.

عند انتهاء عقد الإيجار يمكن للزبون الاختيار بين ثلاث إمكانيات:

- إرجاع الأصل إلى المؤجر.
- شراء الاستثمار بقيمة ضئيلة محددة في العقد (حوالي 5% من سعر الشراء).
- إعادة التأجير بسعر ضئيل جداً نظراً لأن الأصل مهتلك.

تقييم الاعتماد الإيجاري: وتتمثل فيما يلي:³

- مزايا الاعتماد الإيجاري: نذكر منها ما يلي:
- هذه الطريقة تحافظ على طاقة الاستدانة للمؤسسة.
- يبقى الأصل في حوزة المؤسسة طيلة مدة العقد، دون إدراجه في ميزانية المؤسسة مما يحسن من صورة المؤسسة أمام دائنيها.
- لا يتحمل المستأجر خطر تقادم الأصل بل يحوله للمؤجر.

¹: Conso, p et Hemici, J-P, **Gestion financier de l'entreprise**, AA^{ème} edition, dunad, paris, 2005, p 487.

²: Cintrier J-c et al, **l'entreprise et la banque**, ergonomique, paris, Paris, 2006, P 272.

³: Charre aux, G ; **op cit**, p 199.

- يتيح للمؤسسة تحقيق معدلات نمو عالية مع الحفاظ على هدف الاستقلالية المالية.
- عيوب الاعتماد الايجاري: ونذكر منها:
- هي طريقة للتمويل مكلفة مقارنة بالاقتراض وخاصة بالنسبة للاستثمارات الصغيرة.
- أن الأصل الممول لا يمكن تقديمه كضمان.
- أن المستأجر الذي يشتري الأصل في نهاية العقد يجب أن يقوم باهلاكه ولو بقيمة ضئيلة.

التمويل قصير الأجل:

غالبا ما يستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل احتياجات المؤسسة من الأصول المتداولة وأهم مصادر التمويل قصير الأجل ما يلي:

✓ الائتمان التجاري:

وهو نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية.¹

✓ الائتمان المصرفي:

يقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العادية والمتجددة للإنتاج ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المنشأة على عوائد مبيعات منتجاتها.²

وقد تكون هذه القروض مضمونة أو غير مضمونة كما يلي:³

- القروض المصرفية غير المضمونة:

في ظل هذا النوع لا يشترط البنك ضرورة تقديم ضمانات مادية للحصول على القرض ويسمح البنك للمؤسسة أن تقتصر لفترة زمنية وفي حدود سقف معين لا يمكن تجاوزه ويتم تسديد القرض المبرم بين الطرفين والذي يجوي سعر الفائدة الطبق إلى جانب كيفية تسديد القرض.

- القروض المصرفية المضمونة:

وفقا لهذا النوع من القرض، يطلب البنك ضمانات معينة تلتزم المؤسسة المقترضة بتقديمها قبل الحصول على القرض، وتزداد رغبة البنك في الحصول على الضمانات في حالات الائتمان الذي يقدم إلى مؤسسات تتسم

¹: أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 36.

²: أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³: عاطف وليم أندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، الاسكندرية، 2008، ص ص 293-294.

إما بضعف مركزها المالي أو بارتفاع نسبة الاقتراض لديها، وعادة ما تكون قيمة القرض أقل من الضمانات، حيث يرغب البنك في وجود هامش أمان لمواجهة احتمالات انخفاض قيمة الأصول المقدمة كضمان للقرض.

-مقارنة بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي: هناك عدة اختلافات بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي و تتمثل فيما يلي:¹

- يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري.
- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم الشركة، لأن المصرف لا يمنح الائتمان إلا إذا كان متأكد من قدرة الشركة على تسديد خدمة القرض، وإن معايير منح الائتمان المصرفي يقوم في ضوء الدراسات المالية والاقتصادية والتجارية للشركة التي تحصل على الائتمان.
- يتمتع الائتمان التجاري بالمؤونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد أو من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان.
- لا يطلب مانح الائتمان التجاري أية ضمانات أو إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي.
- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد واستخدام الأموال المتاحة أو عدم تحمل تكلفة الاقتراض.

المطلب الثالث: العوامل المحددة لمصادر التمويل

يعتبر قرار اختيار نمط التمويل من قبل المسير المالي من أصعب القرارات المالية، كونه يخضع لمجموعة من العوامل لا يمكن تجاهلها نذكر أبرزها:

أولاً: السيطرة

غالباً ما يحرص أصحاب المؤسسة للمحافظة على سيطرتهم عليها مما يجعلهم يعزفون عن استخدام الأموال الخاصة لزيادة رأس مال المؤسسة، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلا عنها، لأن استعمالهم للأموال الخاصة سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المؤسسة.²

ثانياً: المرونة

ويقصد بها الحرية في إرجاع الأموال إلى صاحبها عند عدم الحاجة إليها أو استبدال مصادر الأموال وهذا أمر ممكن في حالة أموال الاقتراض، إذا ورد نص على ذلك في عقد القرض أو عقد إصدار السندات، كأن تكون

¹: دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 139.

²: بسام محمد الأن، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار -دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة، مذكرة لاستكمال شهادة الماجستير، إدارة أعمال، الجامعة الفلسطينية، فلسطين، 2005، ص 41.

السندات قابلة للاستدعاء، ولكن عامل المرونة غير وارد في الأموال الخاصة لأنه ليس للأسهم موعد للاستحقاق ولا يجوز للمؤسسة إرجاع الأموال إلى حملة الأسهم وإلغاء الأسهم عند عدم الحاجة إليها.¹

ثالثا: الملائمة

ويقصد بها المطابقة بين أنواع الأموال حسب أجلها وبين استخدامات هذه الأموال، فنخصص الأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل، مثل: الاحتياجات الموسمية والأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل.

رابعا: الميزة الضريبية

تنتج الميزة الضريبية لأموال الاقتراض من حقيقة ان فوائد هذه القروض تعتبر مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة .

خامسا: التوقيت

والمقصود به هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه إلى السوق المالي، مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط، لكن حاجة المؤسسة إلى الاموال في بعض الاحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت إذ تضطر إلى الدخول للسوق للاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت، وفي كل الأحوال يجب أن ينظر إلى التوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والاحداث المتوقعة.

سادسا: الظروف الاقتصادية العامة

قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال، لأن ظروف الرواج تعطي المؤسسات ثقة على خدمة دينها.

سابعا: التصنيف الائتماني

هو عبارة عن رأي في ملائمة المؤسسة المصنفة، فكلما كان هذا الرأي إيجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال.²

ثامنا: طاقة الاقتراض

قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مؤاتيا لها من الناحية الضريبية لأن الفائدة تشكل نفقة، وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض بدون حدود.

¹: نفس المرجع السابق، ص 42.

²: مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص 158.

تاسعا: حجم المؤسسة

حجم المؤسسة عامل في قدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالباً ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.¹

¹: نفس المرجع السابق، ص 159.

المبحث الثاني: تكلفة التمويل

بعد التطرق إلى أهم عوامل اختيار التمويل للمؤسسة، نجد أنها لا تتوقف عند العائد المتوقع منها فقط، ولكن هناك عنصر ذو أهمية بالغة كونه يمثل الوجه الآخر للعائد ألا وهو التكلفة، وتعتبر التكلفة العنصر الفعال في الاختيار بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وسيتم التركيز على التمويل الدائم (طويل الأجل) وهذا راجع لاعتباره العنصر الأساسي في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل للمؤسسة، إضافة إلى اعتباره حلقة الوصل بين القرارات الاستثمارية طويلة الأجل وثروة الملاك.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل والعوامل المؤثرة فيها

تلجأ المؤسسة في تمويل استثماراتها إلى أحد المصادر السابقة الذكر أو مزيج منها، وهذه المصادر بالضرورة تحمل المؤسسة تكلفة لقاء استخدامها ولقد تعددت المفاهيم الخاصة بالتكلفة التمويلية، ويمكن أن تعرف كما يلي:

يعرفها الدكتور عبد الستار مصطفى الصباح وآخرون على أنها: الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل وذلك عن طريق جمع كلفة مصدر وترجيحها بما يتناسب مع حصة هذا المصدر من إجمالي رأس المال، وعادة تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشروعات الاستثمارية.¹

كما يعرفها "Jean Barreau" and "Jaquelin Delahaye" أنها عبارة عن المتوسط المرجح لمختلف تكاليف مصادر التمويل التي قامت المؤسسة باستخدامها.²

كما عرفها: الدكتور "جمال الدين مرسي" على أنها: الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة.³

وبالتالي فإن قرار الاقبال على قرار استثماري أو رفضه لا يتوقف فقط على العائد المتوقع منه، بل يعتمد أيضا على التكلفة المقدرة للأموال المستثمرة، وبالتالي فأهمية تقدير تكلفة الأموال ترجع إلى أنها عبارة عن الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، وبالتالي فإن الاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال يكون من الأفضل للمؤسسة رفضه لأنه قد يؤدي إلى تأثير سلبي على المؤسسة، وبالتالي ثروة الملاك عن طريق انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

¹: عبد الستار مصطفى الصباح وآخرون، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات علمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2003، ص 221.

²: Jean Barreau and Jaquelin Delahaye, *op cit*, p168.

³: جمال الدين مرسي، الإدارة المالية- مدخل اتخاذ القرار، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر، الاسكندرية، 2007، ص 262.

أولاً: مفاهيم مختلفة حول تكلفة التمويل

تعنى المؤسسة بدراسة تكلفة التمويل لتتمكن من المفاضلة بين مختلف المشاريع الاستثمارية، ولكي تحقق هذا المبتغى يجب التمييز بين عدد من المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا العنصر وهي:¹

1- التكلفة المستقبلية والتكلفة التاريخية (FHC):

أثناء قيام المؤسسة بعملية اتخاذ القرار الاستثماري فإن التكاليف التي تؤخذ بعين الاعتبار بطبيعة الحال هي التكاليف المستقبلية، أي تكاليف رأس المال الذي تعتمده المؤسسة تكوينه، وليس التكلفة السابقة التي تم الحصول بها على التمويل في الماضي وذلك بهدف تخفيضها إلى أدنى حد ممكن، ولكن تلعب التكلفة التاريخية دوراً مهماً في بناء التنبؤات المستقبلية للتكلفة وأيضاً في تقييم الأداء الفعلي.

2- التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة (SCC):

كما عرض من قبل تكون المؤسسة أمام عدة مصادر تمويلية: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات،... فإذا تم أخذ كل عنصر على حدى فتكلفته هنا تعبر عن تكلفة نوعية (محددة)، وبالتالي فإن القرار يعتمد على العائد المتوقع منه مقارنة مع تكلفة المصدر التمويلي المستعمل، لكن هذه الطريقة فيها مغالطة ونوع من التضليل فالاعتماد على مصدر يؤدي إلى حدوث اختلالات على مستوى هيكل تمويل المؤسسة مما يعرض المؤسسة للخطر، إضافة إلى أن المؤسسة تعمل على تحقيق التوازن بين مختلف المصادر التمويلية، بحيث تؤدي إلى تدنية التكلفة إلى أقصى حد ممكن، وهنا يظهر مفهوم التكلفة المشتركة للأموال وهذا من خلال ترجيحها بأوزان.

3- التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية (AMC):

التكلفة المتوسطة تمثل المتوسط الموزون لتكاليف كل عنصر من رأس المال الذي يتم توزيعه، وتكون غاية المؤسسة تدنيته إلى أدنى حد ممكن وهذا عن طريق بناء هيكل مالي سليم، ويظل ثابتاً على العموم إلى أن تستنفذ المؤسسة كل الأموال الداخلية، ومن ثم يبدأ بالتغيير في حال الحصول على كميات متزايدة من المصادر الخارجية، أما التكلفة الحدية فهي عبارة عن التكلفة المتوسطة للأموال الإضافية التي يتم الحصول عليها، ومن هنا فإن أهميتها تعود لدورها الكبير في أغراض الموازنة الرأسمالية وكذا القرارات المالية، فالمؤسسة لن تقبل أي مصدر تمويلي جديد تكون فيه الكلف الحدية لها أقل من معدل العائد الداخلي، ما يعني ضرورة أن تكون صافي القيمة الحالية موجبة، وذلك عند استخدام سعر الخصم ممثل في هذه الحالة بتكلفة الأموال الحدية.

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 24-25.

4- التكاليف الظاهرة والتكاليف الضمنية (EI):

يمكن تعريف التكاليف الظاهرة بأنها معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري، وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجية، وتمثل هذه التدفقات النقدية الخارجية في مدفوعات الفوائد، نصيب الأسهم من الأرباح،...، أما التكلفة الضمنية فهي تكلفة الفرصة البديلة، والتي تنشأ من تعدد الخيارات لاستخدام الأموال الإضافية، ومنه فالتكلفة الضمنية هي معدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية.

ثانيا: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

إن تكلفة التمويل تخضع للعديد من المتغيرات التي تؤثر عليها، وتختلف هذه المتغيرات تبعاً إلى وجهة النظر التي يتم على أساسه دراستها، منها مدى قدرة المؤسسة على التحكم فيها باعتبارها تسعى إلى تحقيق العديد من الأهداف، والتي من بينها تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي ثروة الملاك، ولذلك يتم تقسيمها كما يلي:

1- العوامل التي لا تتحكم فيها المؤسسة: تؤدي هذه العوامل إلى التأثير على تكلفة الأموال مع عدم

قدرة المؤسسة على التدخل فيها، وإنما تعمل على التحقيق من حدتها وأثارها السلبية، والعمل على استغلالها بأحسن طريقة ممكنة لتحقيق أهدافها وهذا في الحالة الإيجابية، وتمثل أهم هذه العوامل في:¹

أ- أسعار الفائدة: وهي عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض، سندات) وتتبع على العموم أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني، حيث يؤدي ارتفاعها إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء ارتفاع أسعار الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية والممتازة.

ب- معدلات الضرائب: وتحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة بالضرورة على التدخل فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال واضحا لكونها تأخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة القروض، وكذلك في حال صدور تشريعات تقضي بتحديد معدلات ضرائب منخفضة على مصدر تمويلي معين فمثال ذلك تحديد ضرائب منخفضة على الأرباح الرأسمالية عن المعدل المقرر على الربح الدوري، تؤدي حتما إلى تخفيض تكلفة الأسهم العادية، وبالتالي تعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية على حساب المصادر الأخرى.

2- العوامل الخاضعة لسيطرة المؤسسة: وفيها تتمكن المؤسسة في الغالب من تعديلها والتحكم فيها وفق أهدافها وقدراتها، وهي:²

¹: عاطف وليم أندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 425.

²: عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 426-427.



- أ- سياسات التوزيع: من خلال هذه السياسات تعمل المؤسسة على توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين أما الباقي فيتم الاحتفاظ به لدى المؤسسة، ويمثل الرصيد المتراكم من الأرباح غير الموزعة على المساهمين الأرباح المحتجزة، ويؤدي تدني نسبة هذه الأخيرة لدى المؤسسة إلى عجزها عن تمويل استثماراتها ذاتياً مما يفرض عليها اللجوء إلى مصادر أخرى، هذا الأمر يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل على عكس الحالة التي تكون فيها الأرباح المحتجزة متوفرة لدى المؤسسة في حدود النسب الواردة في الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، مما يؤدي إلى تدني تكلفة التمويل بشكل كبير، وهذا يكون دون المغالاة في احتجاز الأرباح والذي قد يؤثر بالسلب على المؤسسة.
- ب- السياسة الاستثمارية للمؤسسة: عادة تكون معدلات العائد المطلوب على الأسهم العادية والسندات هي العناصر المستخدمة في تقدير تكلفة الأموال في البداية، وبالتالي هذه المعدلات تعكس درجة الخطر المرتبطة بالأصول المالية للمؤسسة، لذا يمكن افتراض أن المؤسسة تمول أصول مماثلة لأصولها ولها نفس درجة المخاطر عن طريق الأموال الإضافية، ولكن إن حدثت وغيّرت المؤسسة من سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة لأصولها، فهذا ينعكس على العائد المطلوب حسب درجة الخطر المصاحبة للأصول الجديدة، وبالتالي تكلفة التمويل تتغير وفقاً للتغيير الحاصل في معدلات العائد المطلوبة.
- ت- توجهات المؤسسة بشأن هيكل رأس المال: فالمؤسسات عادة تخطط لهيكل مالي أمثل، ونظراً لاختلاف تكلفة تمويل كل عنصر حسب درجة الخطر، فعند قرار المؤسسة القاضي بإحداث تغيير هيكلها المالي فهذا بالضرورة يحدث تغييراً على مستوى التكلفة أيضاً.¹

المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

تعتبر أول خطوة لقياس التكلفة الإجمالية المتوسطة للتمويل هي قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، فهي خطوة هامة للمؤسسة وذلك من خلال معرفة تكلفة المصدر ومقارنتها بتكلفة المصادر الأخرى، إضافة إلى استعمالها في حساب التكلفة الإجمالية للتمويل.

أولاً: تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض

تدل تكلفة التمويل عن المعدل الحسابي الذي يحقق المساواة بين الأموال التي تم تحصيلها والأموال التي تم تسديدها لصالح المقترضين.²

وتحسب هذه التكلفة بعد معالجتها ضريبياً، ذلك أن الحكومة تتحمل جزءاً من تكلفة الاقتراض كون أن الفوائد تعد تكلفة تظهر في ميزانية المؤسسة تؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي إلى تخفيض مبلغ

¹: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 74.

²: بسام محمد الآغا، مرجع سبق ذكره، ص 56.

الضريبة المدفوع من قبل المؤسسة وعليه فإن هذا يوفر الضريبي يقلل من تكلفة الفائدة المدفوعة ما يسمح بزيادة قيمة المؤسسة أي القيمة السوقية للسهم في السوق أو ثروة حملة الأسهم العادية التي تتحدد بالجرى النقدي (لصافي الدخل والأرباح الموزعة) بعد الضريبة.

ومنه يمكن صياغة معادلة تكلفة الاقتراض على النحو التالي:¹

$$Kdt = kd - kdxt \quad K \Leftrightarrow dt = Kd(1-T)$$

حيث:

$$K(dt) = \text{تكلفة الاقتراض بعد الضريبة}$$

T: معدل الضريبة

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

ثانيا: تكلفة التمويل عن طريق الاسهم

سنتطرق في هذا الجزء إلى تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1. تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية

تمثل تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية في معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين.²

هناك عدة طرق لحساب هذه التكلفة أبرزها ما يلي:³

أ. طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية:

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

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

حيث:

Ka: تكلفة الأسهم العادية.

Divt: الأرباح المتوقعة لكل سهم.

Po: القيمة السوقية للسهم.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 368.

² Gérard charreaux, op cit, P 139.

³ عبد الستار مصطفى الصباح واخرون، مرجع سبق ذكره، 277.



F: تكلفة إصدار السهم.

G: الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم.

وتعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعاً كونها واقعية.

ث- نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF):

وهي طريقة أخرى لتقدير تكلفة الأسهم العادية وتعطى بالعلاقة التالية:¹

$$E(R_a) = R_F + B(E(R_m) - R_F)$$

حيث:

$E(R_a)$: الأمل الرياضي لمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأسهم العادية).

R_F : معدل مردودية الأصل الخالي من الخطر (مثل معدل الفائدة على السندات الحكومية).

(R_m) : الأمل الرياضي لمعدل مردودية محفظة السوق.

B: معامل بيتا لقياس خطر الأسهم.

وعليه معدل المردودية لأصل ذو خطر يساوي معدل المردودية لأصل بدون خطر مضاف إليه علاوة الخطر التي تساوي الفرق بين معدل المردودية المتوقع لمحفظة السوق ومعدل المردودية بدون خطر مرجحاً بمعامل بيتا.

2. تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة مصدراً من مصادر التمويل الذي يجمع بين خصائص السندات والأسهم العادية، وتشارك الأسهم الممتازة مع السندات في أنها تشكل التزاماً مالياً ثابتاً للمؤسسة لحملة الأسهم الممتازة الأولية في الحصول على الأرباح عند اتخاذ قرار التوزيع قبل حملة الأسهم العادية.

ويمكن تداول الأسهم الممتازة في السوق المالي ولذلك فالمؤسسة المصدرة غير ملزمة بشرائها، وتكون تكلفة الأسهم الممتازة من تكلفة الأرباح التي تدفع لحاملها منسوبة إلى سعر بيع السهم الصافي في السوق بعد احتساب العلاوة أو الخصم الذي يباع به السهم الممتاز في السوق واستبعاد تكلفة الإصدار.²

¹: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 37.

²: دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص 320.

ويمكن حساب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية:¹

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

$$Ksp = \frac{Dps}{p(1 - cost\%)}$$

حيث:

Dps: الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة

Pnt: السعر الصافي بعد إصدار السهم الممتاز الواحد، بمعنى يطرح من قيمة السهم مصاريف الإصدار والتوزيع.

P: سعر بيع السهم الممتاز.

Cost: مصاريف إصدار وتوزيع السهم الممتاز، وتحسب كنسبة مئوية بقسمة تكلفة الإصدار على سعر السهم الممتاز.

ثالثاً: تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة

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

- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة، ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد.
- تستطيع المؤسسة نفسها استثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية وتحصل بالتالي على عائد معين من ذلك الاستثمار.²

وبناء على ذلك فإن هناك طريقتين لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة:

1. الأرباح الموزعة على المساهمين

وتكون تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:³

أ- اقتراض عدم وجود ضرائب وعمولات

¹: أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص 341.

²: عبد الستار مصطفى الصباح وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 228-229

³: عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 376



$$K_a = K_s = \frac{\text{Dive}}{P_0} + g$$

حيث:

K_s : تكلفة الأرباح المحتجزة.

K_a : تكلفة الأسهم العادية.

Dive : الأرباح المتوقعة لكل سهم (المقسوم المتوقع).

P_0 : القيمة السوقية للسهم.

G : الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم (معدل النمو).

■ تكلفة الأرباح المحتجزة: تعتمد على وجود ضرائب وعمولات.

■ تكلفة الأسهم العادية: تعتمد على عدم وجود ضرائب وعمولات.

ب- افتراض وجود ضرائب وعمولات

وعليه فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تحسب كما يلي:¹

$$E_s = K_a (1-T) (1-\text{cost}\%)$$

- عائد الاستثمار الخارجي:

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

المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (WACC)

بعد التطرق في المطلب السابق إلى كيفية تقدير تكلفة الأموال كل على حدى، نتناول في هذا المطلب التكلفة المتوسطة المرجحة لمجمل الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها، حيث لا يمكن أن تعتمد المؤسسة على مصدر واحد، فهذا الأمر يعرضها لمخاطر جمة علاوة على حرمانها من بعض المزايا الناتجة عن مصادر تمويلية أخرى.

¹: عبد الستار مصطفى الصباح وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 229

أولاً: مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها

تختلف الأموال التي تستعملها المؤسسة من حيث حجمها، تكلفتها، ومصادرها،...، تعرف حسب الدكتور دريد كامل آل شبيب على أنها:¹ المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، حيث يدخل في حساب المتوسط مكونات الهيكل المالي وفقاً لأوزانها النسبية قياساً لحجم الهيكل ذاته. ويمكن أن تستعمل التكلفة المتوسطة المرجحة لغرضين أساسيين هما:²

- أولهما هو تقييم أداء المؤسسة، وذلك عن طريق المقارنة بين التكلفة المتوسطة المرجحة ومعدل المردودية لفترات زمنية سابقة.
- أما الثاني فيتمثل في وضع نموذج مستقبلي لأداء المؤسسة، وهذا عن طريق التركيز على الحصول على مختلف مصادر التمويل بأدنى تكلفة ممكنة.

الحصول على مختلف مصادر التمويل بأدنى تكلفة ممكنة، ولكن لاستعمال الأوزان في تحديد تكلفة التمويل فإنها تعتمد على عاملين هما: مدى الاستقرار في هيكل رأس المال الفعلي وعلاقة القيم السوقية بالنتائج، وتستعمل عموماً العلاقة الموالية في تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:³

$$WACC = (W_f 0\%) + [W_d K_d] + [W_p K_p + W_{p_n} K_{p_n}] + [W_s K_s + W_e K_e]$$

ت، الأسهم العادية، ت، الاسهم الممتازة، ، الديون، الأموال المجانية

حيث:

- W_f, W_d, W_p : تمثل الأوزان النسبية لكل مصدر،
- K_d, K_p, K_e : تمثل تكلفة كل مصدر،
- $W_s K_s, W_{p_m} K_{p_m}$: تكلفة التمويل والوزن النسبي للإصدار الجديد من الأسهم الممتازة والعادية.

ثانياً: مداخل حساب التكلفة المتوسطة المرجحة

عند اعتماد الترجيح يتم على أحد المداخل الآتية في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة:

¹: دريد آل كامل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 323.

²: David E. Vance, **Financial analyses et décision malsain : Tools and technique to solve Financial problèmes and males effective business décaissions** Mc Graw-hill, 2003, p152.

³: **Ibid**, PP 152-153.

1. مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية (HW):

إن حساب تكلفة الأموال على أساس هذا المدخل لقيمة العناصر المكونة للهيكل المالي للمنشأة يعد أمراً شائعاً، ويعاب عليه أن تكلفة الأموال في ظلّه سوف تتغير في كل مرة يتغير فيها الهيكل المالي، سواء من حيث العناصر التي يتكون منها، أو من حيث نسبة كل عنصر فيه وذلك بغرض ثبات تكلفة كل عنصر. وإذا ما كان لهذا التغير صفة الاستمرار، فإن حساب تكلفة الأموال على هذا النحو يعد ملائماً في حالة واحدة فقط، هي الحالة التي يكون فيها الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي هو خليط مستقر أي لا يتغير من وقت لآخر وهو أمر قد يكون بعيد المنال، ذلك أنه يعني أن أي أموال إضافية تحصل عليها المنشأة لن تتغير من نسب الخليط الذي يكون هيكلها المالي، أو بعبارة أخرى أن الأموال الإضافية التي تحصل عليها المنشأة في المستقبل، لا بد وأن تكون من نفس العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي وبنفس النسب.¹

فالمؤسسة وأثناء اعتمادها على هذا المدخل في ترجيح تكلفة أموالها تصادف خيارين لطريقة تقييم مصادر التمويل وذلك إما عن طريق القيمة الدفترية أو السوقية، وفيما يلي شرح لكل من الطريقتين:²

أ- تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية (BV):

أثناء الاعتماد على القيمة الدفترية المرجحة لتقدير تكلفة الأموال فهذا يعني إيجاد الحصة النسبية لكل عنصر من مصادر التمويل كل حسب القيمة المسجل بها في سجلات المؤسسة، والملاحظ هنا ميزة السكون التي تضفي على هذا المدخل، ويتم حساب تكلفة الأموال في هذه الحالة عن طريق إيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، وذلك كما يلي:

$$WACC = W_1K_1 + W_2K_2 + \dots + W_nK_n \text{ أي}$$

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_n K_n$$

أ- كلفة الأموال على أساس القيمة السوقية (MV):

يتم وفق هذا المدخل الاعتماد على القيمة السوقية (الجارية) لمختلف العناصر المكونة لهيكل رأسمال المؤسسة، وذلك عن طريق تحديد أوزان وحصص كل عنصر، وتعتبر عملية تقدير أوزان العناصر التمويلية على

¹: أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 91.

²: نفس المرجع السابق، ص ص 91-92.

أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من القيمة الدفترية وذلك لكونها أكثر تجسيدا للواقع، ويقصد بالقيمة السوقية للعناصر التمويلية قيمة كل مصدر في السوق حيث تتعرض هذه العناصر إلى تقلبات في قيمتها السوقية.

1. مدخل الأوزان المستهدفة (TW):

إن من أهم الانتقادات الموجهة للمدخل السابق (الفعلي)، هو افتراض ثبات مكونات هيكل رأسمال المؤسسة من حيث النسب والعناصر، إذ في كثير من الأحيان يكون على المؤسسة تغيير المصادر التمويلية من جانب المكونات أو النسب مما قد يؤدي إلى عدم استقرارها من حيث التكلفة، وجاء هذا المدخل لتخطي هذا الانتقاد وفق هذا المدخل تقوم المؤسسة بوضع هيكل رأسمال مستهدف تسعى قدر المستطاع لتحقيقه، وبالتالي تعتمد المؤسسة على أوزان نسبية محددة لكل عنصر تمويلي.

وأهم مميزات التكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة ثباتها إلا إذا تغير هيكل رأسمال المستهدف، ولكن هذا قد يشكل خطراً على المؤسسة وخاصة عند استعمال هذه التكلفة في تقييم المقترحات الاستثمارية، ومقارنتها مع معدل العائد المتوقع على الاستثمار في ظل ارتفاع التكلفة الفعلية للأموال.¹

2. المدخل الحدي للترجيح (MCC):

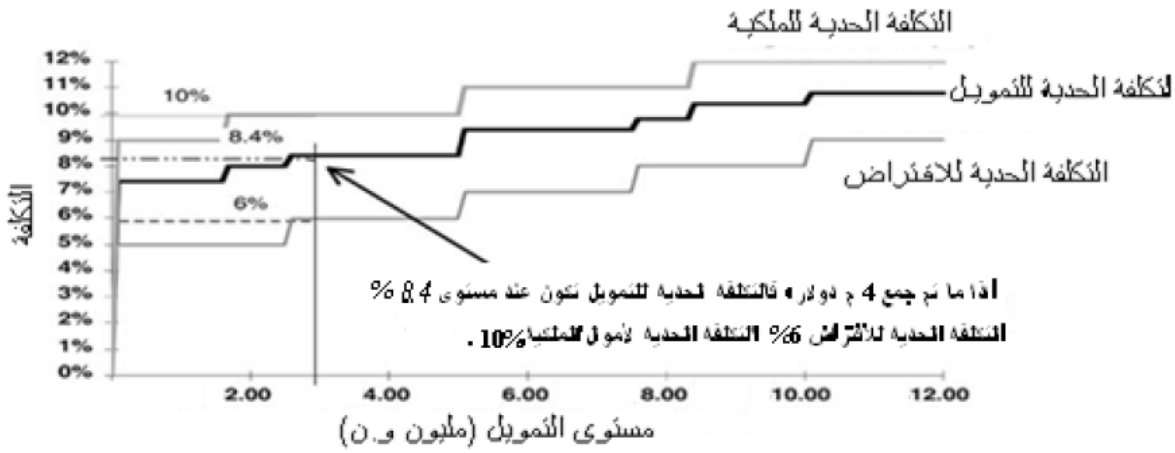
التكلفة الحدية هي عبارة عن تكلفة الوحدة الإضافية من الأموال، ومنه فالأوزان الحدية تمثل النسبة المئوية للمصادر التمويلية المختلفة التي ترغب المؤسسة في إضافتها إلى رأسمالها، وعلى العموم تستعمل هذه الطريقة عند زيادة رأس المال، وفي ظل هذا الاقتراح فإن تكلفة التمويل ستختلف من اقتراح إلى آخر إذا ما اختلفت المصادر التمويلية المستخدمة أو أن هذه المصادر، فالتكلفة الحدية سواء للديون أو أموال الملكية تتغير، مما يعني تغيير التكلفة الحدية للأموال، وهذا التغيير هو ما يدعى بنقطة الانكسار (break point)، وعند هذه النقطة تبدأ تكلفة الأموال فبالارتفاع وهذا نتيجة اعتماد المؤسسة على تمويل خارجي (أموال ملكية خارجية، بتكلفة أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة).²

ويمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني الموالي:

¹: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 39.

²: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 39.

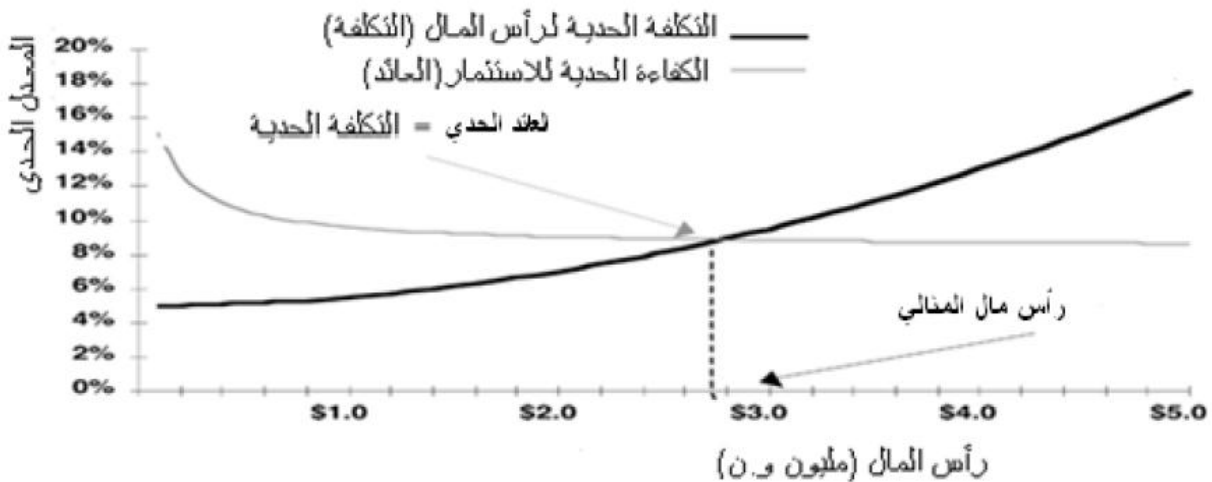
الشكل رقم (2-2): التكلفة الحدية مختلف مستويات رأس المال



المصدر: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 140

حيث نلاحظ من الشكل أن التكلفة الحدية للديون أقل ما يكون مقارنة بأموال الملكية، وباعتبار أن المدخل الحدي يستند إلى قيم حقيقية لعناصر هيكل رأس المال المختار، فهو بذلك يعطي تكلفة رأس المال بطريقة أثر دقة للتقييم والمفاضلة بين المشروعات مما يسمح باختيار الأفضل، وهذا ما يؤدي بالضرورة إلى تعظيم ثروة الملاك، ويتم ذلك من خلال الاستثمار في المشروع إلى غاية تساوي التكلفة الحدية للتمويل مع الإيراد الحدي، فعلى المؤسسة جمع الأموال واستثمارها إذا كانت الزيادة في التكلفة الحدية للتمويل تساوي الزيادة في الإيراد الحدي، وهذا ما يمكن توضيحه بالاعتماد على الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (2-3): مستويات الاستثمار والتكلفة الحدية



المصدر: عبد الكريم بوحادرة، نفس المرجع السابق، ص 140

فالشكل يفترض أنه بإمكان المؤسسة استغلال الأموال المتاحة وهذا إلى أن تساوى التكلفة الحدية للتمويل مع الإيراد الحدي، فما دام العائد يطفى على التكلفة فلا ضير لأن ذلك سيكون له نتائج إيجابية على المؤسسة إذ سينعكس على العائد الإيجابي الذي ستحققه المؤسسة، أما في الحالة العكسية فمن الأفضل للمؤسسة الامتناع عن استخدام هذه المصادر التمويلية.

ويعود أساسا اختلاف التكلفة الحدية إلى عاملين: اختلاف هيكل رأس المال المستخدم واختلاف تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للسلوك التمويلي

بعدما تطرقنا في المبحث السابق إلى سيورة تمويل احتياجات المؤسسة، يواجه المسير أثناء اتخاذه قرارات التمويل قضية تعتبر من أكثر القضايا إلحاحا في مجال مالية المؤسسة وهي قضية اختيار الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسة، حيث يعتبر موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسة من المواضيع التي نالت اهتمام الكثير من الباحثين، حيث أنه على مدار ما يقارب من الأربعين عاما هناك جدل بين الماليين حول ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه و ما إذا كان هيكل التمويل يؤثر على قيمة المؤسسة، ظهرت عدة نظريات حاولت تفسير ذلك.

المطلب الأول: نظرية العلاقة التوازنية (تكلفة الافلاس، تكلفة الوكالة)

تقضي هذه النظرية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض، هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.¹ وقبل التطرق لفحوى نظرية العلاقة التوازنية نستعرض أولا تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة لتبسيط فهم النظرية.

أولا: تكلفة الإفلاس

هي التكلفة الناتجة عن عجز المؤسسة في سداد التزاماتها عند تواريخ استحقاقها، هذا ما يؤدي بها إلى إجراء قانوني يعلن إفلاسها، ويخص ذلك الإجراء، المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة والاقتراض في تمويلها، في حين المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة فقط في تمويلها غير ملزمة بإرجاع قيمة السهم، أو دفع التوزيعات إذا لم تقرر ذلك ما يجعلها لا تتعرض لمثل هذه الإجراءات.

وتتمثل تكلفة الافلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الافلاس سواء كانت مباشرة (مختلف المصاريف: كأتعاب المحامين، تعويضات، تسريح العمال، مصاريف إدارية) أو غير مباشرة (عدم إمكانية الحصول على تمويلات تخفيض قروض، الموردين،...) ويزداد خطر الإفلاس كلما زاد ثقل الاقتراض في حجم الهيكل التمويلي، الأمر الذي يحصل من ممولي المؤسسة (دائنين أو مساهمين) يطالبون بمعدل مردودية مرتفع يعكس حجم الخطر مما ينعكس طرديا على تكلفة رأس المال، ومن ثم ينعكس سلبيا على القيمة السوقية للمؤسسة.

¹: منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، 295.

استناداً لنظريات المنظمات (نظرية تكلفة الصفقات، نظرية تكلفة الوكالة) فإن المؤسسة عبارة عن مركز للتعاقد سواءً كانت عقود مكتوبة أو غير مكتوبة، وعلى المسير تسيير هذه العقود وتكاليفها، فنظرية تكلفة الوكالة هي نتيجة لمشاكل الرشادة المحدودة وخصوصية المعلومة.

وتعرف الوكالة على أنها: فهي تفوض حق من حقوق الملكية من المالك (الموكل) لشخص آخر (الموكل) كحق الاستعمال أو التصرف.¹

تعتبر هذه النظرية أن الإدارة عبارة عن وكيل عن المساهم وهذا الوكيل انتهازي وذو رشادة محدودة، على عكس ما كان سابقاً بأنه ذو رشادة غير محدودة، قد يهدف هذا الوكيل إلى تعظيم منفعته على حساب الموكل.²

ووفقاً لفرض هذه النظرية فإن المساهمون يلجؤون إلى متابعة الأمور التي تجعل داخل المؤسسة بأنفسهم أو بواسطة وكلاء عنهم ما يترتب عليهم تحمل هذه المهمة التي تدفع إلى الرفع من معدل المردودية المطلوب ما ينعكس أثره على الارتفاع تكلفة رأس المال، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية المؤسسة.³

المطلب الثاني: النظرية الحديثة للمشروع

تعتبر من النظريات الحديثة المفسرة للهياكل التمويلية والتي ظهرت في منتصف السبعينات من القرن العشرين وهي تقوم على أساس نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (نظرية التمويل التسلسلي).

أولاً: نظرية الإشارة

مفاد هذه النظرية هو عدم تماثل المعلومات داخل السوق المالي، وأنه ليس بالضرورة المعلومات التي تنشرها المؤسسات تكون صادقة، وانطلاقاً من هذا فبإمكان مديري المؤسسات الجديدة إصدار إشارات خاصة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى الأقل أداءً منها.

ميزة هذه الإشارة أنها صعبة التقليد من طرف الغير وتقوم هذه النظرية على فكرتين هما:

¹: ابراهيم منير هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 295-296.

²: نفس المرجع السابق، ص 178.

³: هوارى سويسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة، 2007-2008، ص 207.

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، أي أن المعلومات لا تكون متوفرة لدى جميع المستثمرين.
 - المعلومات لا تفهم وهي غامضة، يصعب ادراكها حتى وان كانت متوفرة لدى الجميع الاشارات المستخدمة عديدة نذكر أهمها: هيكل رأس المال، سياسة مكافأة، رأس المال، أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة، ... إلخ.
- تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها التمويلي فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق المالي إلى صنفان A و B بحيث المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من مؤسسات الصنف B.

ومن أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A و B، يحدد المستثمرين في السوق مستوى من المديونية (الاقتراض) يسمى المديونية الحرجة، بحيث المؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها قدرة على الاستدانة أعلى من D وهكذا.¹

وإذا أراد مسيرو المؤسسة A التدليل على أن مؤسستهم ذات مردودية عالية فعليهم إصدار المزيد من الديون، ومن شأن هذه العملية أن ترفع من القيمة السوقية للمؤسسة (تأثير إيجابي على أسعار الاسهم)، هذا على عكس مسيري المؤسسة الأقل أداءً الذين لا يستطيعون تقليد المؤسسة B بإصدار المزيد من الديون.

وخلصت النظرية من جانب الهيكل التمويلي كإشارة للتدليل عن المؤسسة، أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في الهيكل التمويلي، وكذلك وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من القيمة السوقية للمؤسسة ومستوى الديون واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وأن أهمية تكلفة الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون.²

وقد تتبع المؤسسة سياسة توزيع الأرباح كإشارة للتدليل عنها في السوق المالي، حيث يؤدي إعلان إدارة المؤسسة عن توقعاتها بزيادة مقدار الأرباح الموزعة للسهم إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها في السوق المالي، ونفس التأثير يحدث عند التوزيع الفعلي للأرباح، غير أن التوقعات الصادرة من المؤسسة بما يتعلق بالتوزيعات هو الأمر الذي يحدد القيمة السوقية للسهم.³

وفي الواقع العملي، تقوم المؤسسات المدرجة بالبورصة في كثير من الحالات بإعلان توقعاتها بشأن الأرباح، كما قد تقوم بإعادة تصحيح تلك التوقعات، فهذا الاجراء من شأنه أن يؤثر على قيمة المؤسسة السوقية

¹: يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 166-167.

²: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³: هوارى سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص 210.

بالارتفاع في حال الزيادة، وما يفسر لجوء المؤسسة لذلك إنما يقع في خانة هذه النظرية التي يقصد منها إعطاء إشارة للسوق.¹

المطلب الثالث: نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل

وتسمى بنظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (نظرية التمويل التسلسلي) وتعتبر من بين أهم النظريات الحديثة المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة ظهرت منتصف الثمانينات، وتفترض وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل.

كان الميلاذ الحقيقي للنظرية على يد " Donald son " حيث أجرى 172 دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الأمريكية.² وتتلخص أبعاد هذه النظرية فيما يلي:³

1. المؤسسات تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي (الذاتي)، المتمثل في الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك.

2. تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك كافية في الظروف العادية لتمويل الفرص الاستثمارية.

3. تتبع المؤسسات سياسات توزيع ثابتة للأرباح، بغية تجنب التغيرات المفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على إنقاص في قيمة الأرباح الموزعة.

4. إذا لم تكف حصيلة بيع الأوراق المالية إلى جانب التمويل الذاتي لمواجهة الاحتياطات المالية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى الاقتراض مباشرة أو إصدار سندات، ثم يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وفي النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

ومن خلال ما سبق ترى هذه النظرية أن السلوك التمويلي للمؤسسات يكون كالاتي:

- التمويل الذاتي.
- الاقتراض (الاستدانة).
- في حالات استثنائية: التمويل بالأسهم.

شهدت نظرية التمويل التسلسلي ثلاث نماذج من قبل مؤيديها، نستعرضهم باختصار كما يلي:

¹: نفس المرجع السابق، ص 211.

²: تبر زيغود، مرجع سبق ذكره، ص 103.

³: منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 301-302.

أولاً: نموذج Majluf & Myer :

افترض Mayer and Majluf أن مسيري المؤسسة يملكون معلومات ليست متاحة للغير (عدم تماثل المعلومات)، وأنه يعملون وفقاً لمصلحة المساهمين.

وأن مستقبل المؤسسة غير مباشر، حينما يتوقع أن يسعى الميسرون لإصدار أسهم جديدة قصد جلب المستثمرين ليتحملوا جزءاً من الآثار السلبية المحتملة وبالتالي تخفيف العبء على الأملاك، وبهذا سيبدو أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المستقبليين بأنه شيء محيد.

ومنه خلصوا إلى أنه إذا كان مسيري المؤسسة يعملوا وفقاً لمصلحة المساهمين فإنهم لن يقوموا بإصدار أسهم جديدة، وبدل ذلك يستخدموا إصدار ديون خالية من الخطر لتمويل الاستثمار المقترح وبالتالي: لا تنخفض أسعار الاسهم في السوق المالي.

وانتهى النموذج إلى أن المؤسسة تلجأ عند تمويل استثماراتها الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي)، ثم الديون الأقل مخاطرة وفي النهاية إصدار أسهم عادية.¹

ثانياً: نموذج Williamson

يقوم هذا النموذج على افتراض أن أطراف التعاقد ذو رشادة محدودة، وأن هؤلاء المتعاقدين يغرون من سلوكهم حسب مصلحتهم، حيث بعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن ينتج عنه تعديلات بعدية وبشكل دائم حتى يمكن لهذه العلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، عندما يتعلق الأمر بعقد تمويل فإن الديون ورفع رأس المال لا تعتبر مجرد مصادر تمويل وإنما وسيلة لتحقيق هذه التعديلات.²

بالتالي حسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل الاقتصادي المراد تمويله تلعب دور كبير في اختيار مصدر التمويل المناسب، فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص لا بد أن يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة والممولين حتى تسمح بإجراء تعديلات لاحقاً، فاللجوء إلى زيادة رأس المال يكون أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بهذه التعديلات على العقد، فمثلاً إذا كان الأصل الخاص هو مشروع بحث وتطوير فإن تمويله يكون مقبولاً أكثر من طرف المساهمين أكثر منه من طرف المقرضين، انطلاقاً من كون هذا المشروع لا يحقق مردودية في الآجال المحددة له، بالمقابل فالاستدانة لا تسمح بإجراء تعديلات بعدية لأن كل من الفوائد وأقساط القروض تدفع حسب تواريخ الاستحقاق المحددة مسبقاً.

¹: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 103.

²: Ziane Idriss, la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises française : une étude sur donne de pénal : www.univ-orleans.fr/deg/cdeconmisactiv/doc/ymzidne.pdf/pag le 25/02/2015/.

أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص فإن الاستدانة تعتبر أكثر ملائمة لأن احتمالات القيام بتعديلات بعدية تكون ضئيلة انطلاقاً من كون الاستثمار الممول يحقق عوائد منتظرة بشكل منتظم وفي تواريخ محددة.¹

ثالثاً: نموذج Mayer (1990)

حاول Myer من خلال هذا النموذج معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة "wealth corporate".² قيمة هذه الثروة مبنية في الميزانية المالية التالية:

الجدول رقم (2-2): تمثيل الفوائض التنظيمي وثروة المؤسسة

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ بعين الاعتبار تدفقاتها النقدية cash-flows المنتظرة	D: الديون
PVGO ⁺ : القيمة الحالية للفرص الاستثمارية	E: الاموال الخاصة
PVTAX ⁻ : القيمة الحالية للضرائب	S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمي

Source: Rafik samira et abdessadeq sadq, **ipid**, p 20

يشمل الفوائض التنظيمي القيمة الحالية لأجور المستخدمين المرتفعة، المنح والعائلات،... الخ.

كما يتضح من خلال الجدول وبما أن هدف المؤسسة هو تعظيم قيمة الثروة فإن ذلك يتحقق من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، في هذه الحالة الزيادة في رأس المال يكون أفضل من الاستدانة إذا كان اللجوء إلى التمويل الخارجي ضروري. فمثلاً تمويل استثمار له قيمة صافية سالبة أو معدومة عن طريق الديون لا يرفع من قيمة الثروة في حين إذا كان القرار المالي يقضي بزيادة رأس المال مثلاً بقيمة 100000 وحدة نقدية من أجل تمويل استثمار بقيمة 60000 وحدة نقدية، فالمساهمون يفقدون ما قيمته 4000 وحدة نقدية لكن قيمة الثروة والفوائض التنظيمي سيرتفعان معاً، وعلى هذا الأساس فإن الفوائض يرتفع من خلال زيادة رأس المال وليس نتيجة للديون حسب هذا المنظور.

وعليه من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من اللجوء إلى سياسة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية وبالتالي يفضل التمويل الذاتي على رأس المال.

¹: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 107.

²: Rifki samira et abdessadeq sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financière, N°131, p 19.

وبالتالي ترتب أولوية مصادر التمويل وفقاً لنموذج Myers 1990 حسب التسلسل التالي: أولاً التمويل الذاتي ثم زيادة رأس المال وأخيراً الاستدانة.¹

المطلب الرابع: نظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل لكل من MM

قدم كل من (MM) نموذجاً حول السلوك التمويلي للمؤسسات يهتم بالهيكل التمويلي لها، إذ أسهما كثيراً بمقالاتهم في النظرية المالية الحديثة. ولقد أثبت كل من (MM) عدم وجود هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، وهذا عبر اقتراحين الأول في حالة غياب الضرائب والثاني في حالة وجود الضرائب.

أولاً: الهيكل التمويلي للمؤسسة في غياب الضرائب 1958

يرى كل من (MM) أنه في ظل غياب الضرائب فإن القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة) وتكلفة رأس المال مستقلان تماماً عن الهيكل التمويلي أي عن تغيرات نسبة الاقتراض. ولقد استند كل من (MM) على مجموعة من الفرضيات التي شكلت الأساس لنظريتهم وهي:²

- الأسواق المالية هي أسواق كاملة والمعلومات متاحة لجميع المستثمرين بدون تكاليف.
- لا توجد تكاليف للمعلومات المالية.
- سلوك المستثمر عقلاني في السوق المالي.
- تصنيف المؤسسات إلى فئات متجانسة المخاطرة ومنه فكل مؤسسة داخل كل فئة تتعرض إلى نفس درجة المخاطرة.
- سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة تقضي بتوزيع كل أرباحها.
- غياب تضارب المصالح.
- إمكانية قيام المستثمرين بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة ونفس الشروط التي تحصل فيها المؤسسة على القروض.

خلصت هذه الدراسة إلى أنه في حالة تماثل مؤسستين في حجم الدخل المحقق مع انتمائها لنفس فئة الخطر واختلافهما من حيث الهيكل التمويلي الخاص بهما، فلا بد أن تتساوى قيمتهما في هذه الحالة.

المستثمر من خلال أسلوب المراجعة سيحقق عائد أعلى دون أن يتحمل مخاطر إضافية، وهذا نظراً لتساوي نسبة الاقتراض في الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة المستدينة.

¹: Rafik samira et abdessadeq sadq, op cit, p 20.

²: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 66.

وخلاصة القول هو أنه في حالة وجود مؤسستان تنتمي إلى نفس فئة المخاطرة ومتماثلتان في نفس الخصائص عدا هيكلهما التمويلي، فإن أسلوب المراجعة كفيل بتحقيق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين مهما اختلف هيكلهما التمويلي.¹

ثانياً: الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود الضرائب 1963

قدم كل من (MM) سنة 1963 طرحهما الثاني للنظرية وهذا بإدراج عامل الضرائب على أرباح

المؤسسات، وانطلاقاً في تحليلهما من فكرة أن الضرائب ينتج عنها ما يعرف الوفورات الضريبية والتي تعني تقليص الضريبة على أرباح المؤسسة، فلو أخذنا فكرة المثال السابق لمؤسستين متماثلتين في الخصائص عدا في الهيكل التمويلي، الأولى تعتمد على التمويل بالأموال الخاصة والثانية تعتمد على الأموال الخاصة والاقتراض في تمويلها، فإن قيمة المؤسسة الثانية أكبر من قيمة المؤسسة الأولى وهذا بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.²

في ظل مخاطر معينة تزداد قيمة المؤسسة كلما زاد اعتمادها على الاقتراض ليصبح هيكلها التمويلي الأمثل هو: ذلك المعتمد بشكل مطلق على الديون كونه يحقق لها أدنى تكلفة رأس مال ممكنة يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إلى حد كبير.³

ويمكن صياغة قيمة المؤسسة المعتمدة في هيكلها التمويلي على الأموال الخاصة والاقتراض وفق المعادلة الرياضية التالية:

$$VE = VN + TD$$

حيث:

VE: القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة

VN: القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة

T: تمثل معدل الضريبة على أرباح المؤسسات

D: تمثل قيمة الأموال المقترضة

TD: تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية وتحسب وفق المعادلة التالية:

¹: هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 204.

²: تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 71.

³: هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 205.

$$TD = \frac{\text{سعر الفائدة على القروض}}{\text{قيمة الفوائد } X \text{ معدل الضريبة}}$$

ويستعمل سعر الفائدة كمعدل استحداث يتم وفقه استحداث الوفورات الضريبية (الاقتصاد في الضريبة) السنوية المتوقعة، كونه تم افتراض أن السندات ليس لها تاريخ استحقاق مثل: الأسهم، واستخدام تكلفة الاقتراض كمعدل للخصم باعتبار أنه لا توجد تكلفة الإفلاس مما يجعل من ثبات معدل المردودية المطلوب على الاستثمار في تلك القروض مساويا لسعر الفائدة على القروض.

يعرف السلوك التمويلي على أنه درجة أو مستوى التغير في اختيار مصادر التمويل من حيث الملكية إذ أن التمويل من حيث الملكية ينقسم إلى قسمين: الأول ممتلك ويضع التمويل الذاتي والرفع في رأس المال، بحيث يتكون التمويل الذاتي من الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك والمؤونات، في حين الرفع في رأس المال يأخذ شكله في إصدار الأسهم العادية والممتازة للتمويل، بينما القسم الثاني هو التمويل المقترض أي الاقتراض (الاستدانة) الخارجية للمؤسسة لتمويل احتياجاتها المالية.

هذا ويبقى اختيار نمط التمويل من قبل المؤسسة يتوقف على عدة عوامل تجربها على تحديد مصدر التمويل المتاح لديها كالسيطرة، ملائمة نوع التمويل، التوقيت، الظروف الاقتصادية العامة، حجم المؤسسة وطاقة الاقتراض... الخ.

وكأحد أبرز مصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسة وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها يعد التمويل الذاتي أحد أهم الموارد التمويلية لهذه المؤسسة كونه يمتاز بعدة مزايا أهمها سهولة الحصول عليه، يعطي استقلال شبه كلي للمؤسسات لأنه يعتمد على الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

ولكل مصدر من مصادر التمويل السالفة الذكر تكلفة يجب أخذها في الحسبان من قبل مسيري المؤسسات قبل اتخاذ قرار التمويل وقد جاءت العديد من النظريات المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسات، لعل أبرزها النظريات الحديثة وعلى رأسها نظرية العلاقة التوازنية التي مفادها أنه في ظل التكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة يتحدد قرار التمويل الملائم للمؤسسة عن طريق تحديد نسبة الاقتراض اللازمة لتمويل الاحتياجات، ومن بين أهم النظريات الحديثة توجد نظريتا الإشارة والالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، حيث تقضي الأولى بعدم تماثل المعلومات وفي ظلها المؤسسات تعطي إشارات للمستثمرين تكون مبهمة قصد جذبهم وبالتالي زيادة الثقة من قبلهم ليتوفر في الأخير لهذه المؤسسات مصادر تمويل خارجية (الاقتراض) في حين النظرية الثانية ترى أن أولوية مصادر التمويل تكون وفقاً لما يلي: التمويل الذاتي، الاقتراض، وأخيراً الرفع في رأس المال.

إضافة إلى نظرية مود جلياني وميلر (MM) التي تقضي بعدم وجود هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة.

الفصل الثالث

تمهيد:

بعد ان التطرق في الفصل الأول إلى ماهية سياسة توزيع الأرباح و النظريات المفسرة لها، والأسس النظرية للسلوك التمويلي في الفصل الثاني سنحاول دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية صيدال المدرجة ببورصة الجزائر، والذي يعتبر من أكبر المؤسسات من حيث عدد الفروع والنشاطات التي يمارسها وذلك خلال الفترة (2004-2013).

وتهدف الدراسة من خلال هذا الفصل إلى التعريف بصيدال، نشأته وهيكله التنظيمي، وعرض لأدائه خلال سنوات الدراسة في المبحث الأول، في حين تتناول الدراسة في المبحثين الثاني اختبار وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة، معتمدة في ذلك على نموذج الانحدار الخطي البسيط والبناء المتعدد.

المبحث الثالث: تقديم عام لمجمع صيدال

يتم تناول في هذا المبحث تعريف مجمع صيدال باعتباره أحد المؤسسات العمومية التي خصصت عن طريق سوق الأوراق المالية، و للمكانة التي يحتلها في مجال صناعة الأدوية على المستوى العالمي والخدمات التي يقدمها للاقتصاد الجزائري، و هذا من خلال ثلاثة مطالب رئيسية و المتمثلة في الآتي:

-النشأة والتعريف بمجمع صيدال.

-الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.

- افاق مجمع صيدال

المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال وأهدافه

يعد مجمع صيدال من المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الصيدلانية في الجزائر، ونظرا لنتائج الهامة المحققة تمكن من دخول البورصة واحتلال نسبة هامة من السوق الجزائرية.

أولا: النشأة والتطور

يعد مجمع صيدال من المؤسسات الإنتاجية الاقتصادية الناجمة عن إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية، فهو بدوره تأسس و أنشئ بعد مرور المؤسسة الصيدلانية الجزائرية بعدة مراحل مختلفة حيث تم إنشاء بوحدة قسنطينة بيوتيك المخبر مالر زيرند "Miller Zayrend" و مخبر بابر "Paper" بوحدة الدار البيضاء خلال الفترة الممتدة ما بين سنة 1962 و سنة 1977، و بعدها أسست الصيدلة الجزائرية المركزية المنشأة بمرسوم رقم 06/77 بتاريخ 23 أوت 1977، ثم إعادة الهيكلة لهذه الأخيرة تحت اسم المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم رقم 16/82 بتاريخ 24 مارس 1982 و وفقا للمرسوم 116/82 لشهر أفريل 1982، ظهر إلى النور مجمع صيدال، بعد ما عرفته الجزائر من هيكلة الصيدلة المركزية في قطاع الصيدلة، و كذا دمج المركب الخاص بإنتاج المضادات الحيوية بالمدينة، بعد ما كان عبارة عن الجزء المتمم للشركة الوطنية للصناعة الكيميائية.

و في بداية 1989، تبنت صيدال برنامجا إصلاحيا، تعقبها مباشرة تحولها إلى مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بالاستقلالية التسيير في شكل مؤسسة ذات أسهم، و التي أصبحت تصدر المراكز الأولى في إنتاج و توزيع الأدوية و كذا تمويل السوق الجزائرية بكفاية.

و في سنة 1993 ، أقدمت هذه المؤسسة على تأسيس فروع جديدة لها كغيرها في هيكلها حتى يتسنى لها القيام بالشراكة، و بموجب إنشاء الشركة العمومية القابضة سنة 1996، أصبحت الشركة القابضة للكيمياة و الصيدلة تستحوذ على 100% من رأس مال صيدال.

ووضعت صيدال في سنة 1997 مخططا للأدوية الذي يتمثل في إعادة هيكلتها، حيث ترجم فيما بعد بتحويلها إلى مجمع صناعي في تاريخ 2 فيفري 1998، فاتخذ هذا المجمع التسمية "المؤسسة العمومية الاقتصادية، مؤسسة ذات أسهم، المجمع الصناعي "صيدال".

وعلى هذا الأساس تم اختيار مجمع صيدال من بين المؤسسات الكبيرة إدراجها في بورصة الجزائر وذلك سنة 1988 بعد الاعتراف بأهميتها و كفاءتها في الإنتاج و التوزيع، حيث يبلغ رأس مال مجمع صيدال 2.500.000.000 دينار جزائري، أما قدراته الإنتاجية فتعادل أو تزيد عن 160 مليون وحدة بيع، و هذا ما سمح من نمو و تطوير نشاط مجمع صيدال بشكل أكبر سواء في تعاملاته الخارجية أو المحلية، كما تسنى لها القيام بعدة شراكات مع المخابر و المؤسسات العالمية للأدوية في نطاق التوسيع من تشكيلة منتجاتها، وكذا القيام بعدة استثمارات كإنشاء مصنع الأنسولين في وحدة قسنطينة.

ويتجلى دور صيدال الرئيسي في توفير الاحتياجات الوطنية من الأدوية الضرورية المطلوبة باستمرار وواسعة الاستهلاك لضمان الصحة العمومية للمواطنين و كذا التقليل من تكاليف الاستيراد بالعملة الصعبة.

و يتمثل مضمونه الاجتماعي في زيادة الإنتاج و الذي ينتج عنه زيادة كل من الاستيراد و التصدير والتسويق لمختلف المواد الصيدلانية و ترقية نشاطه، و في 2 فيفري 1998 توسعت المهام الموكلة إليه لتشمل عمليات البحث في الطب الإنساني و مجال البيطرة و إعداد السياسة العامة للمجمع و مختلف الأنشطة الاستراتيجية المتعلقة بالمالية، الصناعية، التسويق، و التطوير و النوعية، كما يقوم بالمراقبة و التحكم في فروع و وحدات المجمع، و تسيير المحفظة المالية لهذا الأخير.

- سنة 1999 دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر، حيث تم فتح 20% من رأسماله للمساهمين الخواص، و قدرت قيمة السهم الواحد ب 800 دج وكانت أول تسعيرة لأسهم المجمع؛
- سنة 2009 قرر مجمع صيدال رفع حصتها في رأسمال SOMEDIAL إلى 59%؛
- سنة 2010 ارتفعت حصة مجمع صيدال في رأسمال TAPHCO من 38.75% إلى 44.51%؛

تم شراء 20% من رأسمال لIBERAL¹.

1: عمر بوسلامي ، دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال-، مذكرة مقدمة كحجز لنيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال الاستراتيجية للتنمية المستدامة، جامعة الجزائر، جامعة سطيف، دفعة 2012-2013، ص 122.

وتتمثل الأهداف الرئيسية لمجمع صيدال المرجو تحقيقها من خلال نشاطه فيما يلي:¹

- ✓ الحرص على التكوين المستمر للعمال؛
- ✓ التوسع في خط المنتجات و توفير مناصب شغل جديدة؛
- ✓ تطوير الشراكة و توسيع نطاقها مع المؤسسات الأجنبية؛
- ✓ تحسين طرق الإنتاج و مواجهة المنافسة الأجنبية؛
- ✓ الزيادة من قدراته التسويقية و الإعلام الطبي و الميدان التجاري؛
- ✓ الرفع من رقم أعماله، بزيادة المبيعات التي بدورها تزداد بزيادة الإنتاج؛
- ✓ اقتحام أسواق خارجية عن طريق التصدير المباشر؛
- ✓ المواصلة على الحصول و زيادة حجم الحصص السوقية للمجمع؛
- ✓ قيام المجمع بإعادة صياغة سياسة النمو الخاصة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال ومكوناته

بعد ما تم التطرق في المطلب السابق إلى التعريف بالمجمع وأهدافه الرئيسية، سنعرض في هذا المطلب الهيكل التنظيمي لصيدال وشرحهن وكذا التطرق إلى وحداته وفروعه المنتشرة عبر عدة ولايات.

ويتمثل فيما يلي:²

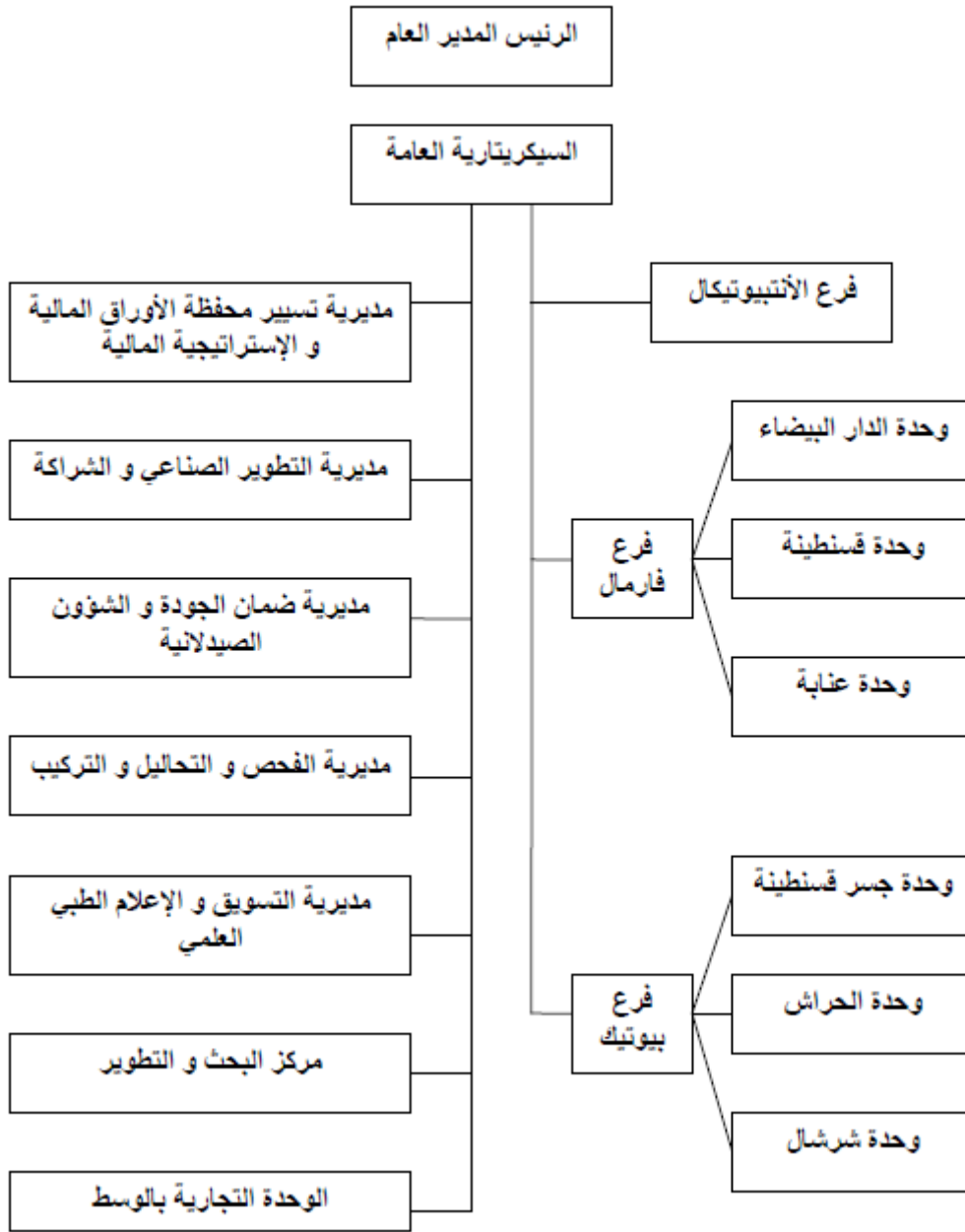
أولا: الهيكل التنظيمي للمجمع

يوضح الشكل أدناه الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال:

¹: عبد الله سناجقي ، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية و محاسبة، الجزائر، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، دفعة 208-209، ص ص 142-143.

²: نفس المرجع السابق، ص 144.

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: عبد الله سناجقي، مرجع سبق ذكره، ص 144

ثانيا: مكونات الهيكل التنظيمي للمجمع

يتكون الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال من عدة فروع و وحدات و مديريات مقسمة حسب المهام والوظائف المكلفة بها، و هي تتمثل في:¹

1- فروع صيدال:

لمجمع صيدال ثلاثة فروع يتحكم فيها و هي: أنتيبوتيكال، فارمال، و بيوتيك.

¹: عبد الله سناجقي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 143-147.

أ- فرع أنتيبوتيكال "Filiale Antibiotical"

يوجد هذا الفرع في المدية، و هو عبارة عن مركب لصنع المضادات الحيوية، حيث يتكون من:

- عمارتين لإنتاج الـ *Peniciline* و *Picilinic*.

- عمارة لإنتاج المواد الأولية.

بدأ نشاطه عام **1988**، توسع مجال إنتاجه ليشمل: المراهم، الحقن، الشراب، كما أنه يتميز بقدرتها الإنتاجية في صنع المنتجات النهائية و المواد الأولية و المواد المركبة، كما أنه يتحكم في مخابر حديثة وعمال ذوي كفاءة إنتاجية عالية.

ب- فرع بيوتيك *Filiale Biotic*

مقر هذا الفرع في الدار البيضاء، و هو يضم ثلاث وحدات إنتاجية وهي: وحدة جسر قسنطينة، وحدة الحراش، وحدة شرشال، تقوم بإنتاج المحاليل المكثفة و العبوات الزجاجية، الأقراص، و الشراب إضافة إلى إنشاء وحدة جديدة للإنتاج في باتنة.

ج- فرع فارمال *Filiale Farmal*

يقع فرع فارمال بالدار البيضاء، و يمتلك وحدات إنتاج في كل من قسنطينة، عنابة، و الدار البيضاء و هو يقوم بإنتاج الأقراص، الكبسولات، المراهم، المحاليل، و معجون الأسنان. كما أنه يمتاز بطاقة هائلة للإنتاج، إلى جانب الكفاءة العالية في التحكم و التحليل.

2- وحدات المجمع

يضم مجمع صيدال وحدتين مركز البحث و التطوير، و الوحدة التجارية للوسط.

أ- مركز البحث و التطوير: *centre de recherche et du développement*

أنشئ هذا المركز سنة **1987** بالمحمدية بالجزائر العاصمة، و هو يقوم بتطوير سنويا من **5** إلى **6** منتجات و التي تدخل مباشرة في تشكيلة الإنتاج، إن هذا المركز يشغل **95** موظف منهم **68** إطار متخصص في البحث و التطوير للمنتجات التامة الصنع.

كما يقوم المركز بتحقيق مشاريع البحث و متابعة خاصة في العلوم الصيدلانية و مساعدة وحدات الإنتاج الأخرى تقنيا و تقديم الخدمات لها و للمؤسسات الأخرى في نفس القطاع.

ب- الوحدة التجارية بالوسط:

أنشأت هذه الوحدة سنة 1996 بالحراش، مكلفة بتسويق منتجات صيدال و الأدوية و المواد الصيدلانية المنتجة من طرف مؤسسات المجمع، تشغل هذه الوحدة 70 موظف، و تمتلك فريق متخصص في البيع و التوزيع للزبائن، كما أنها تمتلك قدرات للتخزين تصل إلى 4 ملايين وحدة بيع، وهي تمتلك مراكز التوزيع المالية:

- مركز التوزيع بباتنة الذي دشن سنة 1999، و هو يقوم بتغطية 18 ولاية.

- مركز توزيع وهران الذي دشن في سنة 2000.

- إضافة إلى وحدات التوزيع الأخرى.

3- مديريات المجمع و وظائفها:

لمجمع صيدال خمس مديريات و هي:

أ- مديرية تسيير محفظة الأوراق المالية و الاستراتيجية المالية: تكمن مهمتها في عمليات التمويل المرتبطة بالمهام الأساسية المتمثلة في تسيير الاستراتيجية المالية، تسيير الميزانية، المحاسبة المالية و التمويل على المدى المتوسط و الطويل.

ب- مديرية التسويق و الإعلام الطبي: تتمثل مهمتها في النقاط أدناه:

- القيام بتنفيذ استراتيجية للتسويق و الإعلام الطبي.

- إنشاء شبكة المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني.

- تطوير دراسات للسوق.

- تقييم و نشر مختلف ركائز التكوين و الإعلام الطبي.

- إعداد مجلة صيدال تهتم بجميع نشاطاته.

ج- مديرية الفحص و التحليل و التركيب: و هي مكلفة بمراقبة التسيير و فحص الحسابات و كل النشاطات المتعلقة بالتنسيق، التحليل و التركيب.

د- مديرية ضمان الجودة و الشؤون الصيدلانية: تحتوي على مديرية البحث في الأدوية و التقنيات الصيدلانية، تتمثل مهمتها في بحث و صنع المنتجات الجديدة خاصة المطابقة للأصل و إعطاء الأوامر و التوجيهات لهذه الوحدة.

هـ- مديرية تطوير الصناعة و الشراكة: تهتم هذه المديرية بجميع النشاطات المتعلقة بالتطور الصناعي خاصة الاستثمار في مجال الشراكة المحلية و الأجنبية، و التحويل و التنازل عن التجهيزات

المطلب الثالث: أفاق مجمع صيدال

تقارب طاقة الإنتاج للمجمع حوالي 200 مليون وحدة بيع سنويا، غير أن معدل الإنتاج الحالي يقدر 140 إلى 150 مليون وحدة سنويا. كما حقق المجمع خلال سنة 2012 حجم مبيعات بلغ 150 مليون وحدة بيع لمختلف الأدوية؛ ورقم أعمال بلغ حوالي 120 مليون دولار أو ما يعادل 12.5 مليار دج حقق من خلاله أعلى هامش ربح صافي قدره 1138 مليار دج. كما تقدر حصته في السوق 7% من حيث القيمة و15% من حيث الكمية.

وتتمثل في ما يلي:¹

أولا: مخطط تنموي طموح

اتخذت الدولة إجراءات هامة من أجل تطوير صناعة صيدلانية ناجحة من شأنها أن تغطي الاحتياجات المتنامية للسكان من خلال تشجيع الاستثمارات وإبرام شركات صناعية تقوم على تحويل المهارة، وفي هذا الإطار تم إطلاق مخطط تنموي طموح (2010-2014) من أجل رفع حصة مجمع صيدال من 7% إلى 35% وتحسين مكانته في السوق الوطنية مع تفتحه على السوق الدولية.

في إطار توسيع مجمع صيدال بتمويل يقدر بحوالي 17 مليار دج، سيتم فتح 7 مصانع جديدة من بينها 3 مختصة في إنتاج الأدوية الجنسية بكل من قسنطينة وتيبازة (شرشال) والجزائر العاصمة (الخراش)، كما يتمحور حول عصرنه مواقع الإنتاج الحالية واستحداث مركز للبحث والتطوير بالمدينة الجديدة لسيدى عبد الله، ومخبر للمعادلة البيولوجية بحسين داي (العاصمة) بغرض تحديد مميزات كل المواد التي ينتجها.

ومن ضمن الأهداف المسطرة في هذا البرنامج الطموح إنجاز وحدة لإنتاج الأدوية الخاصة بعلاج داء السرطان بالشراكة مع مؤسسة كويتية قصد تلبية الطلب الكبير على هذا النوع من الدواء والتقليص من حجم الواردات.

كما من المقرر أيضا إنشاء مصنع للأنسولين بالشراكة مع المجمع مع الدانماركي (نوفو ونورد يسك) بغية توسيع إنتاج مجمع صيدال للأنسولين من أجل ضمان تلبية الطلب المحلي المتنامي والمقدر حاليا بحوالي 5 مليون قارورة.

كما يطمح مجمع صيدال من خلال هذا المخطط إلى رفع رقم أعماله من 12 مليار دينار جزائري إلى أكثر من 40 مليار دج على المدى المتوسط.

¹: بوسلامي عمر، مرجع سبق ذكره، ص ص 124-124.

نظرا للنمو الديمغرافي وتحسن معدل الحياة وبروز أمراض مزمنة وانتشارها مثل السكري وأمراض القلب والشرايين، يسعى مجمع صيدال إلى كسب التحدي المتمثل في تغطية احتياجات السوق الوطنية من حيث الأدوية من خلال استراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات من خلال تطوير صناعة صيدلانية وطنية ناجحة وتوسيع تشكيلتها من المنتجات إلى أشكال أخرى، حيث أنه حاليا يتم إنتاج قائمة محدودة تتشكل من حوالي 180 دواء لتغطية الحاجيات بشكل أفضل والانفتاح على مجال طب السرطان والبيو تكنولوجيا نشير إلى أن الإنتاج الوطني يمثل أكثر من 35% من هذه السوق من حيث القيمة، 7% يعود لمجمع صيدال ونسبة 28% المتبقية تمثل إنتاج القطاع الخاص، أما نسبة 65% فهي تمثل كمية الدواء المستوردة من الخارج.

المبحث الثاني: مؤشرات مجمع صيدال خلال سنوات الدراسة

بعد ما تم تقديم المؤسسة قيد الدراسة في المبحث السابق، سيتم التطرق في هذا المبحث إلى أداء صيدال المالي، وذلك بإجراء مقارنة بين سنوات الدراسة والتي تمتد من 2004 إلى 2013، بالإضافة إلى حساب مؤشرات توزيع الأرباح والمتمثلة في ربحية السهم و مضاعف ربحية السهم ومعدل العائد على السهم. وفي المطلب الأخير ستعرض الدراسة إلى مصادر التمويل للمجمع خلال نفس الفترة.

المطلب الأول: أداء مجمع صيدال خلال سنوات الدراسة (2004-2013)

قبل التطرق إلى مؤشرات سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف صيدال وسلوكه التمويلي استوجب عرض ملخص عن ادائه المالي وذلك خلال سنوات الدراسة من خلال الإشارة إلى الجوانب التالية: إجمالي إيرادات كل سنة، صافي الأرباح، بالإضافة إلى توزيعات الأرباح.

أولاً: ملخص لإجمالي إيرادات المجمع خلال الفترة (2004-2013)

الجدول رقم (3-1): إيرادات المجمع للفترة (2004-2013)

السنوات	إجمالي الإيرادات
2004	65788621559
2005	6720842689
2006	7223611143
2007	8022396286
2008	9882486205
2009	12038305678
2010	12510199865
2011	13504270701
2012	13895054473
2013	11461847581

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ أن إجمالي إيرادات المجمع ارتفع بنسبة 6.82% عن سنة 2003 بالنسبة لسنة 2004، أما فيما يخص سنة 2005 فنلاحظ أن إجمالي الإيرادات ارتفع عن السنة التي قبلها بنسبة 2.11%، ونلاحظ كذلك تقدم بنسبة 90.62% لسنة 2006 عن سنة 2005 وهي نسبة معتبرة، ومن الجدول نلاحظ أيضا وجود تقدم في الأداء حيث ارتفعت بنسبة 88.99% في سنة 2007، في سنة 2008 زادت النسبة ولكن بصفة أقل حيث بلغت 18.22% فقط، وفي سنة 2009 ارتفعت نسبة الزيادة مرة أخرى لتصل إلى 91.31%. وتنخفض مرة أخرى هذه الزيادة لتصل إلى 3.77% وهي نسبة ضئيلة، ويتواصل هذا الانخفاض في

نسبة الزيادة في السنة الموالية ليصل إلى **3.44%** عن سنة **2011**، وبنسبة **2.81%** عن سنة **2012**، بينما في السنة الأخيرة من سنوات الدراسة نلاحظ أن إجمالي الإيرادات شهد تراجع عن سنة **2012** بنسبة **17.51%**.

ثانياً: ملخص لصافي الأرباح للمجمع للفترة (2013-2004)

الجدول رقم (3-2): صافي أرباح المجمع للفترة (2013-2004)

السنوات	صافي الأرباح
2004	546231457
2005	430555200
2006	547483833
2007	872149771
2008	1346638302
2009	2871813551
2010	11021919223
2011	2060480316
2012	1965160951
2013	1965160951

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

نلاحظ من الجدول اعلاه ان صافي الأرباح عن السنة المالية المنتهية بـ **2004/12/31** انخفض بنسبة **5.4%** عن سنة **2003**، كذلك بالنسبة لسنة **2005** قد انخفض بنسبة **5.62%**، أما فيما يخص السنة الموالية فنلاحظ ارتفاع بنسبة **37.22%**، وهي نسبة لا بأس بها، ومن الجدول أيضا نلاحظ أن صافي الأرباح قد ارتفع ولكن بنسبة اقل من السنة الماضية وذلك بنسبة قدرها **35.23%**، بينما في سنة **2007** نلاحظ ارتفاع في هذا المؤشر ليصل إلى **95.31%**، بينما في سنة **2009**، فقد شهد المجمع انخفاض في صافي الأرباح وذلك بنسبة **95.31%** عن السنة الماضية، أما بالنسبة لسنة **2011** فقد شهد المجمع ارتفاع بنسبة **46.5%** عن السنة الماضية، وفي السنة ما قبل الأخيرة من سنوات الدراسة سجل تقدم في الأرباح بنسبة ضئيلة قدرت بنسبة **2.81%**، بينما في السنة الأخيرة من الدراسة اي **2013** فتقدم المجمع بنسبة **26.07%** عن نفس السنة.

الجدول رقم (3-3): ملخص توزيع الأرباح لفترة الدراسة

السنوات	توزيع الأرباح
2004	91246231.4
2005	86111040
2006	125921281.6
2007	95936474.81
2008	471323405.7
2009	1005134743
2010	3857671173.1
2011	7211681110.6
2012	786064380.4
2013	1063259130

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

من الجدول أعلاه نرى ان نسبة توزيع الأرباح تختلف من سنة إلى سنة حيث سنة 2004 قرر مجلس الإدارة توزيع نسبة 20% فقط على المساهمين بتراجع يقدر بنسبة 3% عن سنة 2003، وفي سنة 2005 اقترح مجلس الإدارة للمجمع نفس نسبة التوزيعات للسنة الماضية والتي قدرت بنسبة 20% بينما ارتفعت هذه النسبة سنة 2006 بزيادة بلغت نسبتها 3%. أما بالنسبة للسنة المالية المنتهية بتاريخ 2007/12/31 فقد وزعت 11% أي انخفاض نسبته 12%. في سنة 2008 قرر مجلس الإدارة توزيع 35% من الأرباح الصافية ما يعني زيادة بنسبة 24% عن السنة الماضية. وبقيت نسبة التوزيعات ثابتة خلال أربع سنوات وذلك من 2008 إلى 2011. أما في السنتين الأخيرتين من سنوات الدراسة فنلاحظ أن نسبة التوزيعات ارتفعت بنسبة 5%، أي بلغت 40%.

وبالتالي نستنتج ان أداء المجمع خلال عشر سنوات حقق أرباح معتبرة سواء من حيث أرقام المبيعات أو من خلال نشاطه داخل البورصة، حيث ادائه يزداد من سنة إلى أخرى.

المطلب الثاني: مؤشرات سياسة توزيع الأرباح لعينة الدراسة

بعد أن تطرقنا في المطلب السابق إلى عرض ملخص للأداء صيدال، سنحاول في هذا المطلب قراءة وتحليل بعض المؤشرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح لعينة الدراسة خلال الفترة 2004-2013، حيث هناك عدة مؤشرات تختلف من محلل لأخر سنستعرض أهمها و المتعلقة بالدراسة.

أولاً: ربحية معدل العائد على السهم BPA

يمثل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل سهم أصدرته المؤسسة، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ EPS، ويقاس هذا المعدل ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح، لكن هذا لا يعني ما سيقبضه حامل السهم لأن مجلس الإدارة عادة ما يقوم بإعادة استثمار جزء من الأرباح، بحيث يتم توزيع الجزء وتحويل آخر ضمن احتياطات المؤسسة وذلك حسب سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالمؤسسة. وتكون نسبته كما يلي:

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد السهم المكتتب بها}} = BPA$$

ثانياً: توزيعات السهم DPA

توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية السنة، وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما تحققه المؤسسة من أرباح خلال السنة، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ DPS. وتحسب نسبته كما يلي:

$$\frac{\text{الربح الموزعة على حملة السهم}}{\text{عدد السهم المكتتب بها}} = DPA$$

ثالثاً: مضاعف ربحية السهم PER

يشير إلى المبلغ الذي سيدفعه المستثمر للحصول على وحدة نقدية واحدة من الأرباح، ويتم استخراج هذه النسبة من خلال قسمة سعر الإغلاق على ربحية السهم وتقييم النتيجة بعدد المرات، كما يمكن حسابه عن طريق القيمة السوقية على صافي الأرباح، وتشير هذه النسبة إلى المدة الزمنية اللازمة لتغطية المبلغ الذي دفعه المستثمر لشراء السهم على افتراض تحقيق المؤسسة للعائد نفسه في السنوات المقبلة، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ P/R وتحسب نسبته كما يلي:

$$\frac{\text{متوسط سعر السهم السوق}}{\text{ربح السهم}} = PER$$

حيث:

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{سعر السهم السوقي}} = \text{ربح السهم}$$

*المؤسسات الأفضل أداء هي التي يكون لها أعلى توزيعات للسهم DPA ، وأعلى معدل للعائد على السهم، BPA وأقل مضاعف ربحية للسهم PER.

➤ حساب المؤشرات للفترة (2013-2004)

الجدول رقم(3-4): قيمة المجموع خلال الفترة (2013-2004)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الأسهم المكتتب بها الوحدة 10	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
سعر السهم السوقي في نهاية السنة	345	360	440	400	385	400	480	720	620	450

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المجموع المتوفرة على موقع www.cosob.org

الجدول اعلاه نلاحظ تذبذب في سعر السهم السوقي للمجمع حيث، من سنة 2004 إلى غاية 2006 زيادة طفيفة على مستواه، وقدر بنسبة 78.4%، يليها انخفاض لمدة ثلاث سنوات وبعدها يرتفع من جديد ليصل إلى 720 دج سنة 2011، وينخفض مرة اخرى بمبلغ إلى 450 دج في السنة الأخيرة من سنوات الدراسة 2013.

الجدول رقم (3-5): مؤشر للفترة (2013-2004)

السنوات	توزيعات الأرباح	DPA
2004	471323405.7	20
2005	3857671173.1	20
2006	125921281.6	23
2007	95936474.81	11
2008	471323405.7	35
2009	3857671173.1	35
2010	3857671173.1	35
2011	7211681110.6	35
2012	786064380.4	40
2013	1063259130	40

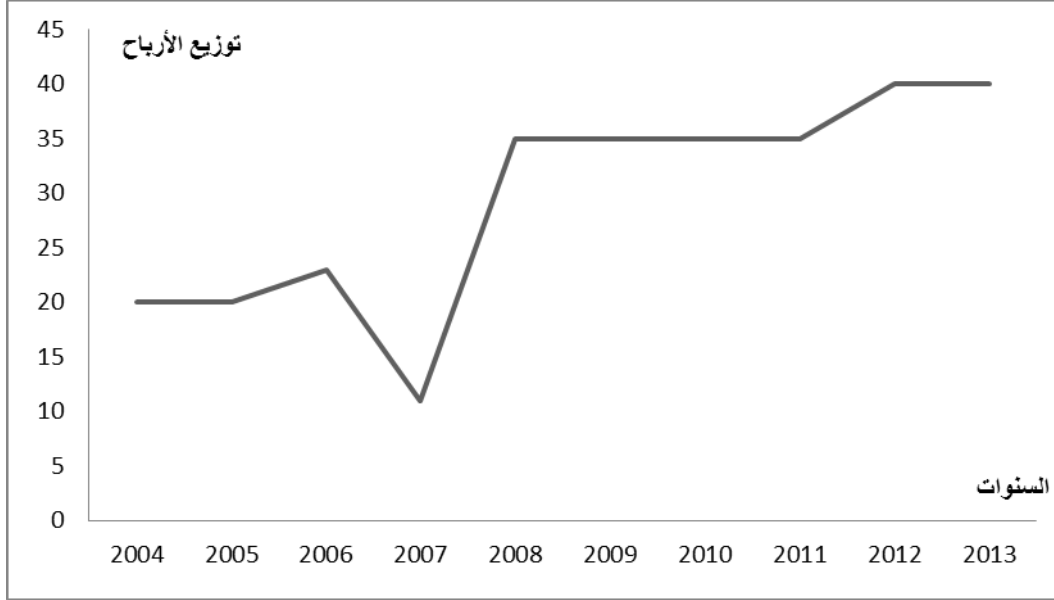
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المجموع من موقع www.cosob.org

بالنسبة لهذا المؤشر نلاحظ ثبات على مستواه بالنسبة للسنتين الأوليتين من سنوات الدراسة والتي قدرت بنسبة 20%، وفي السنة الموالية ارتفعت بنسبة 3%، وفي سنة 2007 انخفضت بنسبة 12%، أين وصلت

11%. في سنة 2008 ارتفعت هذه النسبة لتبلغ 35%، وبقيت ثابتة ومستقرة وذلك إلى غاية سنة 2011، وفي السنتين الأخيرتين من الدراسة ارتفعت هذه النسبة إلى 40%.

وفيما يلي بيان لاتجاهات نسب التوزيعات خلال سنوات الدراسة (2004-2013)

الشكل رقم (3-1): اتجاهات توزيعات الأرباح للفترة (2004-2013)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

يبين المنحنى أعلاه مستوى التوزيعات للمجمع خلال السنوات قيد الدراسة، ونلاحظ أنه كان 20% خلال سنتي 2004 و2005 ومن ثم ارتفع إلى 23% سنة 2006، وفي سنة 2007 شهد انخفاض في التوزيعات حيث قدرت بنسبة 11% ومن ثم بدأ في الارتفاع إلى 35% من سنة 2008 إلى 2011 ليرتفع إلى 40% في السنتين الأخيرتين من الدراسة (2013-2012) وهذا إن دل يدل على ارتفاع الأرباح والزيادة فيها من سنة إلى أخرى.

الجدول رقم (3-6): مؤشر للمجمع خلال الفترة (2004-2013)

السنوات	صافي الأرباح	BPA
2004	546231457	45.62
2005	430555200	43.05
2006	547483833	54.75
2007	872149771	87.21
2008	1346638302	134.66
2009	2871813551	287.18
2010	11021919223	110.21
2011	2060480316	206.1
2012	1965160951	196.51
2013	1965160951	265.81

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 01

نلاحظ من الجدول اعلاه ان مؤشر BPA تذبذب وذلك يعود إلى التغير في صافي الأرباح، حيث نرى انه سنة 2005 ارتفع عن سنة 2004 بنسبة 2.57%، وفي السنة الموالية وهي سنة 2006، عاود الارتفاع وذلك بنسبة 11.7%، وفي سنة 2007 نلاحظ انه واصل ارتفاعه ليصل إلى 87.21% بزيادة تقدر بنسبة 32.46%، وفي سنة 2008 ارتفعت النسبة لتبلغ 47.45%، وهي نسبة كبيرة مقارنة مع السنوات الماضية، تواصل هذا الارتفاع ليبلغ سنة 2009، 287.18% وذلك بنسبة 152.52% بينما سنة 2010 انخفضت الزيادة في هذا المؤشر بنسبة 176.97%، وفي السنة الموالية ارتفعت بنسبة 95.89%، بينما سنة 2012 شهد انخفاض عما كانت عليه لتصل إلى 9.51%، وفي السنة الأخيرة ارتفعت لتصل إلى 265.81% اي بنسبة 69.3%.

الجدول رقم (3-7): مؤشر للمجمع خلال الفترة (2004-2013)

السنوات	PER
2004	7.56
2005	8.36
2006	8.04
2007	4.6
2008	2.85
2009	1.39
2010	3.49
2011	3.01
2012	0.31
2013	0.59

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المجمع المتوفرة على الموقع www.cosob.org

فيما يتعلق بالمؤشر الاخير فنلاحظ وبمقارنة السنوات انه قد ارتفع بكمية طفيفة قدرت بنسبة 0.8%، ويرجع ذلك إلى ارتفاع سعر السهم السوقي من 345 سنة 2004، إلى 360 سنة 2005 وانخفض سنة 2006 إلى 8.04% بنقصان قدره 0.32% وفي سنة 2007 انخفضت لتصل نسبتها إلى 4.6% بنسبة 3.44% ما يدل على انخفاض سعر السهم السوقي، وفي سنة 2008 انخفضت إلى 1.75% كذلك في السنة الموالية انخفضت لكن بنسبة أقل 1.46%، بينما سنة 2010 ارتفعت لتصل إلى 1.62% وفي سنة 2011 انخفضت مرة أخرى وذلك بنسبة 0.44%، وفي السنتين الاخيرتين انخفضت حيث بلغت على التوالي 0.31% و 0.59%.

المطلب الثالث: مصادر تمويل المجمع خلال الفترة (2004-2013)

بعد ان تناولنا في المطلب السابق مؤشرات سياسة توزيع الأرباح، سنعرض في هذا المطلب نسبة التمويل الممتلك ونسبة التمويل المقترض للمجمع محل الدراسة خلال نفس الفترة وهذا بغرض معرفة السلوك التمويلي المتبع من طرف صيدال.

أولاً: نسبة التمويل الممتلك

وهي عبارة عن مجموع الأموال المملوكة خلال فترة زمنية عادة سنة على إجمالي الخصوم ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الممتلك} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الخصوم}}$$

ثانياً: نسبة التمويل المقترض

وهي عبارة عن مجموع الديون خلال سنة مالية معينة على إجمالي الخصوم والتي يعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل المقترض} = \frac{\text{الديون}}{\text{الخصوم}}$$

الجدول رقم(3-8): مصادر تمويل المجمع للفترة (2004-2013)

البيان	الخصوم	الاموال الخاصة	الديون	التمويل الممتلك	التمويل المقترض
2004	13003781074.78	5665062698.94	6882486919.11	43.56	56.44
2005	14305451790.92	5771991416.64	8102905173.54	40.34	59.65
2006	14343001071.43	5906738853.1	7888778385.77	41.18	58.82
2007	15014596803.97	614335023.73	7999112009.37	40.91	59.09
2008	18674201750.31	7257107387.77	10088493252.76	38.86	61.14
2009	23266427381	9789871730	10601555286	42.07	57.93
2010	23176684104.14	11261304776.5	3118848903.88	48.58	51.42
2011	2825187962.68	11785525448.08	8620504681.46	41.71	58.29
2012	27277970867.73	13795482542.61	5741800974.06	50.57	49.43
2013	6341404296.71	14746506012.33	30021145494.55	49.12	50.88

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم 02

✓ مقارنة سنة 2004 مع سنة 2005:

نلاحظ من الجدول اعلاه ان المجمع خلال (2005-2004) اعتمد بشكل نسبي على المصدرين الممتلك والمقترض، لكن بمقارنة السنتين نجد ان نسبة التمويل المقترض زادت عن سنة 2004. ما يعني ان المجمع يواصل التوسع لإنجاز مشاريعه المختلفة.

✓ مقارنة سنة 2006 مع سنة 2007:

نلاحظ مما سبق ان نسبة التمويل الممتلك في تذبذب لكنها اقل من تكلفة الاقتراض، ولكن نستطيع القول ان السلوك التمويلي للمجمع، هو مناصفة بين التمويل الممتلك والمقترض تقريبا.

✓ مقارنة سنة 2008 مع سنة 2009:

نلاحظ من الجدول اعلاه تواصل تفوق التمويل المقترض على الممتلك للسنة السادسة من سنوات الدراسة على التوالي، ولكن تبقى دائما النسب متفاوتة قليلا، ونستطيع القول ان السلوك التمويلي لصيدال مقسم بالتساوي بين التمويلين.

✓ مقارنة سنة 2010 مع سنة 2011:

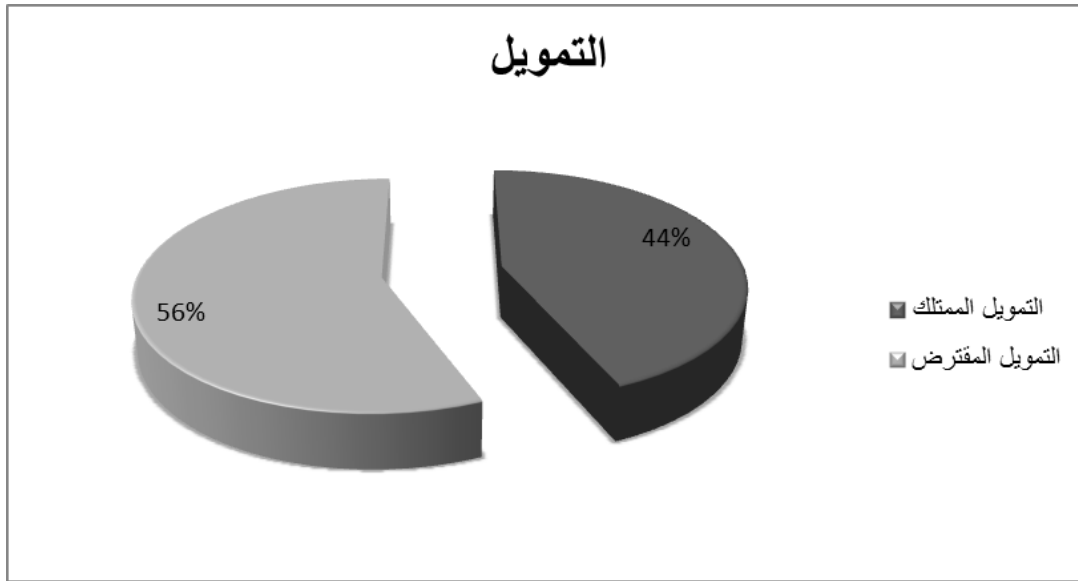
نلاحظ مما سبق ان نسبة التمويل الممتلك زادت عن ما كانت عليه مقارنة بالسنوات الماضية في سنة 2010، حيث من 42% سنة 2009 إلى 48%. بينما في سنة 2011 بقيت ثابتة نسبيا، وتواصل زيادة التمويل المقترض على الممتلك للعام الثامن من السنوات قيد الدراسة.

✓ مقارنة سنة 2012 مع سنة 2013:

من الجدول اعلاه نرى ان نسبة التمويل الممتلك سنة 2012 زادت عن نسبة التمويل المقترض لأول مرة خلال السنوات المدروسة وذلك بنسبة صغيرة، بينما في السنة الموالية رجوع تفوق نسبة التمويل المقترض.

نستنتج مما سبق ان المجمع يعتمد بدرجة أكبر على الاستدانة خلال سنوات الدراسة وذلك بغرض التوسع أكثر.

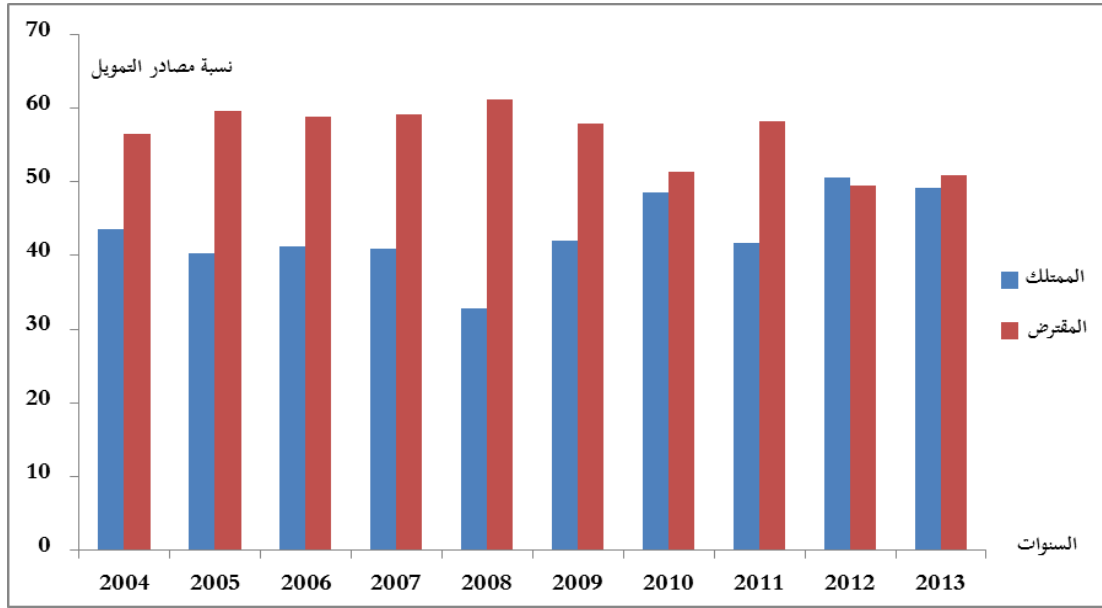
الشكل رقم (3-3): متوسط مصادر تمويل المجمع للفترة (2013-2004)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق 02

نلاحظ من الشكل اعلاه ان متوسط نسبة التمويل المقترض لسنوات الدراسة أكثر من نسبة التمويل الممتلك ما يفسر ان المجمع يعتمد بدرجة كبيرة على الاقتراض وهذا من أجل والنمو التوسع أكثر وتحقيق فوائض في الأرباح.

الشكل رقم (3-4): مقارنة بين التمويل الممتلك والمقترض



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الملحق 02

من الشكل اعلاه نلاحظ انه وخلال المدة المدروسة لمصادر تمويل صيدال زيادة نسبة الاستدانة على الاموال الخاصة وذلك طيلة عشر سنوات باستثناء سنة 2012 اين فاقت نسبة الاموال الخاصة للمجمع نسبة الاستدانة.

المبحث الثالث: نماذج الدراسة ومعالها المقدره

سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي لمجمع صيدال المدرج ببورصة الجزائر، خلال عشر سنوات، وهذا من خلال تحديد متغيرات سياسة توزيع الأرباح وتبيان أثرها على قيمة المؤسسة، ولذلك سنقوم باختبار فرضيات الدراسة بعد تقدير النماذج وتحديد معالمها المقدره.

المطلب الأول: تصميم الدراسة

تمثل البيانات والمعلومات المستخدمة في دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمجمع في مؤشرات مالية ومحاسبية تم جمعها من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وكذا النشرات الشهرية والسنوية المتوفرة في التقارير المالية للمجمع والتي تتمتع بمصداقية مقبولة، وذلك خلال مدة عشر سنوات.

أولاً: متغيرات الدراسة

تمثل متغيرات الدراسة في متغير تابع وثلاث متغيرات مستقلة كما يلي:

أ - المتغير التابع: ويتمثل في توزيعات الأرباح النقدية لصيدال والتي تم أخذها للفترة الممتدة من (2004-2013).

ب- المتغيرات المستقلة:

وتمثل في متغيرات سياسة توزيع الأرباح، التي تضم ثلاث متغيرات:

-توزيعات السهم الواحد DPA؛

-ربحية السهم الواحد BPA؛

- مضاعف ربحية السهم PER؛

ولتبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المجمع، سنعالج تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وهذا بدراسة تأثير كل متغير على حدى.

ثانياً: الأسلوب الإحصائي المعتمد

تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار صحة الفرضيات في هذا البحث والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في معرفة وتفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً للتغير في قيم المتغيرات المستقلة. كما تم تقدير النموذج العام وتفسير علاقة كل متغير، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي spss.

تم اختبار الفرضيات إحصائياً على أساس أن تقبل الفرضية في حالة أن البيانات العينية تساند النظرية، وترفض عندما تكون البيانات العينية على النقيض منها (H_1)، وفي حالة قبول هذه الفرضية الإحصائية فإن هذا ناتج عن عدم وجود أدلة كافية لفرضها من البيانات العينية ولذلك فإن قبول هذه الفرضية لا يعني بالضرورة أنها صحيحة، أما إذا تم رفض هذه الفرضية بناء على المعلومات الموجودة في البيانات العينية فهذا يعني أن الفرضية خاطئة (H_0).

وبنيت هذه الدراسة على أساس الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم خلال الفترة الممتدة من (2013-2004).

الفرضية الثانية: توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وربحية معدل العائد على السهم خلال الفترة الممتدة من (2013-2004).

الفرضية الثالثة: توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح ومضاعف ربحية السهم خلال الفترة الممتدة من (2013-2004).

المطلب الثاني: بناء نموذج الدراسة

من أجل تحليل العلاقة بين السلوك التمويلي والأرباح الموزعة بني نموذج الدراسة الذي يوضح وقيس ويفسر هذه العلاقة بحيث نموذج الدراسة على شكل معادلة انحدار متعدد بثلاث متغيرات مستقلة كما يلي:

$$CA = \beta_0 DPA + \beta_1 BPA + \beta_2 + \beta_3 PER + e_i$$

حيث أن:

- CA: يمثل المتغير التابع Y؛
- β_0 : تمثل قيمة الثابت؛
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$: تمثل معاملات نموذج الانحدار؛
- DPA: يمثل المتغير المستقل الأول X_1 ؛
- BPA: يمثل المتغير المستقل الثاني X_2 ؛
- PER: يمثل المتغير المستقل الثالث X_3 .

أولاً: اختبار صلاحية نموذج الدراسة

تنتمي نماذج هذه الدراسة إلى النموذج الخطي العام، والذي يتطلب قبل تطبيقه توفر العديد من الشروط، ولذا ينبغي فحص بيانات هذا النموذج للتحقق من تحقيقه لشروط النموذج الخطي العام، وفيما يلي اختبارات صحة البيانات للتحليل الإحصائي.

1. اختبار التوزيع الطبيعي:

للتحقق من مدى اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي، تم استخدام اختبار " Z de Kolmogorov-Smirnov " وتكون قاعدة القرار لقبول الفرضية العدمية بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت احتمالية أكبر من 0.05 ، والجدول الآتي يبين النتائج المتحصل عليها:

الجدول رقم (3-9): نتائج اختبار Z de Kolmogorov-Smirnov للتوزيع الطبيعي

Y	X ₃	X ₂	X ₁	
10	9	10	10	عدد المشاهدات
0.127	0.937	0.988	0.286	J-B

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS

من خلال بيانات الجدول نلاحظ ان احتمال J-B للمتغير Y، والمتغيرات المستقلة: X₁، X₂، X₃، أكبر من 0.05 مما يؤكد اقترابها من التوزيع الطبيعي، وترجع هذه النتيجة إلى الالتواء skewness الذي يقترن من (0)، والتفرطح kurtosis الذي يقترن من (3).

ب- اختبار الازدواج الخطي:

إن قوة النموذج الخطي العام تعتمد أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وإذا لم يتحقق هذا الشرط فإن النموذج الخطي العام عندئذ لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره جيداً لعملية تقدير المعلمات ويتم ذلك بحساب معامل "Tolérance"، لكل متغير من المتغيرات المستقلة ومن ثم إيجاد معامل

$$VIF = 1 / \text{Tolérance}$$

و يعد هذا الاختبار مقياساً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة ووفقاً لهذا الاختبار فإن الحصول على قيمة "VIF" أعلى من (5) يشير إلى وجود مشكلة التعدد الخطي للمتغير المستقل المعني والجدول الآتي يلخص نتيجة حساب معاملي "VIF" و" Tolérance".

الجدول رقم (3-10): نتيجة حساب معاملي "Tolérance" و"VIF" لاختبار للازدواج الخطي

معامل VIF	معامل Tolérance	المتغيرات المستقلة
0.360	2.782	X_1
0.226	4.415	X_2
0.191	5.231	X_3

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي spss

من خلال بيانات الجدول اعلاه نلاحظ قيمة "VIF" للمتغير X_1 و X_2 هي دون القيمة (5) ما عدا المتغير X_3 الذي يفوق قيمته (5)، ما يعني ما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين القيم المتجاورة للمتغيرات يؤثر على صحة النموذج، إذا فنموذج الدراسة المقترح صحيح.

ج- اختبار الارتباط الذاتي

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي "Autocorrélation" في النموذج إذا كانت المشاهدات المتجاورة مترابطة، مما سيؤثر على صحة النموذج، إذ سيكون أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، وللتحقق من ذلك تم استخدام اختبار "Durbin Watson"، وتتراوح قيمة هذه الإحصائية بين صفر و4، إذ تشير النتيجة القريبة من الصفر إلى وجود ارتباط موجب قوي بين البواقي المتعاقبة، والنتيجة القريبة من 4 فتشير إلى وجود ارتباط سالب قوي، أما النتيجة المثلى فهي التي تتراوح بين 1.5 و2.5 والتي تشير بذلك إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين القيم المتجاورة للمتغيرات. ويظهر الجدول الآتي قيمة (D-W) لنموذج الدراسة:

الجدول رقم (3-11): نتيجة حساب إحصائية (D-W) لاختبار الارتباط الذاتي

إحصائية (D-W)	المتغير التابع لنموذج الدراسة
1.734	Y

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي spss

من خلال بيانات الجدول اعلاه نلاحظ أن قيمة إحصائية (D-W) تقع ضمن المجال (2.5-

1.5)، ما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين القيم المتجاورة للمتغيرات يؤثر على صحة النموذج، إذا فنموذج الدراسة المقترح صحيح.

د- اختبار حسن المطابقة:

يستخدم اختبار حسن المطابقة لمعرفة مدى ملائمة نموذج الدراسة، ويظهر الجدول رقم أن قيم F المحسوبة وفق اختبار حسن المطابقة، أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى دلالة 0.05 ، وعليه يصبح النموذج ملائم للتقييم.

ويظهر الجدول الآتي قيمة فيشر لنموذج الدراسة:

الجدول رقم (3-12): اختبار حسن المطابقة

نتيجة الصلاحية	اختبار F
النموذج ملائم للدراسة	0.784

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي spss

من بيانات الجدول اعلاه نلاحظ ان قيمة فيشر المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية النموذج ملائم للدراسة.

المطلب الثالث: اختبار الفرضيات

بعد أن تم اختبار صلاحية بيانات نموذج الدراسة للتحليل الإحصائي، وقدرتها على تمثيل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وبعد أن تم عرض المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة وتحليل علاقة الارتباط بينها، تأتي المرحلة الأخيرة وهي اختبار الفرضيات، ولاختبار فرضيات نموذج الدراسة تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية "OLS" لكون المتغير التابع هو متغير متصل، وهذا عن طريق الانحدار المشترك المتعدد.

1. تحليل نتائج اختبار الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية (H_0): لا توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم.

الفرضية البديلة (H_1): توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم.

و بعد استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وهذا عن طريق الانحدار المشترك المتعدد بين المتغير التابع Y ، والمتغير المستقل X_1 تم الحصول على النتيجة المبينة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-13): دور توزيعات السهم في التأثير على التوزيع النقدي للأرباح

مستوى المعنوية (Sig)	قيمة t	قيمة β	معاملات الانحدار		ثابت الانحدار
			Std Error	β	
0.589	-0.564		2295164722.349	-	
0.240	1.226	0.409	74269786.284	94252235.152	X_1

عند مستوى المعنوية: 0.05

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي spss

من بيانات الجدول اعلاه نلاحظ قيمة β تساوي (0.409) وهي تعبر عن الانحدار الموجب أي العلاقة الطردية بين المتغيرين وهي علاقة متوسطة، كما يظهر مستوى المعنوية (Sig) أكبر من 0.05 وبالتالي سنرفض البديلة ونقبل الفرضية العدمية أي: لا توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم.

2. تحليل نتائج الاختبار الثاني:

الفرضية العدمية (H_0): لا توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وربحية السهم.

الفرضية البديلة (H_1): توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وربحية السهم.

و بعد استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وهذا عن طريق الانحدار المشترك المتعدد بين المتغير التابع Y، والمتغير المستقل X_1 تم الحصول على النتيجة المبينة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-14): دور ربحية السهم في التأثير على التوزيع النقدي للأرباح

مستوى المعنوية (Sig)	قيمة t	قيمة β	معاملات الانحدار		ثابت الانحدار
			Std Error	β	
0.833	0.218		1423207076.386	310039845.584	
0.366	0.321	0.321	8519939.354	8158717.430	X_2

عند مستوى المعنوية 0.05

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي spss

من بيانات الجدول اعلاه نلاحظ قيمة β تساوي (0.321) وهي تعبر عن الانحدار الموجب أي العلاقة الطردية بين المتغيرين وهي علاقة متوسطة، كما يظهر مستوى المعنوية (Sig) أكبر من 0.05 وبالتالي سنرفض البديلة ونقبل الفرضية العدمية أي: لا توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وربحية السهم.

نتائج الاختبار الثاني:

الفرضية العدمية (H_0): لا توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح ومضاعف معدل العائد على السهم.

الفرضية البديلة (H_1): توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح ومضاعف معدل العائد على السهم. و بعد استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وهذا عن طريق الانحدار المشترك المتعدد بين المتغير التابع Y، والمتغير المستقل X_1 تم الحصول على النتيجة المبينة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3-15): دور مضاعف ربحية العائد على السهم في التأثير على التوزيع النقدي للأرباح

مستوى المعنوية (Sig)	قيمة t	قيمة β	معاملات الانحدار		ثابت الانحدار
			Std Error	β	
0.146	1.636		1388739597.144	2272083365,021	
0.580	-0.581	-0.214	310581483.812	-180296411.573	X3

عند مستوى المعنوية 0.05

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي spss

من بيانات الجدول اعلاه نلاحظ قيمة β تساوي (-0.214) وهي تعبر عن الانحدار السالب أي العلاقة العكسية بين المتغيرين وهي علاقة متوسطة، كما يظهر مستوى المعنوية (Sig) أكثر من 0.05 وبالتالي سنرفض البديلة ونقبل الفرضية العدمية أي: لا توجد علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح ومضاعف ربحية معدل العائد على السهم.

الجدول (3-16): ملخص عن المتغيرات المستقلة للدراسة

المتغيرات	المعاملات المقدرة
DPA	0.409
BPA	0.321
PER	-0.218

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي spss

وتكتب المعادلة على الشكل التالي:

$$Y = 0.409X_1 + 0.321X_2 - 0.218X_3$$

نلاحظ من المعادلة اعلاه أن المعاملات المقدرة للمتغيرات المستقلة DPA، BPA أخذت إشارة موجبة، عدا معلمة DPA، إشارتها سالبة.

تحليل وتفسير النتائج المتحصل عليها:

● بالنسبة لتوزيعات السهم DPA:

نظرياً وفي الحالة الطبيعية هناك علاقة طردية ما بين توزيعات السهم الواحد والتوزيع النقدي للأرباح، أي ارتفاع الأول يستلزم ارتفاع الثاني، والعكس صحيح.

وبعد تقديرنا للنموذج العام، وجدنا أن معامل المتغير المستقل الأول DPA، موجبة خلال فترة الدراسة، أي أن النتيجة المتوصل إليها اتوافق نوعاً ما الفرضية الموضوعية، والتي تشير إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم، وبالتالي هناك علاقة ارتباط قوية بل متوسطة.

● بالنسبة لربحية السهم BPA:

نظرياً وفي الحالة الطبيعية هناك علاقة طردية ما بين ربحية السهم الواحد والتوزيع النقدي للأرباح، أي ارتفاع الأول يستلزم ارتفاع الثاني، والعكس صحيح.

وبعد تقديرنا للنموذج العام، وجدنا أن معامل المتغير المستقل الثاني BPA، موجبة خلال فترة الدراسة، أي أن النتيجة المتوصل إليها اتوافق نوعاً ما الفرضية الموضوعية، والتي تشير إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح وتوزيعات السهم، وبالتالي ليست هناك علاقة ارتباط قوية بل متوسطة.

● بالنسبة لمضاعف ربحية العائد على السهم PER:

نظرياً وفي الحالة الطبيعية هناك علاقة عكسية ما بين مضاعف ربحية السهم وقيمة السهم السوقية، أي ارتفاع الأول يستلزم انخفاض الثاني، والعكس صحيح.

وبعد تقديرنا للنموذج العام، وجدنا أن معامل المتغير المستقل الثالث PER، سالبة خلال فترة الدراسة، أي ان النتيجة المتوصل اليها اتوافق تماما الفرضية الموضوعية، والتي تشير إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين التوزيع النقدي للأرباح ومضاعف ربحية العائد على السهم، وبالتالي هناك علاقة ارتباط قوية سالبة.

خلاصة:

تم التطرق في الفصل الثالث إلى تقديم مجمع صيدال المدرج ببورصة الجزائر، حيث عرضت الدراسة نشأته وهيكله التنظيمي بالإضافة إلى مختلف فروعها، حيث يعد من المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الصيدلانية في الجزائر، ونظرا لنتائج الهامة المحققة تمكن من دخول البورصة واختلال نسبة هامة من السوق الجزائرية. ونظرا لأهمية هذا المجمع، أجريت هذه الدراسة وذلك بعرض مختلف المؤشرات المالية المتعلقة بالمجمع وذلك خلال مدة عشر سنوات من (2004-2013).

واستخدمت الدراسة كذلك نموذج الانحدار البسيط وبناء المتعدد من أجل اختبار فرضيات الدراسة، والتي تم التوصل فيها إلى أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير على السلوك التمويلي لمجمع صيدال المدرج بالسوق المالي الجزائري، وذلك بعد إثبات الفرضيات المطروحة في هذه الدراسة.

الخاتمة

رغم ما حققته الإدارة المالية من تطورات، إلا أن المسير المالي لازال يواجه صعوبة كبيرة ليست في البحث عن مصادر التمويل في حد ذاتها والتي تعتبر من مهام الوظيفة المالية فقط، وإنما في البحث عن طريقة للمزج بين مختلف مصادر التمويل التي تمتاز بالتنوع والتعدد والتعقيد أحياناً، لتحديد هيكل مالي أمثل يتماشى مع واقع المؤسسة و تطلعاتها المستقبلية ، و التعرف على أهم أسسه ومحدداته وكذا مدى تأثيره في قيمة المؤسسة وذلك بالتركيز على المصادر الطويلة الأجل منها، ولقد تم استعراض مختلف وجهات النظر التقليدية منها والحديثة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة مع التطرق لأهم النتائج التي تم استخلاصها من قبل هذه التوجهات، ورغم الاختلاف القائم حول وجود هيكل مالي مثالي إلا أنه يمكن للمؤسسة اعتماد جملة من الأسس والمحددات التي تمكن المؤسسة من الوصول إلى الهيكل المالي الذي يخفض تكلفة التمويل لديها إلى أدنى حد ممكن مما يعظم من قيمتها، والذي بدوره يختلف من مؤسسة لأخرى.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر أسهم المؤسسة في السوق المالية، كما تعد من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية.

وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة، مع مراعاة أن سياسات توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف المؤسسات الاقتصادية وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

وحاولت هذه الدراسة قدر المستطاع دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة والمتمثل في مؤشر توزيعات السهم وربحية السهم ومضاعف ربحية العائد على السهم باعتبارها تؤثر على الرفع في رأس المال بمجمع صيدال المدرج ببورصة الجزائر وذلك خلال الفترة الممتدة من (2004-2013).

وبالتالي يمكن ذكر النتائج التي توصلت إليها الدراسة ، والتوصيات كما يلي:

أولاً: النتائج

أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وفيما يلي تلخيص النتائج:

أ. النتائج النظرية:

- التغيير في التوزيعات يعتبر أحد المؤشرات الهامة لرؤية الإدارة في مستقبلها وربحيتها؛
- يتوقف تحقيق أهداف المستثمر على فعالية وصحة القرارات المالية التي يتخذها خاصة قرار التوزيع، بسبب تغيير أهدافه من جهة وتغيير أسعار أسهم المؤسسة من جهة أخرى؛
- تعمل المؤسسة على ضمان استقرار توزيعاتها وهذا من خلال ضمان الاستقرار في تحقيق الأرباح، هذه الأخيرة التي تعد المحرك الأساسي لكافة الأطراف في المؤسسة؛ وتكون الأرباح المحققة من

العوامل المتحركة في قيمة المؤسسة، إذ أن المستثمرين غالبا ما يميلون إلى دفع أسعار مرتفعة على أسهم المؤسسات التي تحقق أعلى الأرباح؛

- تلعب سياسة توزيعات الأرباح دورا هاما في تحديد قيمة السهم فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينما تقرر المؤسسة التوزيعات عموما تكون قادرة على تغطية مبلغ هذه التوزيعات ولا تعاني من صعوبات مالية تحول دون قيامها بذلك، وتعمل على النمو والتطور من خلال استغلال الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها؛
- السلوك التمويلي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية، ومهما تنوعت فيمكن تقسيمها إلى قسمين أساسيين: التمويل عن طريق أموال الملكية والتي تتمثل في كل من الأسهم العادية؛ الممتازة والأرباح المحتجزة والتمويل عن طريق الاستدانة، والمتمثلة أساسا في القروض المباشرة والسندات، وتعد تكلفة التمويل العنصر المهم في المفاضلة بين هذه المصادر.

ب. النتائج التطبيقية:

- مجمع صيدال من المؤسسات الرائدة في الجزائر حيث استطاعت بناء مكانة لها، وذلك يعود للنتائج المحققة من خلال أدائها ونشاطها بالبورصة؛
- من خلال دراسة أداء مجمع صيدال خلال المدة الممتدة من (2004-2013)، وبعد ما تم اختبار فرضيات الدراسة على هذه العينة بواسطة نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد باستخدام البرنامج الإحصائي spss، كانت نتيجة ذلك ان لسياسة توزيع الأرباح ذو معنوية إحصائية على السلوك التمويلي لمجمع صيدال.

ثانيا: اختبار الفرضيات

تم التوصل من خلال الدراسة، وفي حدود العينة المختارة إلى أنه:

1. تعتمد سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة الاقتصادية على القيمة السوقية للاسهم المدرجة في البورصة، وبالتالي الفرضية الأولى صحيحة.
2. يركز السلوك التمويلي الامثل على التمويل المقترض. وبالتالي الفرضية الثانية خاطئة.
3. توجد علاقة قوية موجبة بين سياسة توزيع الأرباح والسلوك التمويلي لمؤسسة صيدال

كما يلي:

1. لا توجد علاقة قوية بين توزيع السهم والتوزيع النقدي للأرباح؛ وبالتالي الفرضية صحيحة نسبيا.
2. لا توجد علاقة قوية بين ربحية السهم والتوزيع النقدي للأرباح؛ وبالتالي الفرضية صحيحة نسبيا
3. توجد علاقة قوية بين مضاعف ربحية العائد على السهم والتوزيع النقدي للأرباح. وبالتالي الفرضية صحيحة.

من خلال إثبات الفرضيات الجزئية وإجابتنا على الأسئلة الجزئية، نكون قد أثبتنا الفرضية الرئيسية وبالتالي يمكن القول أن سياسة توزيع الربح تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.

ثالثاً: التوصيات

بعد عرض أهم النماذج والأفكار النظرية، والدراسة التطبيقية، وبعد استخلاص نتائج البحث في ظل إشكالية وفرضيات البحث، يمكننا اقتراح جملة من التوصيات، من بينها:

- العمل على تطوير صناعة الخدمات المالية في المؤسسات، وإنشاء مؤسسات الخدمات المالية التي تقوم بجمع وتحليل ونشر المعلومات المالية عن المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة وتقديم أحدث الإحصائيات عن أداء المؤسسات
- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، والمتمثلة في التقارير المالية من ميزانية وجدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة.... الخ؛
- استغلال سياسة توزيعات الأرباح في إحداث أثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دونما اعتبارها إجراء روتيني يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح، وهذا بدراسة كل المصادر التمويلية إضافة إلى الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة وتكوين هيكل مالي أمثل يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، واستغلالها كإشارات مالية ترسلها المؤسسة إلى المستثمرين تعكس الأداء الجيد للمؤسسة؛
- قيام المؤسسات بدراسات وأبحاث فيما يتعلق بالمؤثرات على القيمة السوقية لأسهمها، وخاصة فيما تعلق بسياسة توزيعات الأرباح وهذا للوصول إلى سياسة توزيعات مثلى تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

I. المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
2. أحمد محمود غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، الإسكندرية، 2006.
3. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية : الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
4. اسماعيل اسماعيل، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2005.
5. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله الحلج، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2006.
6. حنيفة بن ربيع، الواضح في المحاسبة العامة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2000.
7. دريد كامل آل شيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010.
8. رابع خوي، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008.
9. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، مصر، 1998.
10. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
11. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008.
12. عاطف وليم أندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2008.
13. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد، مشكور العامري، الادارة المالية أطر نظرية وحالات علمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2003.
14. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر، عمان الأردن، 2009.

15. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2004.
16. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
17. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2005.
18. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريبا قص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، الإسكندرية، 2004.
19. علي حنفي، مدخل إلى الإدارة المالية الحديثة: التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث، مصر، القاهرة... 2009.
20. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2009.
21. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، مصر، الإسكندرية، 2006.
22. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2004.
23. محمد ايمن عزت الميداني، الادارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الطبعة الثالثة، الرياض، السعودية، 1999.
24. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر 2001.
25. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، الدار الجامعية الحديثة، الاسكندرية، مصر، 2007.
26. محمد طنيب، محمد عبيدات، الادارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
27. محمد عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2011.
28. يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2005.

2- الرسائل العلمية:

1. أحمد إسلام فيصل، أثر الهيكل التمويلي على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح -دراسة اختبارية-، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة، عمان، الأردن، دفعة 2011.
2. أمجد ابراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين، 2009.
3. بسام محمد الأن، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار -دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة-، فلسطين، مذكرة لاستكمال شهادة الماجستير، إدارة أعمال، الجامعة الفلسطينية، فلسطين، 2005.
4. بوسلامي عمر، دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال-وحدة الدار البيضاء- الجزائر العاصمة، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال الاستراتيجية للتنمية المستدامة، جامعة سطيف، الجزائر، دفعة 2012-2013.
5. تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة ميدانية-، مذكرة مقدمة استكمال متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، دفعة 2008-2009.
6. سناحقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار -دراسة حالة مجمع صيدال-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير قسم علوم التسيير، تخصص : مالية و محاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف الجزائر، دفعة 2008-2009.
7. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل الماي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الجزائر، قسنطينة، جامعة منتوري، دفعة 2011-2012.

8. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة حالة بورصة الكويت، 2006-2008، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، تخصص مالية المؤسسة، دفعة 2008-2009.

9. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

3- المقالات والملتقيات العلمية:

1. عبد الرؤوف رباية، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم، مجلة هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي - الامارات العربية المتحدة، فبراير مارس، 2006.

2. عبد القادر بريش، بدريني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المسيلة، 2010.

3. علاء الدين جيل، هائل أبو رشيد، تقييم تكلفة مصادر التمويل في الشركات الاقتصادية، مجلة بحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 55، 2008.

4. محمد زرقون، أثر الاككتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث العدد 08، الجزائر، 2010.

4- مواقع الأنترنت:

1. حبيب مطانيوس، "الريح"، الموسوعة العربية، المجلد التاسع، نقلا عن موقع: www.arab-ency.com

2. الموسوعة الحرة ويكيبيديا، 2015/02/28، 23:28.

3. حاكم محسن محمد، السلوك المالي لمنظمات الأعمال وأثره في العائد والمخاطرة، www.eco-asu.edu.jo/ecofaculty/wp-content/12/، 28/02/2015، 00:00، ص 09.

4. www.cosob.org

5. Ziane Idriss, la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises française: une étude sur donne de pénal :

www.univ-orleans.fr/deg/cdeconmisactiv/doc/ymzidne.pdf page 25/02/2015.

.II مراجع باللغة الأجنبية:

.1 الكتب:

1. Aswath damodaran , **finance d'entreprise** : théorie et pratique , de boeck bruxelles , 2 éme édition, 2006.
2. Pierre vernimmen. **Corpo rate finance**, 2éme édition, John wiley, United King dom, 2009.
3. Barreau Jet delahya J, **gestion financieriez manuel et application**, 9éme édition dunad, Paris, 2000.
4. charre aux, **finance d'entreprise**, 2éme édition, EMS, paris, 2000.
5. Conso, p et Hem ici, J-P, **Gestion financier de l'entreprise**, AAéme édition, dunad, paris, 2005.
6. Cointier J-c et al, **l'entreprise et la banque**, ed gonomica, paris, Paris, 2006.
7. David E. vance, **Financial analysis et decision malsing : Tools and technique to solve Financial problems and malse effective business décisions** Mc Graw-hill, 2003.
8. Rifki samira et abdessadeq sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financière, N°131.

الملاحق

Groupe SAIDAL (*)		
Indicateurs	2005	2004
Chiffre d'affaires	6 720 842 689	6 578 621 559
Résultat net	430 555 200	456 231 457
Dividende versé	20	20

indicateurs	2007	2006	2005
Chiffre d'affaires	8 022 396 286	7 222 361 143	6 720 842 689
Résultat net	872 149 771	547 483 833	430 555 200
Dividende versé	11	23	20

Indicateurs financiers des émetteurs de titres de capital (en dinars)						
Société	Année	Total actif	Chiffre d'affaire	Valeur ajoutée	Résultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2009	23 266 427 381	12 190 945 854	8 497 558 062	2 875 000 365	35
	2008	18 674 201 750	9 882 486 205	6 220 523 631	1 346 638 302	35

Indicateurs financiers des émetteurs de titres de capital (en dinars)						
Société	année	Total actif	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Résultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2011	27 277 970 868	13 504 270 701	7 084 738 682	2 060 480 316	35
	2010	28 251 187 962	12 510 199 865	5 684 351 133	1 102 191 923	35

Société	Année	Total actif	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Résultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2013	30 099 573 372	11 461 847 581	7 947 147 148	2 658 147 326	40
	2012	30 021 145 495	13 895 054 473	7 963 460 024	1 965 160 951	40

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 684 427 699,62		407 839 530,35	2 092 267 229,97
14	Subventions reçues	60 801 231,70			60 801 231,70
15	Ecart de réévaluation	874 877 161,81			874 877 161,81
18	R.I.A	-342 160 469,65		342 160 469,65	0,00
19	Provisions pour perte et charges	137 117 075,46			137 117 075,46
	FONDS PROPRES	6 892 562 698,94			5 665 062 698,94
52	Dettes d'investissement	2 600 456 107,08	5 306 711,45		2 595 149 395,63
53	Dettes de stocks	2 681 552 814,82	2 007 513 873,73		674 038 941,09
54	Détention pour compte	60 286 934,71			60 286 934,71
55	Dettes sur ass et stes app	11 774 163 897,75	10 680 618 847,31		1 093 545 050,44
56	Dettes d'exploitation	823 624 901,73	1 211 850,55		822 413 051,18
57	Avances commerciales	66 499 201,61			66 499 201,61
58	Dettes financières	2 174 978 242,40	624 176 951,74		1 550 801 290,66
50	Comptes créditeurs de l'actif	19 753 053,79			19 753 053,79
	DETTES	20 201 315 153,89			6 882 486 919,11
	RESULTAT (BENEFICE)	1 257 980 895,09	801 749 438,36		456 231 456,73
	TOTAL PASSIF	28 351 858 747,92			13 003 781 074,78

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et c	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 249 491 416,64			5 771 991 416,64
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes a	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	DETTES	20 129 060 815,82			8 102 905 173,54
	RESULTAT (BENEFICE)	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 375 259 305,56			14 305 451 790,92

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	FONDS PROPRES	7 324 238 853,10			5 906 738 853,10
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	DETTES	21 200 061 039,55			7 888 778 385,77
	RESULTAT (BENEFICE)	1 171 993 524,80	624 509 692,24		547 483 832,56
	TOTAL PASSIF	29 696 293 417,45			14 343 001 071,43

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	FONDS PROPRES	8 438 835 023,73			6 143 335 023,73
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	DETTES	22 365 382 184,54			7 999 112 009,37
	RESULTAT (BENEFICE)	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	TOTAL PASSIF	32 037 210 013,94			15 014 596 803,97

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 650 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 796 482 642,61	11 785 525 448,08
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 520 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,08	296 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 585 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

3.2. Passif

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecart de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	16 748 436 102,49	14 746 506 012,33
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 008 200 602,57	6 341 404 296,71
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	8 342 936 667,63	8 933 235 185,51
TOTAL GENERAL PASSIF	30 099 573 372,69	30 021 145 494,55

مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS:

اختبار Durbin-Watson و F

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques					Durbin-Watson
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F	
1	,422 ^a	,178	-,314	2749729759,7488 5	,178	,362	3	5	,784	1,734

a. Valeurs prédites : (constantes), DPA, BPA, PER

b. Variable dépendante : Y

اختبار VIF

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité	
	A	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1	(Constante)	- 4292954939,306	7833708561,422	-,548	,607		
	PER	349779191,748	779930343,969	,416	,448	,191	5,231
	BPA	6304368,980	22566402,916	,238	,279	,226	4,415
	DPA	123103671,919	156301225,212	,532	,788	,360	2,782

a. Variable dépendante : Y

التوزيع الطبيعي

Test de Kolmogorov-Smirnov à un échantillon

		PER	BPA	DPA	Y
N		9	10	10	10
Paramètres normaux ^{a,b}	Moyenne	3,5733	143,1100	29,4000	1477633897,06
	Ecart-type	2,85096	90,81922	10,03549	2310594375,60
Différences les plus extrêmes	Absolue	,178	,141	,312	,371
	Positive	,178	,141	,145	,371
	Négative	-,141	-,135	-,312	-,274
Z de Kolmogorov-Smirnov		,535	,447	,985	1,174
Signification asymptotique (bilatérale)		,937	,988	,286	,127

a. La distribution à tester est gaussienne.

b. Calculée à partir des données.

اختبار الفرضية الاولى

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité		
	A	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF	
1	(Constante)	2272083365,021	1388739597,144		1,636	,146		
	PER	-180296411,573	310581483,812	-,214	-,581	,580	1,000	1,000

a. Variable dépendante : Y

اختبار الفرضية الثانية

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité	
	A	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1 (Constante)	310039845,584	1423207076,386		,218	,833		
BPA	8158717,430	8519939,354	,321	,958	,366	1,000	1,000

a. Variable dépendante : Y

اختبار الفرضية الثالثة

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité	
	A	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
1 (Constante)	- 1293381816,408	2295164722,349		-,564	,589		
DPA	94252235,152	74269786,284	,409	1,269	,240	1,000	1,000

a. Variable dépendante : Y

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، حيث تناولت هذه الدراسة أداء مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من (2004-2013)، وذلك من خلال استعمال الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لإجراء هذه الاختبارات معتمدة في ذلك على برنامج SPSS.

وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين توزيع الأرباح والسلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية:

سياسة توزيع الأرباح، السلوك التمويلي، تكلفة التمويل، القيمة السوقية للسهم.

Abstract:

This study aimed to identify and measure the impact of dividedness Policy on lease behavior to economic institutions, where it addressed the performance of SAIDAL complex during the period (2004-2013), through use simple linear, and multiple regression for these tests relying on program SPSS.

This study concluded that there related to the presence of a statistically relationship between profit distillation and behavior or complex lease SAIDAL.

Key words:

Dividend Profit Policy, Leave Behavior, the Cost of Funding, Stock Market Value.