

جامعة محمد بوضياف - المسيلة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الرقم التسلسلي:

العنوان

تأثير الهيكل المالي على سياسة توزيع
الأرباح في المؤسسة
-دراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-

مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص مالية وإدارة حساب المخاطر

إعداد الطالب

مسقم أسامة

تاريخ المناقشة: 23 ماي 2016 أمام لجنة المناقشة المكونة من:

محادي سالم رئيسا

قمان مصطفى مشرفا ومقررا

عماري زهير مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015

شكر

نحمد الله عزّوجلّ حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه على توفيقه لإتمام البحث
راجين منه عزوجل التوفيق والسداد.

أتقدم بالشكر الخالص للأستاذ المشرفة **قمان مصطفى** الذي لم
يخل عليّ بنصائحه وتوجيهاته القيمة في الدراسة، كما أشكره على
جديته ودقته في العمل، وأتمنى له التوفيق.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى من ساعدني في إنجاز هذا العمل من قريب
أو بعيد ولو بكلمة أو دعاء.

وفي الأخير أتمنى من الله عزوجل أن يرشدنا إلى سواء السبيل وحقق
هدفنا النبيل، فإن أصبنا فمن الله وحده وإن أخطأنا فمن أنفسنا ومن
الشیطان

أسامة

الاهداء

أهدي هذا العمل الى كل من أحب الله وجعل طاعته سبيله وجعل
رضاه مبتغاه وجعل من سنة نبيه محمد صلى الله عليه وسلم طريقا
للوصل إلى النجاة.

أهدي هذا العمل إلى الوالدين الكريمين أمي وأبي أطال الله في
عمرهما ومتعهما بالصحة والعافية

إلى إخوتي وأخواتي

إلى كل من قاسمني هذا العمل محاولة واجتهادا.

مسئمة أسامة

فهرس المحتويات

	الشكر
	الإهداء
	الفهرس العام
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ-د	مقدمة
02	الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي
03	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
04	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي
06	المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي
11	المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بالرفع
11	المطلب الأول: الرفع والهيكل المالي
13	المطلب الثاني: العائد وكيفية قياسه
16	المطلب الثالث: المخاطرة وكيفية قياسها
21	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي
21	المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية
31	المطلب الثاني: النظريات الحديثة
34	خلاصة الفصل
36	الفصل الثاني: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
36	تمهيد
37	المبحث الأول: مدخل لسياسة الأرباح
37	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
39	المطلب الثاني: أشكال توزيع الأرباح
40	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
44	المبحث الثاني: أنواع ونماذج إجراءات توزيع الأرباح
44	المطلب الأول: أنواع سياسة توزيع الأرباح

فهرس المحتويات

46	المطلب الثاني: نماذج توزيع سياسة الأرباح
52	المطلب الثالث: إجراءات توزيع الأرباح
55	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لتوزيع الأرباح
55	المطلب الأول: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ضل ظروف التأكد التام
58	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ضل ظروف عدم التأكد التام
60	المطلب الثالث: النظريات الحالية لسياسة توزيع الأرباح
64	خلاصة الفصل
66	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية
66	تمهيد
67	المبحث الأول: منهجية الدراسة الاحصائية
67	المطلب الأول: تقديم عينة الدراسة
71	المطلب الثاني: منهجية تقدير الانحدار المتعدد
78	المبحث الثاني: التعريف بمتغيرات النموذج وكيفية قياسها
78	المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدروسة
79	المطلب الثاني: سياسة التمويل في المؤسسات المدروسة
84	المبحث الثالث: تقدير واختبار نموذج الدراسة
84	المطلب الأول: تقدير واختبار النموذج القياسي
87	المطلب الثاني: عرض وتحليل النتائج
90	خلاصة الفصل
92	الخاتمة العامة
95	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
68	توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني	01
70	الوصف الاحصائي للمتغيرات	02
84	نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي بين نسبة توزيع الأرباح والديون الكلية والديون قصيرة الأجل	05
68	نتائج تقدير اختبار وايت	06

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
22	تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح	01
23	تغيرات تكلفة رأس المال حسب النظرية التقليدية	02
25	تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح العمليات	03
54	التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم	04
69	توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني	05
76	مناطق اتخاذ القرار حسب DW	06
79	العلاقة بين نسبة الديون الكلية ونسبة توزيع الأرباح	07
79	العلاقة بين نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع الأرباح	08
80	العلاقة بين نسبة الديون طويلة الكلية ونسبة توزيع الأرباح	09
81	العلاقة بين المردودية المالية ونسبة توزيع الأرباح	10
82	العلاقة بين مردودية المؤسسة ونسبة توزيع الأرباح	11

مقدمة

يعد قرار الهيكل المالي للمؤسسة من بين القرارات المالية التي تحتل حيزا مهما ضمن اهتمامات الكثير من الباحثين في مجال الإدارة المالية، حيث يُعبر هذا القرار عن تركيبة الأموال التي يتم بموجبها تمويل الأصول (الجانب الأيمن للميزانية)، ويتضمن هذا القرار رؤوس الأموال الخاصة التي بحوزة المؤسسة والأموال المقترضة من العالم الخارجي للمؤسسة وتحديد نسب التمويل التي تؤدي للوصول إلى هيكل مالي أمثل، وبالتالي يشير إلى مكونات هذه المصادر ودرجة الاعتماد على كل عنصر منها دون الآخر، والهيكل المالي الأمثل هو الذي يحقق أكبر ربح للسهم، حيث أن اختلاف وتباين مصادر التمويل وعدم تجانسها يمنح المؤسسة فرصة التنويع والمفاضلة بينهما بهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

تعد سياسة توزيعات الأرباح ذات أهمية بالغة وقرار من القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، كونها تهم كل من المستثمرين والمؤسسة، 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 متطلبات 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. وعلى هذا الأساس فإن الإشكالية الرئيسية التي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليها يمكن صياغتها على النحو الآتي:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية؟
1. الأسئلة الفرعية

- ما المقصود بالهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح؟

مقدمة

- هل توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وسياسة توزيع أرباح السهم؛
- هل توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية ونسبة توزيع أرباح السهم؛
- هل توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مردودية المؤسسة ونسبة توزيع أرباح السهم؛

2. الفرضيات

- يعتبر الهيكل المالي مزيج من مصادر التمويل المختلفة أما سياسة توزيع الأرباح فهي النسبة المقرر توزيعها على المستثمرين والأرباح المحتجزة في المؤسسة؛
- توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وسياسة توزيع أرباح السهم؛
- توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية ونسبة توزيع أرباح السهم؛
- توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مردودية المؤسسة ونسبة توزيع أرباح السهم؛

3. أهداف البحث

يهدف البحث إلى دراسة الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح هذا في الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فتبرز الأهمية في معرفة الوضعية المالية للمؤسسات التي تقوم بسياسة الاستدانة، ومحاولة بناء نموذج يفسر العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح.

4. أسباب اختيار الموضوع

- الرغبة الذاتية في دراسة الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية.
- البحث في مواضيع التخصص واستخدام بعض الأساليب الإحصائية في تحديد العلاقة بين مختلف النماذج.

5. المنهج المستخدم

بناء على طبيعة الموضوع وسعياً لتحقيق الأهداف المرجوة من البحث، تم اختيار المنهج الوصفي في الدراسة النظرية من خلال التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات، أما من الجانب التطبيقي فنستخدم المنهج

مقدمة

التحليلي باستخدام مجموعة من أدوات التحليل المالي، الإحصاء الوصفي وكذا الإحصاء الاستدلالي من خلال استخدام برنامج Eviews لتحليل البيانات المتحصل عليها من خلال القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة.

6. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود التالية:

✍ **الحدود الزمنية:** اقتصرنا لهذا الموضوع على سنة 2011؛

✍ **الحدود المكانية:** تم حصر الدراسة التطبيقية في عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؛

7. الدراسات السابقة

1-دراسة غربي حمزة 2015: رسالة دكتوراه بعنوان "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر"

هدف هذه الدراسة هو معرفة محددات أدوات السياسة المالية في المؤسسة والتي تتمثل في محددات الاستثمار، محددات الهيكل المالية ومحددات توزيع أرباح السهم ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بمحددات السياسة المالية للمؤسسات في الدول المتطورة.

وقد توصل الباحث إلى وجود أهمية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما أن هذه المؤسسات تعاني من إشكالية في تمويلها. هذه الإشكالية، كان لها أثر محدود على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، فهي تتشابه في بعض المحددات مع الدول المتطورة، والتي تتمثل في النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني.

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

هدف 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

مقدمة

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.

3-دراسة خديجة خوشي: (2011) مذكرة ماستر بعنوان "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة"

هدف هذه الدراسة إلى دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية ما عدا القطاع المالي، حيث توصلت الباحثة إلى أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

4-دراسة تبر زغود: (2009) وهي مذكرة ماجستير بعنوان "محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر"، وقد طرحت الباحثة الإشكالية التالية: ما هي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر؟ إذ تهدف الدراسة إلى ما يلي:

-محاولة بناء نموذج تجريبي لغرض تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعات العام والخاص باستخدام أدوات التحليل الإحصائي؛

-اختبار قدرة النظرية المالية الحديثة على تفسير السياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية؛

-الكشف عن أهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك؛

-محاولة تقييم نتائج الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتتها المؤسسة العمومية الجزائرية (التطهير المالي) في بداية التسعينات بسبب الخلل في هيكلها التمويلية؛

وقد خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات: معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، مستوى الضمانات (هيكل الأصول)، تكلفة الاستدانة (التمويل)، مستوى

المخاطر التشغيلية (العملية) وطبيعة القطاع تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

كما تشير النتائج أن نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (نظرية التمويل التسلسلي) لها قدرة كبيرة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

8. هيكل البحث

من أجل معالجة الموضوع تم تناوله من خلال ثلاث فصول حيث تم تخصيص فصلين للجانب النظري والفصل الثالث تم تخصيصه للجانب التطبيقي.

يدرس الفصل الأول مدخل إلى الهيكل المالي حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تم فيه دراسة ماهية الهيكل المالي، المبحث الثاني علاقة الهيكل المالي بالرفع المالي، العائد والمخاطرة أما المبحث الثالث فخصص للنظريات المفسرة للهيكل المالي.

والفصل الثاني تحت عنوان الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وقد تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث أيضا فالمبحث الأول بعنوان مدخل لسياسة توزيع الأرباح، المبحث الثاني أنواع ونماذج وإجراءات سياسة توزيع الأرباح أما المبحث الثالث فخصص للنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

أما الفصل الثالث دراسة حالة حيث قسم إلى ثلاث مباحث المبحث الأول منهجية الدراسة الإحصائية والمبحث الثاني التعريف بمتغيرات النموذج وكيفية قياسها المبحث الثالث تقدير واختبار نموذج الدراسة.

الفصل الأول:

مدخل إلى الهيكل المالي

تمهيد

يعمل المدير المالي على توفير التمويل اللازم لمختلف أنشطة المؤسسة من خلال اتخاذ القرار التمويلي المناسب، وفي هذا الفصل يتم تناول الهيكل المالي الذي بدوره يعتبر من أهم القضايا التي نالت اهتمام العديد من الباحثين في مجال الدراسات المالية.

لذلك يتم التعرف في هذا الفصل إلى المبحث الأول ماهية الهيكل المالي الذي يتم التناول فيه مفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة عليه وإلى المصادر المكونة للهيكل المالي أما في المبحث الثاني فسنتناول علاقة الرفع بالهيكل المالي وكيفية حساب العائد والمخاطرة والمبحث الثالث يشير إلى أهم النظريات الكلاسيكية والحديثة للهيكل المالي.

وتم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي؛
- المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بالرفع؛
- المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي،

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي

يعالج هذا المبحث الهيكل المالي للمؤسسة ومعرفة أهم المصادر المكونة له والعوامل العوامل عليه، وهذا تحت ثلاث مطالب عالج المطلب الأول مفهوم الهيكل المالي والمطلب الثاني العوامل المؤثرة عليه أما المطلب الثالث تحدث عن مختلف مصادر التمويل.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

يجب التفرقة بين مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

1-تعريف الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية لجانب الخصوم للميزانية المالية للمؤسسة"¹.

يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للشركة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي للمؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية.²

ويعرف أيضا بأنه " يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"، وبالتالي عرف الهيكل المالي هنا على أساس مصادر التمويل التي تمول المؤسسة بها نشاطها، من أموال قصيرة وطويلة الأجل، والأموال المقرضة والمملوكة.³

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤائد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص349.

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 401.

³ - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012، ص03.

2-تعريف هيكل رأس المال

يتعلق بمصادر التمويل الطويلة الأجل والدائمة كالديون الطويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وبالتالي فهيكـل رأس مال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي، إذن هو تركيبة للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات، والأرباح المحتجزة) والقروض الطويلة الأجل كجزء من التركيب المالي ومصدرا مهما من مصادر تمويل المؤسسات الكبيرة.¹

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي

تتأثر المؤسسة بعدة عوامل تؤثر على قرار تركيبة هيكلها المالي نذكر منها مايلي:

1- المخاطر التشغيلية والمالية: يمكن تعريف المخاطر التشغيلية أو مخاطر الأعمال بأنها حالة عدم التأكد المتعلقة بقيم معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في حال استعمال المؤسسة التمويل بحقوق الملكية فقط، وذلك بسبب عوامل عديدة منها المنافسين وابتكاراتهم الجديدة، إضرابات العمال، الازدهار والكساد الاقتصادي أما المخاطر المالية فهي تلك المخاطر التي يتحملها ملاك المؤسسة (حملة الأسهم) نتيجة استخدام الديون لتمويل عملياتهم التشغيلية، فمن المعروف أن المساهمين يواجهون مقدارا محددا من المخاطر المتعلقة بعمل المؤسسة وهي المخاطر التشغيلية، أي مخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي، لكن إذا قامت المؤسسة باستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها، فهذا يعني أن المؤسسة تركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين.²

¹ - بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012، ص ص 04/03.

² - غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه علوم تجارية ومالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015، ص 143.

2- **معدل نمو المبيعات:** يمكن للمؤسسة التي تتصف بنمو مضطرب في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض لدرجة أكبر، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية (الفوائد).¹

3- **هيكل الأصول:** تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها. وتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضماناً جيداً للقروض. وتأسيساً على ذلك تتميز مؤسسات العقارات بنسب عالية من الرفع المالي، فيما تتصف مؤسسات الأبحاث التكنولوجية بعكس هذا.²

4- **درجة المنافسة:** تعتمد قدرة الشركة على تسديد ديونها على حجم أرباحها ودرجة استقرار هذه الأرباح. فكلما ازدادت أرباحها كلما ازدادت قدرتها على تغطية التزاماتها المترتبة على المديونية. وتعتبر المنافسة من العوامل الرئيسية المؤثرة على الربحية، حيث أن ازدياد حدة المنافسة بين الشركات في الصناعة الواحدة يؤدي إلى تخفيض هامش الربحية ويحد بالتالي من مقدرة الشركة على الاقتراض.³

5- **موقف الإدارة من الخطر:** إن موقف الإدارة من الخطر يؤثر في هيكل التمويل الذي يختاره. فالإدارة في الشركات الصغيرة أقل تجنباً للخطر، ولذلك فإنها أكثر اعتماداً على التمويل بالمديونية، نظراً لثقة الإدارة في مستقبل الشركة، وقدرتها على زيادة أرباح المساهمين من خلال استخدام الرفع. وعلى العكس من ذلك، فإننا نجد الإدارة في الشركات الكبيرة أكثر تجنباً للخطر وبالتالي أكثر اعتماداً على التمويل بالأسهم بدلاً من المديونية. ذلك لأن بيع الأسهم إضافية كمصدر للتمويل لا يؤثر كثيراً على المالكين في هذه الشركات.⁴

6- **الموقف الضريبي:** من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (استخدام التمويل المقترض) هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف (الوفر الضريبي) الناتج عن ظهور

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 168.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق الذكر، ص 404.

³ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2011، ص 345.

⁴ نفس المرجع، ص 346.

الفوائد في قائمة الدخل، حيث أن الكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة. وعليه، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل. وبالمقابل، ففي بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي، أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة ربما انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض.

7- المرونة المالية: والمقصود بها قدرة المؤسسة في الحصول على القروض بشروط ملائمة ومناسبة بأسعار فائدة معقولة في ظل الظروف المختلفة، لأنه من المعروف أن المقرض يبحث دائماً عن المؤسسة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه وخاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة. وعليه، فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، والمرونة المالية غير المتوفرة، فهذا يعني أن تركيبة رأس المال ستكون ذات نسبة منخفضة من التمويل المقترض.¹

المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي

تلجأ المؤسسات عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة، حيث يتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو المتوسطة قصيرة الأجل ويتم التفصيل فيها كما يلي:

1. المصادر الداخلية:

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دوراً هاماً في تنمية المؤسسة وتطويرها، حيث أنه يضمن توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة دون اللجوء إلى مصادر خارجية لتلبيتها ويعرف التمويل الذاتي على أنه الفائض النقدي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح على ذوي الحقوق التمويل الذاتي مصدر من مصادر أموال الملكية، تستخدمه

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فوائد التمييم، مرجع سابق الذكر، ص 405.

المؤسسة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشرا على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية.¹

2. المصادر الخارجية:

يقصد بالتمويل الخارجي كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من خارج المؤسسة؛ أي من النشاط غير الاستغلالي للمؤسسة في ظل افتراض استقلالية المؤسسة، فإن الإدارة تحصل على هذه الأموال بشروط وإجراءات لا بد من معرفتها، ويتوقف حجم التمويل الخارجي عادة على حجم التمويل الداخلي أي احتياجات المالية للمؤسسة وبالتالي فهو مكمل للتمويل الداخلي وعادة ما تكون مصادر التمويل الخارجي ممثلة فيما يلي:²

أ. مصادر التمويل قصير الأجل:

ينظر إلى التمويل قصير الأجل على أنه مشكلة مستمرة للمؤسسات التي تحتاج إليه، وتتحدد مسألة استخدام التمويل قصير الأجل أو عدم استخدامه على طبيعة عمل كل مؤسسة، من حيث أن هذا النوع نادرا ما يستخدم لتمويل الموجودات الثابتة. فالمؤسسات الكبيرة التي تمتاز بضخامة موجوداتها الثابتة لا تواجه مشكلة التمويل قصير الأجل بنفس المستوى التي تواجهها المؤسسات والأنواع من المؤسسات الأصغر حجما ويمكن تعريف التمويل قصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية) التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا يزيد مدته عن سنة واحدة.³

وتتضمن مصادر التمويل قصيرة الأجل:

1. الائتمان التجاري: هو ائتمان قصير الأجل يمنح من المؤسسة الموردة إلى المؤسسة المشتري، ويكون الائتمان التجاري على شكل حساب جاري أو شكل كمبيالة أو سند أذني تحرره المؤسسة المشتري لصالح المؤسسة البائعة.

¹- شعبان محمد، نحو اختبار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2010، ص 05.

²- حفصي رشيد، مرجع سابق الذكر، ص 60.

³- علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، ط 1، 2008، عمان، الأردن، ص 257.

الميزة الأساسية للائتمان التجاري كمصدر للتمويل في أنه يتواءم مع الزيادة في مشتريات المؤسسة خاصة في فترات المواسم، والشكل العام للائتمان التجاري المقبول من قبل الإدارة المالية للشركة المشتري هو الحساب التجاري المفتوح لأنه أسهل في شروطه ويوفر المرونة عند التسديد، ولحساب تكلفة الائتمان التجاري لا بد من معرفة شروط منح الائتمان فعندما يكون الائتمان بمجرد تحديد فترة بتسديد فإنه يكون بدون كلفة على المؤسسة المشتري بطريقة الائتمان التجاري، ولكن في حالة تحديد شروط تتضمن منح خصم نقدي في حالة الإسراع في تسديد قيمة الائتمان فهنا لا بد من حساب كلفة عدم الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح إلى المؤسسة.¹

2. الائتمان المصرفي: تحتاج المشاريع عادة خلال دورتها الاستثمارية والتشغيلية إلى التمويل قصير الأجل خلال فترة زمنية محددة لتغطية احتياجات خلال هذه الدورة أو التوسع في نشاط المشروع، وقد تكون هذه الاحتياجات موسمية أو لغرض شراء مواد الأولية أو زيادة تراكم المخزون السلعي، إضافة إلى إيجاد مصادر مالية سائلة لموازنة ارتفاع الذمم المدينة والتي تتزامن مع زيادة المبيعات بالآجل، وكذلك في حالة الحاجة إلي القرض قصير الأجل للاستفادة من الخصم النقدي عند الحصول على الائتمان التجاري، ولذلك نطلق على القروض قصيرة الأجل تسمية القروض ذاتية التسييل لأنها تساهم في دورة الإنتاج وبيع البضاعة والحصول على قيمة الذمم المدينة، عليه يمكن أن يسدد المشروع القرض بصورة تلقائية من خلال التدفقات النقدية التي يحصل عليها خلال مدة القرض، وعادة يشترط المصرف أن يتم تسديد قيمة القروض في فترة أقل من سنة مع الحرص على تطابق الدورة النقدية للمشروع مع فترة القرض المصرفي.²

¹- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية 2010، عمان، الأردن، ص 176/175.

²- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط2، 2009، ص 408.

ب. مصادر تمويل طويلة الأجل

1- الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المشروع حيث يتكون رأس مال المؤسسة المساهمة من عدة حصص متساوية بالأسهم. وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمشروع خاصة في حالة الشركات التي تكون في أو مراحل التشغيل. ويرجع ذلك إلى أن اصدار الأسهم لا يترتب عليه التزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم.¹

2- الأسهم الممتازة

- مفهوم السهم الممتاز: مستند ملكية يثبت لحامله ملكية جزء من رأسمال المؤسسة، ويطلق عليها الأوراق المالية وذلك لجمعها بين خصائص السندات والأسهم العادية. ولكونها من المصادر المهجنة التمويلية الدائمة بالنسبة للمؤسسة فإنها في الغالب لا تملك تاريخ استحقاق محدد، كما تكون لها أولوية الحصول على توزيعات الأرباح ولكن في المقابل لا يكون لها حق التصويت على العموم. وللشهم الممتاز قيمة إسمية؛ دفترية؛ وقيمة سوقية.²

3- السندات

وهي أوراق مالية ذات قيمة إسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال التمويل طويل الأجل، ونقصد بالقيمة الاسمية للسند القيمة المحددة له في وثيقة الإصدار وتتضمن هذه الوثيقة شروط إضافة إلى تحديد القيمة الاسمية كمعدل الفائدة السنوي الواجب دفعه لحامل السند، وعادة يكون على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية له، ويتم تحديد تاريخ الاستحقاق وطريقة تسديد قيمة السند، ولحامل السند حق الحصول على الفوائد وقيمة السند في تاريخ الاستحقاق، أما المشتري فهم المستثمرون وصغار المستثمرين الذين يتميزون بروح الاستثمار المحافظة ويهدفون إلى الحصول على

¹ - نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 268.

² - عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: درو سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة-، 2012، ص 8.

دخل ثابت من استثماراتهم في السندات، وقد يتم بيع السند بأقل من قيمته الاسمية ويسمى سند بخصم أو يتم بيعه بأعلى من القيمة الاسمية سند بعلاوة.¹

4- الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أرباحا تحققت بالفعل غير أن المؤسسة قررت احتجازها لتمويل عملياتها وعدم توزيعها على المالكين، كما تمثل مصدرا داخليا هاما لتمويل احتياجات المؤسسة طويلة الأجل، وتمثل الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به لغرض إعادة استثماره كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها، أو تلك التي تواجه ظروفًا اقتصادية متقلبة، كما يتم الاعتماد عليها لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة إصدار أسهم أو لتجنب الأعباء الثابتة التي يترتب على بيع الأوراق المالية تعد الأرباح المحتجزة استثمارا إضافيا إجباريا من المساهمين يساعد في تحقيق أهدافها وتحسين مركزها المالي.²

5- القروض البنكية طويلة الأجل

هي القروض التي يزيد آجالها عن خمس سنوات وقد تصل إلى عشر سنوات أو عشرين سنة، تمنح لتمويل الأنشطة العمليات ذات الطبيعة الرأسمالية، أو بناء مصانع، وإقامة مشاريع جديدة تقدم مثل هذه القروض عادة من البنوك المتخصصة مثل البنوك العقارية التي تمنح قروضا قد تصل إلى عشرين عاما.³

¹- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 211.

²- حمزة غربي، مرجع سابق الذكر، ص 19.

³- نفس المرجع، ص 20.

المبحث الثاني: علاقة الهيكل المالي بالرفع

نظرا لتأثير هذه الرافعة في كل من العائد والمخاطرة فإن يتوجب على المدير المالي أن يفهم كيفية قياس وتقييم الرافعة المذكورة، وخصوصا عندما يتخذ القرارات الخاصة بالهيكل المالي.¹

المطلب الأول: الرفع والهيكل المالي

يتم من خلال هذا المطلب يتم التعرف على الرفع بأنواعه وكيفية قياسه.

1. الرفع المالي: يمكن تعريف الرفع المالي بأنه "استخدام أموال الغير (الاقتراض) بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة) على أمل زيادة الأرباح"، فإن كانت الأموال مقترضة تكون الفوائد المدينة هي نقطة الارتكاز للرفع المالي، وان كانت الأموال آتية من بيع الأسهم الممتازة فالتكاليف الثابتة (الفوائد) هي أرباح الأسهم الممتازة قبل دفع الضرائب. ومعنى ذلك كله هو أن بإمكان الشركة استخدام الأموال المقترضة من أجل تحقيق ربح أكبر للمساهمين، ويكون الأساس المالي هنا "ملكية المشروع" الذي تم بناءا عليه الحصول على قروض بضمانته. ويكون استخدام الرفع المالي مرغوب للشركة إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة حيث تكون الاحتمالية من أن يحقق استخدام القرض (الرفع المالي) عوائد مالية أكبر، وتتأثر الأرباح هنا بالعلاقة الأساسية بين إجمالي الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول ويطلق على هذه العلاقة أو النسبة بالرفع المالي.²

وتحسب نسبة الرفع المالي بالعلاقة التالية:³

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$
$$DFL = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - F - I}$$

¹- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق الذكر، ص412.

²- علي عباس، مرجع سابق الذكر، ص229.

³- فايز تيم، مرجع سابق الذكر، ص 330.

DFL : نسبة الرفع المالي.

EBIT : الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

2. الرفع التشغيلي: يمكن تعريف الرافعة التشغيلية بأنها استخدام أو توظيف أصول أو أموال تتحملها المؤسسة بناء عليها تكاليف ثابتة، وبالتالي فالتكاليف الثابتة هي نقطة ارتكاز الرافعة التشغيلية. وهكذا يكون القصد من استخدام هذه الرافعة هو زيادة الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة، وعليه فالرافعة التشغيلية يمكن دراستها من خلال نموذج تحليل التعادل باعتباره منهجا لتخطيط الربحية في ضوء العلاقات القائمة بين التكاليف والإيرادات. تعرف درجة الرافعة التشغيلية بأنها:

نسبة التغير في الدخل التشغيلي إلى نسبة التغير في المبيعات ويتم حسابها بطريقتين:

1- درجة الرافعة التشغيلية لمستويين من المبيعات

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

DOL : درجة الرافعة التشغيلية

EBIT : الأرباح قبل الفوائد والضرائب (صافي الربح التشغيلي)

$\Delta EBIT$: التغير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب

ΔQ : التغير في المبيعات

2- درجة الرافعة التشغيلية عند مستوى محدد من المبيعات

هي بالنسبة لنقطة التعادل الخطية أي باستخدام المتغيرات المحددة بتحليل التعادل.¹

$$DOL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

¹- بوربيعة غنية، مرجع سابق الذكر، ص 126.

ان ارتفاع التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة أثر الرافعة التشغيلية، وبالتالي أي زيادة في حجم المبيعات تؤدي إلى زيادة أكبر في صافي ربح العمليات، مما يعظم ثروة المساهمين، والعكس صحيح.¹

3. الرفع الكلي: هي قيام المؤسسة باستخدام كلا الرافعتين المالية والتشغيلية في آن واحد بقصد زيادة التأثير على صافي الربح بعد الفوائد والضرائب، حيث أن الرافعة التشغيلية تجعل أي زيادة في حجم المبيعات له تأثير كبير على الأرباح (قبل الفوائد) ، أما الرافعة المالية فلها تأثير كبير على الأرباح (بعد الفوائد) لصالح المساهمين لذلك إذا ما تم إدماج الرافعتين المذكورتين معا - فإن أي تغيير بسيط في حجم المبيعات سيكون له تأثير ملحوظ على الأرباح وتقاس الرافعة الكلية بحساب حاصل ضرب الرافعة التشغيلية والرافعة المالية كما يلي:²

$$CL = DFL \times DOL$$
$$CL = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - F - I} \times \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$
$$CL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F - I}$$

المطلب الثاني: العائد وكيفية قياسه

حاول هذا المطلب إلى إبراز مفهوم للعائد وأنواع معدلات العائد وكيفية قياسه.

1. مفهوم العائد: العائد عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، أما الربحية فتعني الاستثمار في أصول تولد أكبر قدر ممكن من العائد مع خفض التكلفة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي،

¹ - شعبان محمد، مرجع سابق الذكر، ص 98.

² - بوربيعة غنية، مرجع سابق الذكر، ص 127.

والعائد قد يكون على شكل عوائد فعلية أو عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلاً.¹

2. أنواع معدلات العائد

1- معدل العائد المتحقق: هو نسبة صافي الدخل الناجم عن الاستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة والتي نتج عنها ذلك الدخل الصافي، أي معدل العائد المتحقق هو معدل العائد الفعلي الناتج عن الاستثمار، وعادة يكون على شكل نسبة مئوية ويحسب العائد شهرياً وربع سنوي ولكن في المعتاد هو المعدل المتحقق السنوي.

$$\text{معدل العائد المتحقق السنوي} = \text{صافي الدخل السنوي} / \text{مجموع الموجودات}$$

ونميز في هذا الإطار معدل العائد المتحقق من استثمار الأموال في الأوراق المالية وبالذات الأسهم العادية، والذي يمثل نسبة صافي الدخل المتحقق من جراء استثمار الأموال في السهم مقسوماً على مجموع الأموال التي استثمرت في الأسهم، ويتكون هذا المعدل للعائد من جزئين هما:

• **معدل العائد الرأسمالي:** وهو الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه مقسوماً على

سعر شراء السهم. ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد الرأسمالي} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث أن:

P_1 : سعر بيع السهم

P_0 : سعر شراء السهم

• **معدل العائد الدوري أو الاعتيادي:**

وهو عبارة عن عائد مقسوم الأرباح الموزعة لذلك السهم مقسوماً على سعر شرائه، ويحسب كما يلي:

¹- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 153.

$$\frac{D}{P_0} = \text{معدل العائد الدوري}$$

حيث أن: D هي مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم.
وعليه يكون العائد المتحقق عن السهم (R_j) مساويا إلى:

$$R_j = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0}$$
$$= \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

وعندما لا يكون هناك مقسوم للأرباح موزع فإن المعدل العائد المتحقق للسهم R_j يكون مساويا للعائد الرأسمالي فقط أي:¹

$$R_j = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

2- معدل العائد المتوقع: هو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل، وبالمفهوم العام فهو المعدل أو الوسط الحسابي لمعدلات العائد المتحقق، ولهذا المعدل أهمية كبيرة في الاستثمارات المادية والمالية إذ يقارن مع معدل العائد المطلوب وعندما يزيد عليه يكون الاستثمار إيجابيا ومقبول. ويحسب معدل العائد المتوقع بثلاث طرق هي:

- **الطريقة الاحتمالية:** يحب معدل العائد المتوقع من هذه الطريقة من خلال ضرب كل معدل عائد متحقق في احتمالية تحققه.
- **الطريقة الإحصائية**
- **طريقة الوسط الحسابي:** وهي الطريقة الأكثر شيوعا لحساب العائد المتوقع، ومن تعريف العائد المتوقع بأنه الوسط الحسابي أو المعدل لمعدلات العائد المتحققة.

¹ - محمد علي العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 414.

$$E(Rj) = \frac{\sum Rij}{N}$$

3- معدل العائد المطلوب: هو معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم تعويضاً عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال والمخاطرة المصاحبة لذلك الاستثمار. ويحسب كما يلي¹:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد خالي من المخاطرة} + (\text{معدل عائد محفظة السوق المالية} - \text{معدل العائد خالي من المخاطرة}) * \beta \text{ معامل}$$

$$RR = Rf + (Rm - Rf) * \beta$$

المطلب الثالث: المخاطرة وكيفية قياسها

من خلال هذا المطلب يتم التحدث إلى المخاطرة وأنواعها وكيفية قياسها.

1. تعريف المخاطرة

- تعني عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض.
- وتعرف على أنها وضعية ما لمجموعة أحداث متتابعة ومتزامنة احتمال حدوثها غير مؤكد وحدثها يصيب أهداف المستثمر.
- هي إمكانية تحقق العائد أو ربما احتمال وقوع الخسائر الرأس مالية، وعن المبادئ المعروفة في الاستثمار فإن المخاطر تكون مرافقة للعائد حتى للعائد حتى أن البعض يقول أن هو ثمن المخاطرة.

¹ محمد علي العامري، نفس المرجع السابق، ص ص 417/416.

- وتعرف المخاطرة على أنها "تتضمن الانحراف عن المسار الذي يوصل نتيجة متوقعة أو مأمولة.¹

2. تصنيف المخاطر

يتم تصنيف المخاطر إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية ومنه تصنيفها كالاتي:

1.2. المخاطر النظامية

وهي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي ينتج عن عوامل تؤثر بشكل متزامن في أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة، أو هي نسبة المخاطر التي تعود إلى حركة السوق ككل نسبة إلى المخاطر الكلية ويطلق عليها عادة اسم المخاطر السوقية أو المخاطر العامة وتعد التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والتي تؤثر في أسواق الأوراق المالية مصدرا لهذه المخاطر، بالرغم من أن كافة الأدوات الاستثمارية تتأثر بالظروف البيئية والاقتصادية إلا أنها قد يكون تأثيرها في أدوات معينة أكثر أو أقل من تأثيرها في أدوات أخرى، وبمعنى آخر، أن هذه المخاطر تؤثر على كافة القطاعات بالسوق ولكن بدرجات متفاوتة، وبما أن المخاطر النظامية تصيب كافة الأوراق المالية نظرا لأن مصدرها ظروف السوق عامة فإنه لا يمكن تجنبها نهائيا بالتنوع، بمعنى أن التنوع وزيادة عدد الاستثمارات لا يفيد في الحد من هذه المخاطر.²

وتتجم المخاطرة النظامية عن العديد من المصادر منها:³

• **تقلبات السوق:** مثل: الاضطرابات العامة، الكساد والاضطرابات السياسية... الخ. إذ

ينجم عن تقلبات السوق ارتفاع أو انخفاض المخاطرة النظامية.

¹ يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 54.

² شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، 2012، ص 40.

³ نفس المرجع، ص 40.

- **نوع النشاط:** تتباين المخاطرة النظامية من نشاط إلى آخر ومن صناعة إلى أخرى، فالمؤسسة التي تنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور وتكون منتجاته تشهد سوق واسعة ونامية ربما هذا يؤدي إلى انخفاض مخاطرتها النظامية.
- **تغير أسعار الفائدة:** يعد مصدرا رئيسيا للمخاطرة النظامية، فارتفاع سعر الفائدة المصرفية هو فرصة استثمارية بديلة للاستثمار بالأسهم وبالتالي تبدأ أسعار الأسهم في الانخفاض ويترتب على ذلك ارتفاع مخاطرتها النظامية. وتحسب المخاطرة النظامية بالصيغة التالية¹:

$$\begin{aligned} \text{Systematic Risk} &= \beta^2 \sigma^2 Rm \\ \beta &= \frac{\text{cov}(Rj, Rm)}{\sigma^2 Rm} \\ \text{cov}(Rj, Rm) &= RjRm \sigma_{Rj} \sigma_{Rm} \end{aligned}$$

2.2. المخاطر اللانظامية

وهي عبارة عن حالات عدم التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين حيث إنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي وعادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطر الاستثنائية أو المخاطر غير السوقية أو المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خارجية مثل: حدوث اضطراب عمالي في شركة أو قطاع معين، الأخطاء الإدارية، ظهور اختراعات جديدة وغيرها.²

وتحسب هذه المخاطر من التباين في معدل العائد وصيغة حسابها هي الآتية:³

$$\text{cv}(Rj) = \frac{\sigma^2 Rj}{E(Rj)}$$

¹ - بوربيعة غنية، مرجع سابق الذكر، ص ص 132/133.

² - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص 43.

³ - محمد علي العامري، مرجع سابق الذكر، ص 426.

حيث أن CV : معامل تباين المخاطرة اللانظامية.

Rj : الانحراف المعياري لمعدل العائد.

$E(Rj)$: متوسط معدل العائد.

1-المخاطر الكلية

هي التباين أو التقلب في معدلات العائد وتساوي حاصل جمع المخاطرتين النظامية واللانظامية، وتقاس المخاطرة الكلية كالآتي:

$$\sigma^2 = \beta^2 \sigma^2(Rm) + \sigma^2 Rj(\varepsilon)$$

3. كيفية قياس المخاطر

هناك عدة طرق لقياس المخاطرة منها الرياضية أو الإحصائية نذكر المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف وبيتا.

1-المدى: وهو المقارنة بين أكبر عائد وأقل عائد مما يعطينا فكرة عن المجال الذي تتذبذب به العوائد للبدائل المختلفة أي درجة التشتت بين أكبر تدفق وأق تدفق نقدي متوقع للبديل المقترح.¹

2-الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس المخاطرة باستخدام هذا المقياس:

$$\sigma = \sqrt{\sum Pi(Ri - R)^2}$$

حيث أن: σ : يمثل الانحراف المعياري و Ri : العائد المحتمل أو R : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة: Pi احتمال العائد i ؛

¹ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 167.

3-معامل الاختلاف: يكون الانحراف المعياري مقياسا مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين (أو سهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية. ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع، يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد، ويقاس معامل الاختلاف بالعلاقة الآتية:

$$cv = \frac{\sigma}{R}$$

حيث أن: CV يمثل معامل الاختلاف؛ σ : الانحراف المعياري؛ R: القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

4-معامل بيتا: يعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في عائد محفظة الأوراق المالية، إذ يصنف هذا المقياس الأوراق المالية إلى أوراق ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد (1) صحيح أي مخاطرها ستكون أكبر من مخاطر السوق، ولحساب معامل بيتا يجب توفر معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة التالية:¹

$$Beta_i = \beta_i = \frac{covariance(ri - rm)}{variance m} = \frac{pim \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث $covariance(ri - rm)$: التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل العائد على المحفظة m، Variance m: التباين في العوائد على محفظة السوق؛

Pim : معامل الارتباط بين السهم i و المحفظة m؛

σ_i : الانحراف المعياري للسهم؛

σ_m : الانحراف المعياري للمحفظة m.

¹- يوسف خروبي، مرجع سابق الذكر، ص ص 60 / 61.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت الآن تعرف بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، إذ يقصد بأمثلية الهيكل المالي مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.¹

المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية

تعتبر هذه النظريات الركيزة الأساسية التي قامت على أساسها النظريات الأخرى، حيث اختلفت في إمكانية وجود هيكل مالي أمثل وأخرى تنفي ذلك في ظل ظروف تتسم بغياب الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، لذا سيتم تقسيم هذا المطلب إلى نظريات مؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل، ونظريات نافية لوجود هيكل مالي أمثل.

1. نظرية الربح الصافي:

تقوم هذه النظرية على الاختلاف الموجود في تكلفة كل مصدر تمويل، والتي تعتبر المحدد الرئيسي للهيكل المالي في المؤسسة في وجود العلاقة المتباينة بين التكلفة الإجمالية للتمويل والهيكل المالي، وقامت هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات من بينها:²

- تبقى تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة ثابتة لا تتغير.
- تكلفة الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الديون.
- معدل الاستثمار ثابت.

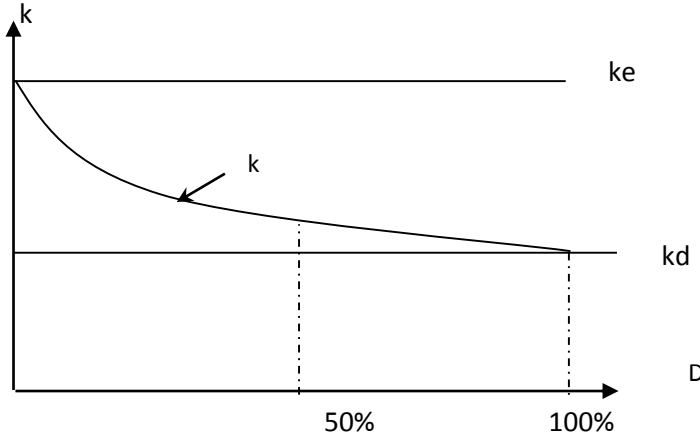
وانطلاقاً من هذه الفرضيات، فإن المؤسسة تلجأ إلى المصدر أقل تكلفة وهو التمويل بالديون، إذن حسب هذه الفرضية يوجد هيكل مالي أمثل عندما تكون نسبة التمويل بالديون

¹ - أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق الذكر، ص 21.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2008، ط2، عمان، الأردن، ص 539.

تساوي 100% من الهيكل المالي في المؤسسة، الشيء الذي يخفض من تكلفة رأس المال عندها تصبح قيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

الشكل رقم(1) تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 539.

2. النظرية التقليدية:

يؤكد مؤيدي هذه النظرية وجود هيكل مالي أمثل عند مستوى معين من الديون، والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة وتقتض هذه النظرية أن تكلفة الأموال الذاتية ترتفع مع كل زيادة في الديون، وذلك بسبب المخاطر التي تسببها القروض والتي سيتعرض لها المساهمون. ومنه، فإن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين والذي يمثل تكلفة الأموال الذاتية يبدأ في الارتفاع بمجرد التمويل بالديون، كما تقتض أن تكلفة الديون تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض، بعده تزيد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة تتحدد نسبة الديون المثلى حسب هذه النظرية في ثلاثة مراحل، وهي:¹

¹- حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبة، المدرسة العليا للتجارة، تخصص مالية، ص 31.

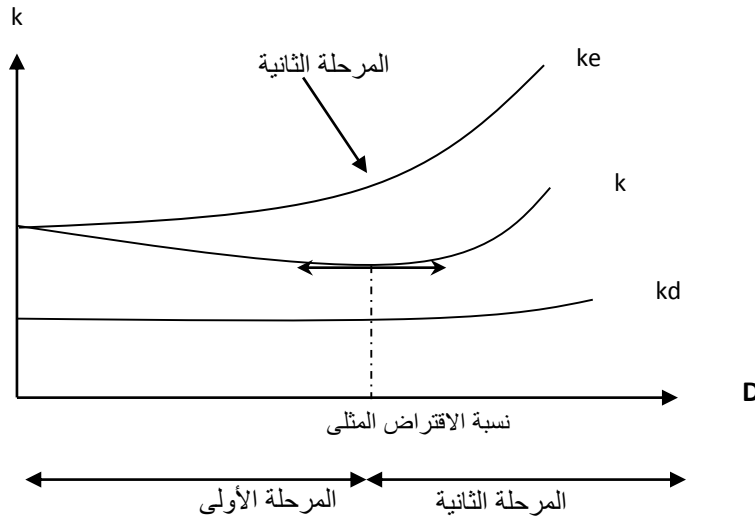
الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

المرحلة الأولى: تتميز هذه المرحلة بثبات تكلفة الديون وبظهور تغيرات بسيطة تتمثل في ارتفاع طفيف في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في الديون، إلا أن الانخفاض في تكلفة الديون يكون أكبر من الارتفاع في تكلفة الأموال الذاتية، ومنه فإن تكلفة رأس المال تنخفض.

المرحلة الثانية: مع كل زيادة في نسبة الديون في الهيكل المالية للمؤسسة، تزداد تكلفة الأموال الذاتية إلى أن تصل عند نسبة معينة من الديون وهي نسبة الاستدانة المثلى مع تكلفة الديون، وهنا تكون تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة، تفوق نسبة الديون النسبة المثالية، وهذا ما يترتب عنه ارتفاع كبير في تكلفة الأموال الذاتية بسبب زيادة المخاطر الناجمة عن النسب العالية من الديون، كما ترتفع تكلفة القروض -حسب ما تقترضه هذه النظرية-، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال ومنه، تتحدد نسبة الديون المثلى في المؤسسة، حسب النظرية التقليدية، لما تتساوى تكلفة الديون مع تكلفة الأموال الذاتية.¹

الشكل رقم (2) يوضح تغيرات تكلفة رأس المال حسب النظرية التقليدية



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 550.

3. نظرية صافي ربح العمليات

¹ حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق الذكر، ص 31.

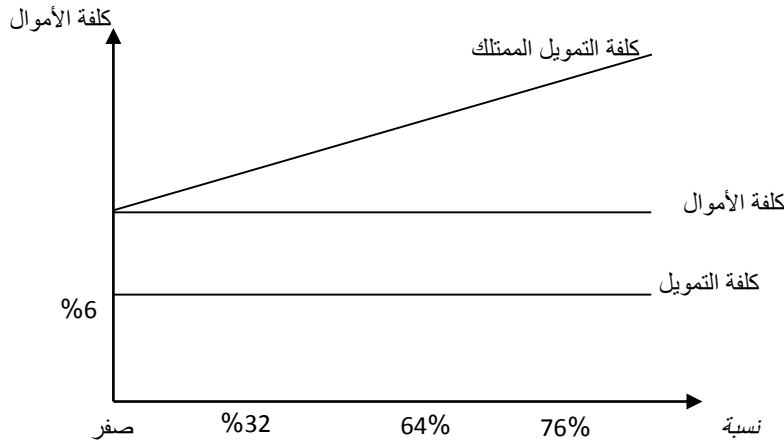
الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يستند أصحاب هذا الرأي على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل وليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكل المالية، فهم يفترضوا أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الديون في المؤسسة، إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون، وبسبب هذه الزيادة في المخاطر، فإن المساهمين يطالبون بعائد أكبر تعويضا عن هذه المخاطر، وباعتبار أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يمثل تكلفة الأموال الذاتية، فإن تكلفة الأموال الذاتية ترتفع. إن هذا الارتفاع في تكلفة الأموال الذاتية يقابله الانخفاض في تكلفة الديون، هذا الأمر الذي يجعل تكلفة رأس المال ثابتة، ومنه ثبات القيمة السوقية للمؤسسة تكلفة الديون تتضمن متغيرتين أساسيتين هما:¹

- تكلفة صريحة: ممثلة بسعر الفائدة.
 - تكلفة ضمنية: تنشأ عن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية بسبب الزيادة في الديون. تقوم هذه النظرية على فرضيات، وهي:
 - لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض والملكية.
 - المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية.
 - معدل الفائدة على القروض ثابتة.
 - لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.
- والشكل الموالي يوضح تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح العمليات

¹- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق الذكر، ص 149.

الشكل (3): تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح العمليات



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 546.

4. نظرية موديقلياني وميلر:

تشكل نظرية موديقلياني وميلر Modigliani Et Miller Theory اتجاهها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة، منذ أن نشروا نظريتهم عام 1958 إلا أن تلك النظرية لا زال يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية وقد اسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية وإن المضمون النظري لنظرية موديقلياني وميلر (M&M) بشأن صياغة الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية صافي ربح التشغيلي السابقة التحديد، إذ أكد موديقلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل. ويمكن شرح ما توصل إليه موديقلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال. وسوف نتعرض لهذه الفرضيات أولا ثم نناقش بالتفصيل اقتراحهما بشأن وجهة نظرهما في تأثير الرفع المالي (الاقتراض) على القيمة السوقية للمؤسسة وتتمثل فرضيات النموذج فيما يلي:¹

1- بوربيعة غنية، مرجع سابق الذكر، ص 66

1. أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية.
2. إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل المؤسسات بها على القروض.
3. إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة وللجميع ومجانية.
4. إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد، هذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف الشراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة.
5. يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق موديليانى وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.
6. تتبع المؤسسات سياسة توزيع تقتضي بتوزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة.
7. لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات ولا تكاليف الإفلاس.¹

الاقتراحات:

الاقتراح الأول

يشير موديليانى وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأي مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تخلقه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.

¹- بوربيعة غنية، مرجع سابق الذكر، ص66.

الفصل الأول: مدخل إلى الهيكل المالي

يؤكد الاقتراح الأول على أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرار الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية.

يمكن صياغة القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي إلى نفس شريحة المخاطرة حسب الاقتراح الأول لنظرية موديقلياني وميلر كما يلي:

$$V = \frac{NOI}{k_0}$$

حيث:

V : القيمة السوقية للمؤسسة.

NOI : صافي ربح العمليات وهو العائد قبل الفوائد والضرائب.

k_0 : معدل الخصم.

كما أكدا موديقلياني وميلر على استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالية، ومنه يمكن كتابة المعادلة الموالية:

$$V_U = V_L$$

حيث:

V_L : القيمة السوقية لمؤسسة المقترضة.

V_U : القيمة السوقية لمؤسسة غير المقترضة.

وهذا ما يعني أن تكلفة رأس المال بالنسبة لمؤسسة مقترضة تساوي تكلفة الأموال الذاتية لمؤسسة غير مقترضة.

$$k_{eu} = k_l$$

حيث:

k_{eu} : تكلفة الأموال الذاتية بالنسبة لمؤسسة غير مقترضة.

k_l : تكلفة رأس المال بالنسبة لمؤسسة مقترضة.

ولكي يثبت موديقلياني وميلر صحة هذا الاقتراح، والذي يشير إلى أنه إذا كانت هناك عدة مؤسسات تتميز بسياسات تمويلية مختلفة ومتماثلة في باقي الخصائص، فإن قيمها السوقية لا بد وأن تتساوى وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة.¹

عملية المراجعة

تشير المراجعة إلى أن اختلاف القيم السوقية لمؤسستين تنتمي لنفس مجموعة المخاطرة، وتتماثلان في كل شيء فيما عدا تركيبة الهيكل المالي، فإن هذا الاختلاف في القيمة السوقية يكون مؤقتاً، وهذا كون عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن للمؤسستين. ففكرة المراجعة تقوم على افتراض إمكانية استبدال المستثمر الرافعة المالية للمؤسسة برافعة شخصية، وقد وضحا ذلك بمؤسستين يكون الهيكل المالي للأولى (أ) مكون فقط من حقوق الملكية، بينما يكون في الثانية (ب) مختلط (حقوق ملكية+قروض) مع التشابه في كافة المواصفات الأخرى وافترض أن القيمة السوقية للمؤسسة الثانية أكبر من الأولى. فالمستثمر في المؤسسة ذات القيمة الأعلى يقوم ببيع حصته من الأسهم في هذه المؤسسة، ويقوم باقتراض أموال إضافية على حسابه الشخصي، ليستثمر الأموال المحصلة في المؤسسة ذات القيمة الأقل، مع التوقع بتحقيق نفس العائد من جراء ذلك مقارنة مع ما كان يحققه من قبل ولكن باستثمار أقل، الأمر الذي يؤدي بباقي المستثمرين إلى حذو نفس السبيل وهذا باستغلال هذه الميزة والاستفادة منها، ومثل هذا التصرف يؤدي بالضرورة إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (ب) جراء زيادة المعروض من أسهمها، وفي المقابل

¹ حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق الذكر، ص 35.

تشهد القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (أ) ارتفاعاً نتيجة لزيادة الطلب عليها، ويستمر هذا الوضع إلى غاية تساوي قيمة كل من المؤسستين.¹

الاقتراح الثاني

يشير الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال أي تكلفة رأس المال، وأن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية.

رغم أن التغيير في الهيكل المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغيراً مهماً في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها.

مما سبق، فإن الصيغة الرياضية لتكلفة رأس المال k هي كما يلي:

$$k = \frac{D}{V} Kd(1 - \tau) + \frac{E}{V} Ke$$

ومن خلال الفرضيات التي وضعها موديقلياني وميلر، فإنه لا وجود للضريبة، أي $\tau = 0$

ومنه فإن تكلفة رأس المال k حسب موديقلياني وميلر وهي:

$$k = \frac{D}{V} Kd + \frac{E}{V} Ke$$

وبتعديل بسيط على المعادلة السابقة، يمكن استنتاج الصيغة الرياضية لتكلفة الأموال

الذاتية أو المعدل العائد الذي يطلبه المساهمون ke كما يلي:

$$ke = k + (k - kd) \frac{D}{E}$$

ومن هذا التحليل، عرض موديقلياني وميلر مضمون الاقتراح الثاني، وهو أن معدل

العائد المطلوب من المساهمين في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكلتها المالية تساوي

معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس شريحة المخاطرة ولكنها لا

¹ - أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق الذكر، ص 84.

تعتمد على القروض إضافة إلى بدل المخاطرة الذي يحدد بالفرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة القروض مضروبا في نسبة توضيح بأن بدل المخاطرة ويجب الاقتراض إلى الأموال الذاتية $k - k_d$ ما هو إلا عائدا إضافيا يعوض عن المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون بسبب الاقتراض.¹

5. نظرية التوازن

من خلال هذه النظرية يتم استعراض تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

تكلفة الإفلاس

يدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين تحسبا لوقوع الإفلاس ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة، أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس وهذا يعني وجود علاقة طردية غير مباشرة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه المساهمين على الاستثمار مصدرها تكلفة الإفلاس وتقوم هذه العلاقة على افتراض عدم وجود ضرائب، وفي وجود الضرائب تترك زيادة نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة أثرا متضادين على تكلفة الأموال، فزيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفورات الضريبية، كما يترتب عليها - بعد نقطة معينة - ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال وبالتالي تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس.

تكلفة الوكالة

¹ - حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق الذكر، ص ص 156/155.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل العامة. إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل المثالي، فاللجوء الأمثل للمديونية هو ذلك الذي يسمح بتدنيه تكاليف الوكالة الإجمالية بما فيها التكاليف المرتبطة بالمديونية وتلك المرتبطة باللجوء لمساهمين آخرين، ويكون هذا الطرح مقبولاً في الحالة التي يكون فيها المدراء مساهمين وبالتالي لهم نفس انشغالات الملاك، ومستوى المديونية الأمثل هو ذلك الذي يدني مجموعة تكاليف الوكالة المرتبطة بالتمويل الخارجي كما أنه يمكن في الحالة التي لا يكون فيها مدراء المؤسسة مساهمين حيث يكونون حساسون أيضاً للمكافآت والامتيازات الأخرى التي يحصلون عليها، في هذه الحالة الهيكل المالي لا يغير بشكل مباشر من ثروتهم غير أن اللجوء إلى الاستدانة يزيد من مخاطر الإفلاس في المؤسسات ويدفع المدراء إلى محاولة تحسين أدائهم من أجل تقادي هذا الوضع الذي قد يؤدي إلى فقدان مناصب عملهم، أي أن هناك اعتماد متبادل غير مباشر بين مصالح المدراء والهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.¹

المطلب الثاني: النظريات الحديثة

وتتمثل في نظرية الإشارة ونظرية الترتيب السلمي.

1- نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية. فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداءً هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءً. وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة.

¹ - سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011/2012، ص 24.

هذه المؤشرات متعددة، نستطيع أن نذكر من بينها هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف البناء المالية.

تقترح هذه النظرية نمونجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي. فالمستثمرين يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفان: A و B. بحيث المؤسسات من الصنف A أحسن أداءا من المؤسسات من الصنف B.

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

اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة من امتلاك هذه الأخيرة من قبل المدراء.¹

2- نظرية الترتيب السلمي

تقوم نظرية الترتيب السلمي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، حيث أن المؤسسة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وإذا كنت بحاجة إلى تمويل خارجي، فإنها تفضل التمويل بالديون أولا، ثم التمويل بإصدار الأصول الهجينة وأخير التمويل بإصدار الأسهم.

تعتمد نظرية الترتيب السلمي على مفهوم عدم تماثل المعلومات، ونقصد بعدم تماثل المعلومات في المؤسسة أن للمسيرين معلومات خاصة بالزبائن، المخاطرة، قيمة المؤسسة وغيرها أكثر مما لدى المستثمرين الخارجيين، فعندما تقوم المؤسسة بالإعلان عن زيادة في توزيع الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع لأن المستثمرون يترجمون هذه الزيادة على أنها دليل لثقة المسيرين في حصول المؤسسة على أرباح مستقبلية، بصيغة أخرى فإن زيادة الأرباح

¹ - يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم تسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص 166.

ما هي إلتحويل لمعلومة متوفرة من المسيرين إلى المستثمرين، هذا التحويل لا يكون إلا إذا كان للمسيرين معلومات أكثر وأوفر.

عدم التماثل في المعلومات يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي والخارجي، وبين الإصدارات الجديدة للسندات والأسهم، هذا ما يقودنا إلى وضع ترتيب سلمي لطرق التمويل، فالاستثمارات تمويل أولاً عن طريق الأموال الداخلية، وبصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار الأرباح، ثم عن طريق إصدارات جديدة للسندات، وأخيراً عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم.

إن نظرية الترتيب السلمي تشرح أيضاً العلاقة العكسية الموجودة بين المردودية ونسب المديونية في المؤسسات، فالمؤسسات التي لها مردودية أقل لها أموال داخلية أقل وينتهي بها الأمر إلى الاقتراض، ويكون معدل الديون ضعيفاً في المؤسسات ذات المردودية العالية، ليس لكون نسب المديونية في الهيكل المالية المثلى صغيرة، ولكن لأنها لا تحتاج إلى التمويل الخارجي، بل تبدأ بالتمويل الداخلي، وهذا وفق النظرية.

يمكن تمثيل نظرية الترتيب السلمي في النقاط التالية:

- تفضل المؤسسات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.
- إذا كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي فسوف تعمل وفق ترتيب سلمي ابتداءً من الديون الأقل مخاطرة إلى الديون الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة للتحويل إلى الأسهم الممتازة، وأخيراً في نهاية الترتيب الأسهم العادية.
- لكل مؤسسة نسبة من الديون تعكس احتياجاتها المتركمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استنادة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.¹

¹ حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق الذكر، ص 50/49.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تمت دراسة الهيكل المالي إذ توصلنا أن المؤسسة تعتمد لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة حيث تتكون من مصادر تمويل طويلة وقصيرة الأجل.

ظهرت عدة نظريات حاولت تفسير الهيكل المالي للمؤسسة من بين هذه النظريات نجد نظرية ميلر وموديقلياني في سنة 1958، والتي تقوم على عدة فرضيات فإنه ليس هناك أي علاقة بين القيمة السوقية لأي مؤسسة وهيكلها المالي على عكس نظرية صافي الربح العملياتي فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي له أكبر استدانة.

الفصل الثاني:

الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

مقدمة الفصل

تعتبر سياسة توزيع الأرباح أحد أهم القرارات المالية التي نالت اهتمام العديد من المفكرين في مجال الإدارة المالية، ويتعلق هذا القرار بتحديد النسبة المئوية من الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين أو احتجازها بالمؤسسة وهذا لغرض استثمارها في أنشطة المؤسسة، في حين وجود تأثير بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، قرار توزيع الأرباح من عدمه هو من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة خلال اجتماعاته الدورية.

لذلك يتم من خلال هذا الفصل معرفة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وأهم النظريات المفسرة لها وتم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

- المبحث الأول: مدخل لسياسة توزيع الأرباح؛
- المبحث الثاني: أنواع ونماذج وإجراءات سياسة توزيع الأرباح؛
- المبحث الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الأول: مدخل لسياسة توزيع الأرباح

يحتوي هذا المبحث على ثلاث مطالب، الأول خصص لمفهوم سياسة توزيع الأرباح، أما الثاني يتم فيه مختلف أشكال سياسة توزيع الأرباح، أما المطلب الثالث والأخير تم عرض فيه العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قبل دراسة سياسة توزيع الأرباح وجب تحديد مفهوم الربح ثم توزيعات الأرباح ومن ثمة الحديث عن سياسة توزيعات الأرباح.

1- مفهوم الربح: يعتبر مؤشر الربح من أهم المؤشرات المختلفة في الحكم على قدرة المؤسسة في تحقيق نتائج ايجابية وإظهار أفضل صورة ممكنة لمركزها المالي، وذلك للتعبير على الاستغلال الأمثل لمواردها المادية والبشرية من ناحية وعن استقرارها المالي والاقتصادي من جهة أخرى.

ذلك أن تحقيق الأهداف المسطرة في ظل الإمكانيات المحدودة له انعكاسات المباشرة على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة. وللربح مفهومين أساسيين أحدهما اقتصادي والآخر محاسبي كالآتي:¹

- **المفهوم الاقتصادي:** يعرف الاقتصاديون الربح على أنه القيمة القصوى التي يمكن استهلاكها خلال الفترة مع عدم تغير ثروة آخر المدة عنها في بداية المدة. أي الحفاظ على رأس المال أو بمعنى آخر الربح الاقتصادي هو مقدار التغير في القيمة الصافية المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، ووفقا لهذا المفهوم الربح يدخل ضمنه كل العناصر المحققة وغير المحققة (أرباح الحيازة) والناجمة في التغير في القيمة السوقية.

1- بلعش عبد المالك، أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسات العمومية الاقتصادية المسعرة في البورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013/2014، ص 45.

• **المفهوم المحاسبي:** يركز هذا المفهوم على الأنشطة التي تحدث خلال فترة زمنية معينة بدلا من التغيير في صافي الأصول، أي أن هذا المفهوم يركز على الإفصاح على الأسباب التي أدت إلى هذا التغيير والمكونات المساهمة في الربح المحقق، ويمكن حسب هذا المنظور تقسيم الربح حسب خطوط الإنتاج، الأنشطة التشغيلية وغير التشغيلية وكذا الأنشطة المستمرة وغير المستمرة وهو الأمر الذي يجعل معيار الربح المحاسبي مفضلا على المعيار الاقتصادي للربح نظرا للمعلومات التي يوفرها للمستخدمين حول مكونات الربح ومستوياته.

2- مفهوم توزيعات الأرباح:

هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق، هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزودهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي، ولأن الأرباح المحتجزة، الأرباح التي لم توزع على المساهمين، أحد أشكال مصادر التمويل الداخلي، فإن قرار توزيع الأرباح يؤثر بشكل كبير على حاجات المؤسسة من التمويل الخارجي.¹

3- مفهوم سياسة توزيع الأرباح

يقصد بسياسة توزيع الأرباح مجموعة من الأدلة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتقوم المؤسسات بوضع سياستها بما يتلاءم مع أهداف تلك المؤسسات.²

¹ - فايز سليم حداد، مرجع سابق الذكر، ص 299.

² - أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، 2010، الأردن، عمان، ص 273.

هي مضمون لاتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.¹

المطلب الثاني: أشكال سياسة توزيع الأرباح

يوجد هناك العديد من أشكال سياسة توزيع الأرباح نذكر منها:

1- توزيع الأسهم

وفقا لهذه الطريقة لتوزيع الأرباح، فإن الأرباح تأخذ شكل أسهم، فبدلاً أن يتم توزيع مبالغ نقدية على حملة الأسهم كتوزيع أرباح، تقوم إدارة المؤسسة بتوزيع أسهم عادية وأحياناً تقوم إدارة المؤسسة بتوزيع أرباح نقدية وترفق معها توزيعات أسهم، وبالرغم أن الأسهم التي يتم توزيعها ليست بذات قيمة لذاتها إلا بعد عرضها في السوق المالي وبيعها، إلا أن المستثمرين يفضلون أحياناً هذا النوع من التوزيعات.²

2- تجزئة الأسهم

تعتبر تجزئة السهم هي إحدى الطرق التي تستخدمها المؤسسة لتخفيض سعر سهم المؤسسة في السوق وذلك عن طريق زيادة عدد الأسهم التي تعود لكل مساهم. فعلى سبيل المثال، تجزئة السهم 2 إلى 1، تعني أن سهمين جديدين تم مبادلتهم بسهم قديم، وأن قيمة السهم الجديد تساوي نصف قيمة السهم القديم، فإن كان سعر السهم قبل التجزئة 10 دنانير، يصبح بعد التجزئة 5 دنانير.³

¹ - محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة المباحث، جامعة قاصدي

مرياح، ورقة العدد الثامن، 2010، ص 85.

² - أسعد حمد العلي، مرجع سابق الذكر، ص 378.

³ - فايز سليم حداد، مرجع سابق الذكر، ص 319.

وعندما تصل إدارة المؤسسة إلى قناعة بأن الأسهم الخاصة بالمؤسسة يتم تسعيرها في السوق بأسعار عالية جدا فإنها قد تعتمد على تخفيض السعر السوقي وذلك من خلال اللجوء إلى نشاط المتاجرة، وإن تجزئة الأسهم تمثل بالغالب بديل عن اصدار أسهم إضافية جديدة من أجل تعزيز القابلية السوقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق وإن ليس من غير الطبيعي أن تؤدي تجزئة الأسهم إلى زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم استنادا إلى المحتوى المعلوماتي وحقيقة أن مجموع دفعات التوزيع سوف تزداد بشكل طفيف بعد التجزئة.¹

3-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 شرائه 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 ويسعر محدد وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية.²

المطلب الثالث: 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:

1-المحددات القانونية

تخضع المؤسسات لقوانين وأنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون المؤسسات وقانون هيئة سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، وفيما يتعلق بتوزيع الأرباح، فمعظم دول العالم

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق الذكر، ص 492.

² عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 210.

لا تسمح للمؤسسات بدفع توزيعات أرباح من رأسمالها القانوني، والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية، وفي بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة إصدار الأسهم العادية، كذلك لا يسمح للمؤسسات عادة بأن توزع أرباح إذا كانت غير مليئة مالياً أو مغلقة قانونياً. هذه المحددات القانونية لرأس المال توضع من أجل حماية أموال الدائنين والمقرضين.¹

2- محددات تعاقدية

تقيد قدرة المؤسسات على توزيع الأرباح شروط تعاقدية بين المؤسسة والمؤسسات المقرضة من خلال شروط العقد، فعلى سبيل المثال تمنع بعض الاتفاقيات التعاقدية المؤسسة المقرضة من توزيع الأرباح النقدية إلا بعد تحقيق مستوى أرباح معين، أو قد يتم تحديد مبالغ محددة يسمح بتوزيعها أو قد تكون تلك الأرباح خاضعة لنسبة محددة وليس مبالغ من الأرباح، ومن الطبيعي أن يكون الهدف الأساسي من هذه القيود القانونية هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية اتجاههم.²

3- محددات داخلية

كما أن قدرة المؤسسة على دفع التوزيع تتحدد بشكل عام عن طريق مقدار الأصول السائلة التي تمتلكها مثل: النقد والاستثمارات القابلة للتسويق المتاحة، وكذلك على قدرتها على الاقتراض لدفع التوزيع، وبشكل عام قد يمتنع المقرضين عن منح القروض كونها لا تؤدي إلى منافع ملموسة أو تشغيلية تمكن المؤسسة من إعادة تسديد القروض.³

4- الاعتبارات المتعلقة بالسوق

أخذ استجابة السوق لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة أمر ضروري، فمن المعروف بأن المساهمين يفضلون سياسة توزيع أرباح ثابتة أو متزايدة على تلك المتذبذبة، كما ويفضل

¹ - فايز سليم حداد، مرجع سابق الذكر، ص 310.

² - أسعد حمد العلي، مرجع سابق الذكر، ص 373.

³ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق الذكر، ص 479.

المساهمون سياسة توزيع الأرباح المستمرة وبسبب أن سياسة توزيع الأرباح المستمرة تخفض من عدم التأكد من استمرارية وحجم توزيعات الأرباح المستقبلية فإنه من الممكن لعوائد المؤسسة أن تخصم عند معدلات خصم اقل هذا سوف ينتج عن زيادة في قيمة المؤسسة السوقية وبالتالي زيادة ثروة المساهمين.¹

كذلك فإن المحتوى المعلوماتي سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي. فإن المساهمين غالباً ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة عن أداء المؤسسة المستقبلية فسياسة توزيع أرباح مستقرة وثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة بالسوق. أما توزيعات الأرباح المنخفضة، أو عدم توزيع أرباح، فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية، وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق.²

5-الهيكل المالي للمؤسسة

إذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة، فالمؤسسة ذات نسبة الرفع المالي المنخفض يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي ويفرض عليها الاعتماد على الموارد الداخلية في حين بلوغها النسبة الحرجة من الاستدانة، وهو ما يؤثر على التوزيعات المدفوعة.³

6-فرص النمو

إن حاجات الشركة للتمويل متعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي وأي أصول هي بحاجة إلى امتلاكها. ويجب على المؤسسة تقييم العائد والمخاطرة لمشاريعها الاستثمارية لتمدها بالقدرة على الحصول على التمويل الخارجي. بالإضافة إلى ذلك، يجب على المؤسسة تحديد تكلفة وسرعة الحصول على التمويل. وبشكل عام، فإن المؤسسات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الاقتراض من المؤسسات المالية والحصول على التمويل الجديد لمشاريعها

¹- فايز سليم حداد، مرجع سابق الذكر، ص 312

²- نفس المرجع، ص 313.

³- علي بن الضب، مرجع سابق الذكر، ص 125.

الاستثمارية، وبالتالي فهي تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح. بينما المؤسسات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية لدعم مشاريعها الاستثمارية، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة النامية تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسبة قليلة.¹

7- معدلات التضخم

من المعروف أن التضخم يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود. ونتيجة لذلك تواجه معظم المؤسسات صعوبة بالغة في إحلال أصولها التي انتهى عمرها الإنتاجي لعدم كفاية الإهلاك المتجمع لتغطية تكلفة شراء الأصول الجديدة ونتيجة لذلك تقوم مثل هذه المؤسسات باحتجاز الجزء الأكبر من أرباحها سنويا وذلك من أجل زيادة مواردها المالية حتى تتمكن من شراء الأصول الجديدة التي ارتفع ثمنها نتيجة لزيادة معدلات التضخم. أما في الحالات التي يكون فيها معدل التضخم منخفضا ولا تتوقع إدارة المؤسسة زيادة كبيرة في ذلك المعدل مستقبلا فإنه يمكن لإدارة المؤسسة القيام بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد مع الاحتفاظ بجزء أقل كأرباح محتجزة بالشركة.²

¹- فايز سليم حداد، مرجع سابق الذكر، ص 311.

²- سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون ذكر دار النشر ولا سنة النشر، ص 529.

المبحث الثاني: أنواع ونماذج وإجراءات سياسة توزيع الأرباح

سيتم عرض في هذا المبحث إلى أنواع سياسة توزيع الأرباح وأهم النماذج التي تفسر هذه السياسة وفي الأخير الإجراءات المختلفة لتوزيع الأرباح.

المطلب الأول: أنواع سياسة توزيع الأرباح

وفيما يلي عرض لمضامين هذه الأنواع الثلاثة:

1- سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة

تلجأ الكثير من مؤسسات الأعمال إلى اعتماد سياسة توزيع الأرباح بمقدار ثابت لكل سهم عادي، ولذلك فإن أي تغيرات في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة المالية في المؤسسة سوف لن تكون راغبة بزيادة مقدار التوزيع من الأرباح إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح وعموما فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر.¹

2- سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة

تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة من أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المؤسسة نسبة التوزيع، وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المحققة، وكما يلاحظ من هذا الإجراء فإن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة، فإذا كانت نسبة التوزيع المعتمدة في مؤسسة ما هي 20 % سنويا، فهذا يعني أن الإدارة سوف توزع 0.20، 1.20، أو 0.40 وحدة نقدية للسهم العادي إذا ما بلغت الأرباح السنوية 1.00، 6.00 أو 2.00 للسهم الواحد على التوالي.²

¹- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق الذكر، ص 612.

²- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات، مرجع سابق الذكر، ص 612

3- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة

طبقا لهذه السياسة فالمؤسسة تقوم بتوزيع مبلغ منخفض من أرباحها مع إمكانية الزيادة في حالة الراج أو تحسن أرباحها في مدة ما مثلا قبل القيام بتوزيع الأرباح تلجأ المؤسسة عادة إلى هذه السياسة عندما تكون أرباحها تتسم بالتقلب المستمر، فهذه الحالة تمنح المؤسسة مرونة تجاه توزيع أرباحها حيث يمكنها الإعلان عن علاوة إضافية في حالة تحسن أرباحها، كما يمكن لها إلغائها إذا اقتضى الامر ذلك، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن العائد الإضافي الذي يتحصل عليه المستثمرون انطباعا وهميا بأن هذه الزيادة دائمة فاتباع هذه السياسة له أثر إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، من أهم هذه الأسباب:¹

- يعتبر المستثمرون أن تيار الأرباح الموزعة المسقرة أقل خطر من تيار الأرباح الموزعة المتقلب، ولذلك فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الاستثمار في المؤسسات التي توزع أرباح مستقرة أقل من معدل العائد على الاستثمار في المؤسسات التي لا تتبع هذه السياسة وهذا يعني أن قيمة المؤسسة التي تتبع السياسة المستقرة تكون قيمتها أكبر من غيرها.
- كثرة المستثمرين يأملون الحصول على إيرادات منتظمة ومنتامية مع الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري للارتقاء و/ أو المحافظة على مستوى معيشي مرغوب فيه.
- من الأسباب الهامة في رغبة المساهمين في الحصول على أرباح موزعة مستقرة هي أن المؤسسات التي تقرر سياسة توزيع الأرباح تتناسب مع أوضاعها من حيث معدلات نموها وحاجاتها التمويلية وتستمر تطبيق هذه السياسة، وعلى ضوء ذلك هناك مؤسسات توزع أرباح مرتفعة، وأخرى تدفع أرباح معتدلة، وأخرى تدفع أرباح موزعة منخفضة وما على المستثمر إلا أن يختار المؤسسة التي تتناسب سياسة توزيع أرباحها مع تفضيلاته.

¹ - بدروني عيسى، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010/2009، ص 03.

المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح

من بين النماذج التي تناولت سياسة توزيع الأرباح هي نموذج لينر ونموذج جوردن ونموذج ولتر ونموذج الإشارة وفيما يلي تفصيل كل نموذج على حدى:

1- نموذج لينتر 1956

من خلال عدة ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم توصل لينتر 1956 إلى المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددا رئيسيا لأرباح السهم، ويقوم المسير بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة الموالية:

$$D_t - D_{t-1} = a + c(dB_t - D_{t-1})$$

حيث:

D_t و D_{t-1} هي قيمة أرباح سهم للسنة والسنة الماضية على التوالي و d معدل توزيعها أما B_t فهي النتيجة الصافية للسنة ، a و c ثوابت موجبة.

قيمة موجبة لـ a تعني تحفظ وتردد المؤسسة في تغيير توزيع الأرباح وقيمة صغيرة لـ c يعني ان قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعد ما يستمر هذا التغير¹.

كما توصل لينتر إلى أن الأولوية تمنح لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فتعتبر تابعة له، فعلى سبيل المثال طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية، فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى التمويل الخارجي، فحسب لينتر (1956) بناء على علاقته فإن أرباح السهم الخاصة بالسنة كمؤسسة ما، فهي تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة

¹ - بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، 2013، ص 17.

وبدرجة أكبر الأرباح الماضية، وهذا ما يفسر التأخر في تغيير سياسة توزيع أرباح السهم مقارنة بتغيير أرباح المؤسسة، ولقد تم اختيار نموذج لينتر 1956 في العديد من الدراسات وكلها خلصت إلى واقعية النموذج، وعلى سبيل المثال: Fama and Babika 1968 والذي قام بدراسة على عينة من المؤسسات (392 مؤسسة) بين سنة 1946 و1964 وكانت النتيجة موافقة لنموذج لينتر 1956.¹

2- نموذج جوردن 1980

من النظريات التي ناقشت مدى ملائمة التوزيعات هي نظرية جوردن هذه النظرية أكدت على علاقة وأثر توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم الواحد، وقد سميت هذه النظرية بنظرية عصفور في اليد، يعتمد نموذج جوردن على عدد من الفرضيات وهي:²

- أن المؤسسة ممولة بالكامل بمصدر تمويلي ممتلك، ولا يوجد تمويل خارجي كما وأن جميع الاستثمارات سيتم تمويلها من احتياطي الأرباح (الأرباح المحتجزة).
- معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب ثابت.
- أن المؤسسة مستمرة في عملها.
- إن نسبة الاحتجاز للأرباح ثابتة لذلك فإن معدل النمو والذي يساوي معدل العائد المتوقع على الاستثمار مضروباً في معدل احتجاز الأرباح.
- معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب.
- إن جميع المستثمرين يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية.

اعتمد جوردن في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب، توضح العلاقة الموائية توزيع أرباح السهم حسب نموذج جوردن:

¹- بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 34.

²- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق الذكر، ص 639.

$$p_0 = \frac{D}{k_e - g}$$

تمثل p سعر السهم السوقي المتوقع، وتمثل D أرباح السهم المتوقعة، أما k_e فهي تمثل تكلفة الأموال الذاتية وتمثل g معدل النمو في أرباح المؤسسة.

حسب جوردين، فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك لأن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل سببه الزيادة في الاستثمارات، أما ارتفاع معدل العائد المطلوب من المساهمين، فهو يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد الموافقة للزيادة في الاستثمارات.¹

3- نموذج ولتر 1962

يعد نموذج ولتر من بين النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع أرباح السهم والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات، حيث توصل إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ويستند ولتر لتأكيد هذه النتيجة على مجموعة من الفرضيات:²

- يتم تمويل استثمارات المؤسسة من الأرباح المحتجزة أما مصادر التمويل الخارجية مثل القروض أو إصدار أسهم عادية جديدة سوف لن تستخدم.
- الاستثمارات الجديدة في المؤسسة لن تؤثر على المخاطر التشغيلية أي ثبات معدل عائد الاستثمار وكذا معدل العائد الذي يطلبه الملاك.
- لا يوجد تغير في ربحية السهم الواحد ولا في توزيع الأرباح للسهم الواحد، لكن يمكن تغييرها ولكن أي قيمة تعطى لهما سوف تبقى ثابتة.
- المؤسسة تستمر في حياتها، أي هي من النوع المستديم.

بالاعتماد على الفرضيات السابقة توصل ولتر إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلا عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية، فإذا كانت R تمثل معدل العائد على الاستثمار، و D هي توزيع أرباح السهم السنوي، و B

¹- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات، مرجع سابق الذكر، ص 35.

²- بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 35.

نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما k_e فهو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن سعر السهم السوقي P يعطى بالعلاقة الموالية:¹

$$p = \frac{D + \frac{R(B - D)}{K_e}}{K_e}$$

والملاحظ من العلاقة السابقة، أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار R أكبر من معدل العائد المطلوب k_e فإن تأثير زيادة حجم الأرباح إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، أما في حالة $k_e > R$ ، فإن توزيع أرباح السهم ستكون لها دور في زيادة سعر السهم السوقي، أما في حالة $R = k_e$ ، فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

4- نموذج الإشارة

نموذج الإشارة يسمح للمؤسسة باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها. وفي كل إشارة تتحمل المؤسسة تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات النوعية الجيدة.²

يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسناً في التدفقات النقدية والعكس، من بين نماذج الإشارة يوجد نموذج كالاتي 1980 والذي يقوم على عدة فرضيات وهي:³

- لا وجود لتكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة ولا تكاليف الإفلاس والضرائب.
- تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.
- نموذج مكون من فترتين، فالقرارات المالية تؤخذ في الفترة 0 وتنفذ في الفترة 1.

1- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات، مرجع سابق الذكر، ص 225.

2- بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 36.

3- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات، مرجع سابق الذكر، ص 227/226.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

- يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 2 وأن تدفع لها أرباح دون أن يؤثر ذلك على سياسة الاستثمار.
- يعلم المستثمرون أن للمسيرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.
- يتميز المستثمرون بالحيادية اتجاه المخاطر.
- سياسة المسيرين في العائد M تكون كما يلي: $M = (1 + r)Q_0 V_0 + Q_1 E_1$ حيث Q_0 و Q_1 معاملات موجبة، و V_0 تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0، وتمثل E الأرباح في السهم في الفترة 1 وتمثل r معدل الفائدة.

بافتراض أن هناك نوعين من المؤسسات A و B في السوق، وأن أرباح هذه المؤسسات في الفترة 1 هي E_A و E_B على التوالي، تعادل هذه الأرباح قيمة أرباح السهم في الفترة 1، إذا القيمة السوقية للمؤسسة A في الفترة 0 هي V_A ، وتعطى كما يلي: $V_0^A = \frac{E_A}{1+r}$ ، فإذا كانت $E_A > E_B$ فإن $V_0^A > V_0^B$.

بافتراض أن احتمال أن تكون المؤسسة من النوع A هو Q ومن النوع B هو $(1-Q)$ فإن القيمة السوقية للمؤسسة V_0 هي $V_0 = \frac{q(E_a + (1-q)E_b)}{1+r}$ و $V_0^A > V_0 > V_0^B$. حسب هذه العلاقة فإنه من غير الممكن للمؤسسة أن تعلم المساهمين بنوعها باستعمال أرباح السهم، لأن المؤسسات من النوع A يمكن أن تقوم بإرسال نفس الإشارة إلى السوق فتصبح بذلك من النوع B ويصبح المستثمرون هنا أمام الخطر المعنوي.

إذا تم افتراض أن أحد النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة A هي X^* ، فمن خلاله يستطيع المساهمون تحديد نوع المؤسسة $V_0(X^A)$ ، فإذا كانت $V_0(X^A) > V_0$ ، فإن مؤسسات النوع B تحاول الوصول إلى هذه القيمة $V_0(X^A)$ وبالتالي، فإنه عند التوازن يصبح $V_0(X^A) = V_0$ ، ومن جهة أخرى إذا قامت المؤسسة B بالنشاط $V_0(X^B)$ ، حيث $V_0(X^A) > V_0(X^B)$ ، يمكن للمستثمر أن يشتري أسهم المؤسسة B بقيمة $V_0(X^B)$ تم القيام بالنشاط X^B ، فيكون بذلك قد حقق أرباحاً رأسمالية تقدر بقيمة $V_0(X^A) - V_0(X^B)$ ، بما أن الوسيلة المستعملة في الإشارة هي أرباح السهم، وأن هذه الأخيرة لا تتحمل تكاليف، فإن علاقة التقييم في السوق المالية

الفصل الثاني: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تكون نفسها بالنسبة لجميع المؤسسات، والتوازن الوحيد هو $V_0^A = V_0^B$. ولعزل قيمة المؤسسة عن قيمة المؤسسة B (حتى يمكن التفريق بينهما)، فعلى المسير أن يجد طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية وتجنب الخطر المعنوي. النظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين هو كالتالي:¹

$$M = (1 + r)\gamma_0 V_0 + \gamma_1 \left\{ \begin{array}{l} V_1, \text{ si } V_1 \geq D_0 \\ V_1 - \frac{L}{\gamma_1}; \text{ si } V_1 < D_0 \end{array} \right.$$

حيث:

M : عائد المسيرين.

V_0 و V_1 قيمة المؤسسة في اللحظة 0 وفي اللحظة 1 على الترتيب.

L : الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (D_0) أكبر من النتيجة المحققة ($\text{si } V_1 < D_0$)

γ_0, γ_1 : ثوابت موجبة.

في بداية الفترة يحدد المسيرين D_0 بهدف تعظيم عائدهم M، فحسب سبانس spence، وبالاعتماد على العلاقة السابقة يمكن إيجاد التوازن في نظرية الإشارة كما يلي:

• افتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح السهم D كإشارة من خلالها يتم تحديد نوع المؤسسة.

• إذا D^* هو العتبة من أرباح السهم التي يمكن من خلالها التفرقة بين المؤسسات (إن كانت من النوع A أو B) حيث $V_B \leq D^* < V_A$.

إذا كان $D_0 < D^*$ فإن المؤسسة تكون من النوع A.

¹- بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 37.

إذا كان $D^* \geq D_0$ فإن المؤسسة تكون من النوع B.

• المؤسسة التي تكون إشارتها تدل على أنها من النوع B مع $D_0^B \leq V_B < D^*$ فإن

$$V_0(D_0^B) = \frac{b}{1+r}$$

بالنسبة لمسيرى المؤسسة من النوع A فعائدهم يكون كما يلي:

$$M^A(D) = \begin{cases} (\gamma_1 + \gamma_0)V_A, Si D^* \leq D_0^A \leq V_A \\ \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_A, Si D_0^A < D^* \end{cases}$$

إذا كان $(\gamma_1 + \gamma_0)V_A > \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_A$ فإن المسيريون يفضلون الحقيقة.

وفي نفس الوقت فإن دخل مسيري المؤسسة من النوع B كما يلي:

$$M^B(D_0) = \begin{cases} (\gamma_1 V_B + \gamma_0 V_A) - L, Si D_0^B \geq D^* \\ \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_B, Si D_0^B \leq V_B \leq D^* \end{cases}$$

يوضح نموذج كالاتي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك. لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك، فالمسيريون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيرا فعلا في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي، فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق.¹

المطلب الثالث: إجراءات توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح من عدمه هو من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة خلال اجتماعاته الدورية، ويمر هذا الاجراء بأربعة تواريخ رئيسية وهي: موعد الإعلان عن التوزيع،

¹- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات، مرجع سابق الذكر، ص 229.

موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم، موعد ظهور أسماء المساهمين في السجلات، وموعد التوزيع.

1- موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم

وهو تاريخ اجتماع مجلس إدارة المؤسسة واتخاذ قرار بتوزيع الأرباح على المساهمين،¹ وفي هذا اليوم أيضا يتقرر المقدار الموزع كريح السهم، وموعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة، وكذا تاريخ إحصاء قائمة المستفيدين من توزيع هذه الأرباح، ويعتبر هذا الموعد مهما جدا، لأن فيه يكون الإعلان عن سياسة التوزيع المتبعة وتعتبر كمعلومة جديدة في السوق المالية.²

2- موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة

وهو التاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم حق مطالبته بالأرباح، وفي العادة فإن أغلب البورصات تضمن لحملة الأسهم الحصول على الأرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل ثلاثة أيام من تاريخ التسجيل هو يوم موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة.³

3- موعد ظهور أسماء المساهمين في السجلات

وهو التاريخ التي تظهر فيها قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناء عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات.⁴

¹- فايز تيم، مرجع سابق الذكر، ص 263.

²- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات، مرجع سابق الذكر، ص 217.

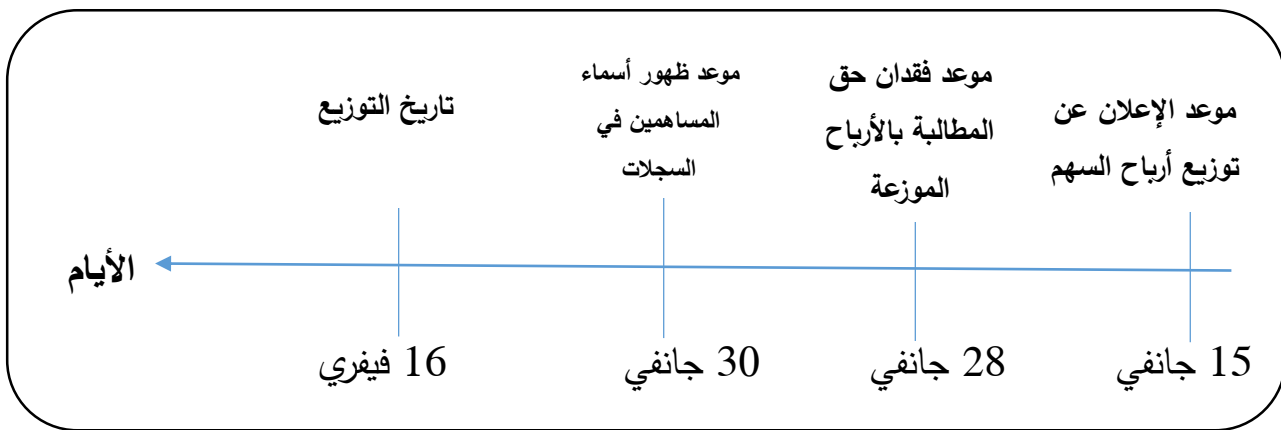
³- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق الذكر، ص 615.

⁴- فايز تيم، مرجع سابق الذكر، ص 263.

4-تاريخ التوزيع

هذا التاريخ هو الآخر يتم تحديده من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو التاريخ الذي يجب أن تقوم المؤسسة فيه فعلا بإرسال شيكات التوزيع بواسطة البريد إلى حملة الأسهم المسجلين لديها، ويكون التاريخ المذكور بعد عدة أسابيع من تاريخ التسجيل.¹

الشكل رقم (4): التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم



Source: Ross Westerfield Jordan, FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE, STANDARD EDITION, America, 2011, p562

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق الذكر، ص 459.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

يهدف هذا المبحث إلى دراسة أهم النظريات المفسرة لأثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة، فان هور ففي المطلب الأول يتم تحديد وجهة نظرهم في ظل التأكد المطلق، أما في المطلب الثاني وجهة نظرهم في ظل إسقاط حالة التأكد.

المطلب الأول: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام

يهدف هذا المطلب إلى دراسة نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومد يغلياني، ونظرية فان هورن.

1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات

قدم هذه النظرية ميلر ومودكلياني حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير حتماً للقدرة الايرادية للمؤسسة ووفقاً لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وبعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم، وأشار كل من ميلر ومودكلياني إلى أنه وفي ظل افتراضات معينة إن المؤسسة إذا ما زادت التوزيعات ثم قامت بإصدار وبيع أسهم جديدة إلى مستثمرين جدد فإن قيمة السهم الذي حصل عليه المستثمر تساوي تماماً التوزيعات المدفوعة، مما يعني وجود سياسة توزيع مثلى فلا فرق بين سياسة توزيع وأخرى.¹

وتقوم نظرية عدم ملائمة التوزيعات على مجموعة متنوعة من الفرضيات ومنها:²

- عدم وجود ضرائب على المؤسسة أو ضريبة توزيع أو ضرائب على دخل الأفراد؛
- عدم تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال؛
- عدم وجود تكاليف لتنفيذ العمليات؛
- وجود معلومات متجانسة والمعلومات متاحة للجميع؛

¹- محمد زرقون، مرجع سابق الذكر، ص 86

²- محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق الذكر، ص 210.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

- عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح بين الاحتجاز والتوزيع على تكلفة الأموال المملوكة؛
- إن سياسة التخطيط الرأسمالي مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح؛

وبالرغم من أن العديد من هذه الافتراضات تبدو غير منطقية وغير قابلة للتطبيق مثل (عدم وجود ضرائب، توافر المعلومات، تجانس المعلومات)، إلا أن أصحاب هذه النظرية يجادلون بأن صلاحية اختبار هذه النظرية لا تعتمد على الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العملية.

ولإثبات وجهة نظر ميلر ومودكلياني اقترح النموذج الرياضي التالي:

تحت فرضية الهيكل المالي الاعتماد فقط من الأموال الخاصة في التمويل، إذ قررت المؤسسة دفع توزيعات لا بد من التمويل بالرفع في رأس المال، ومن ثم تصبح المعادلة من الموارد والاستخدامات كالتالي: ¹

$$N \cdot DPA = \Delta N \cdot P_1 \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

N: عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA: توزيعات السهم الواحد؛

P_1 : سعر السهم بعد دفع التوزيعات؛

بما أننا في حالة التأكد التام، والأرباح ثابتة وبنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال

الخاصة (المؤسسة) ما يلي:

$$N \cdot P_0 = (N + \Delta N) \cdot P_1 \dots \dots \dots (2)$$

$$N \cdot P_0 = N \cdot P_0 + \Delta N \cdot P_1 \Rightarrow N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + N \cdot DPA \dots \dots \dots (3)$$

$$\Rightarrow N(P_0 - P_1) = N \cdot DPA \Rightarrow P_0 - P_1 = DPA$$

¹- علي بن الضب، مرجع سابق الذكر، ص 141.

نلاحظ من المعادلة الأخيرة، أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية لأي زيادة/ تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض/ زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة (الأموال الخاصة) بنفس المقدار.¹

2-نظرية فان هورن

قدم "فان هورن" اثباتا رياضيا يؤكد فيه على أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة المؤسسة، وتقوم فكرة هذا الاثبات الرياضي على أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من هذا السهم خلال الفترة، وتتمثل تلك التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في نهاية الفترة، وكذا القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة.²

والمعبر عنها رياضيا بالعلاقة التالية:

$$D_0 = \frac{(DPA_1 + P_1)}{(1 + K)}$$

حيث:

K: معدل الاستحداث.

إذا افترضنا التمويل كان عن طريق الأموال الخاصة فلا بد من الرفع في عدد الأسهم بالعدد N^* ، وتصبح قيمة الأموال الخاصة قبل الرفع تساوي:

$$N \cdot P_0 = \frac{N \cdot DPA_1 + N \cdot P_1}{1 + K} \dots \dots \dots (1)$$

تصبح قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع مساوية للقيمة الحالية لصافي التدفقات، وتكتب:

$$N \cdot P_0 = \frac{(N \cdot DPA_1 + (N + N^*) \cdot P_1 - N^* \cdot P_1)}{1 + K}$$

¹- علي بن الضب، مرجع سابق الذكر، ص 141

²- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، 1999، ص 393.

الفصل الثاني: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

ويمثل الجانب الأيسر من المعادلة قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع، أما الجانب الأيمن فهو عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات المدفوعة للمساهمين القدامى والقيمة الحالية للأموال الخاصة (الأسهم القديمة والجديدة) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة من الخزينة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم القديمة في الزمن 0، هي المجموع الجبري للقيمة الحالية للتوزيعات القدامى، والقيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة في نهاية الفترة وتقتصر الموارد على كل من الأرباح وقيمة الأسهم الجديدة، والاستخدامات في التوزيعات، والاستثمارات، فإن مقدار الرفع في رأس المال كالتالي:

$$R_{net} + N^*.P_1 = I + N.DPA$$

$$\Rightarrow N^*.P_1 = I + N.DPA - R_{net} \dots \dots \dots (2)$$

بتعويض المعادلة (2) في المعادلة (1) نجد:

$$N.P_0 = \frac{(N.DPA_1 + (N + N^*).P_1 - I - N.DPA_1 + R_{net})}{(1 + K)}$$

$$\Rightarrow N.P_0 = \frac{((N + N^*).P + R_{net} - I)}{(1 + K)}$$

يلاحظ من المعادلة الأخيرة، أنه لا وجود للتوزيعات في المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، بل هي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة، والاستثمارات، وسعر السهم في نهاية المدة¹.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد.

من بين النظريات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد نذكر ما يلي:

1- نظرية عصفور في اليد

يلاحظ مما سبق أن سياسة التوزيعات وفقا لنموذج جوردن لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال وفي ظل افتراضات

¹- علي بن الضب، مرجع سابق الذكر، ص 142.

مبسطة، إلا أن جوردن عاد وأثبت أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة حتى عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرون في ظل عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظرا لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة في المستقبل، وقد أطلق جوردن على هذا النموذج اسم "عصفور في اليد" وفقا لهذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات سعر الخصم، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل عائد أعلى كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة.¹

أما النتيجة الهامة التي توصل لها "جوردن" هو أنه في ظل حالة التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل إن المستثمرين سوف يفضلون الحصول على توزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل الغير مؤكد أيضا.²

وفي خلاصة يقول جوردن: "أن التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ أن المستقبل غير مؤكد".

2- نظرية مودكلياني وميلر

يصر مودكلياني وميلر على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسات التوزيع فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك على افتراض أن المؤسسات تعمل في ظل المنافسة الكاملة فالمستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تتناسبه، ومن ثم فلن يلقي بالا بسياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة، فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه، فيمكن للمستثمر أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد من احتياجاته فيمكن استخدام الفائض في شراء المزيد من

1- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل للقيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 376.

2- نفسه، ص 379.

أسهم المؤسسة، بعبارة أكثر وضوحاً يمكن للمستثمر أن يحدد وينفذ سياسة التوزيع التي تناسبه من خلال عملية بيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها وبناء عليه ينبغي على المؤسسة أن تختار التوزيع التي تروق لها ولا تشغل بالها برد فعل المستثمرين تجاه تلك السياسة.¹

المطلب الثالث: النظريات الحالية لسياسة توزيع الأرباح

في هذا المطلب يتم تناول نظريات أخرى لسياسة توزيع الأرباح من أبرزها نظرية الإشارة ونظرية الوكالة.

1- نظرية الإشارة

تلعب المعلومة دوراً هاماً في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية ورجال التمويل والمستثمرين والعملاء والموردين والمحليلين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى مع مراعاة العديد من الأسئلة والانشغالات على سبيل من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها. عندما وضع مودكلياني وميلر نظريتهما لعدم ملائمة التوزيعات، افتراض أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد بشأن سياسة توزيع الأرباح أو حصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين وجهات نظر مختلفة حول حصص الأرباح المستقبلية وحالة عدم التأكد حول هذه الأرباح، ويكون لدى المسيرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية.²

وتنص هذه النظرية على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين

¹- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق الذكر، ص 699.

²- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 16.

لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها اعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منهما عن مضمون هذه التوزيعات.¹ وتوصل لينتر في دراسة له لـ 28 فريق إدارة بمؤسسات أمريكية، خلال الفترة (1918-1941) إلى النتائج التالية:

- المسكرون مركزون على معدل التوزيعات، والتغير فيه، وليس على مبلغ التوزيعات؛
 - عادة ما يضع المسكرون معدلات مستهدفة لتوزيع الأرباح؛
 - معظم المسكرون يجتنبون تغير هذا المعدل نتيجة النتائج غير الدائمة، حيث لا يرغب المسكرون في تغير ثم يتخلون عنه؛
 - ترتبط التغيرات في التوزيعات بالأرباح طويلة الأجل؛
- هذه النتائج كانت استنادا إلى النموذج الموالي:

$$\nabla D_{i,t} = a_i + c_i \cdot (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \varepsilon_t$$

حيث:

$\nabla D_{i,t}$: التغير في التوزيعات i في الفترة t ؛

a_i : معامل ثابت؛

c_i : النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات والتي تتوقف على وجهة نظر المسكرين؛

$D_{i,t}^*$: معدل التوزيعات المستهدفة طويلة الأجل؛

$D_{i,t-1}$: معدل التوزيعات السنة السابقة؛

ε_t : الحد العشوائي، ذو توزيع طبيعي؛

¹ -محمد زرقون، مرجع سابق الذكر، ص 87.

بلغت القدرة التفسيرية لهذا النموذج حوالي 85%، في حين بلغت C_i حوالي 30%، وبلغ معدل التوزيعات المستهدف حوالي 50%، ولقد اختبر هذا النموذج ميدانيا من طرف العديد من الباحثين وكانت النتائج متماثلة تقريبا.

يعتبر نموذج لينتر 1956 من بين أحسن النماذج التي استخدمت لدراسة سياسة توزيع الأرباح، حيث هو المفسر لنظرية الإشارة، فنمو التوزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، لكن كباقي النماذج لا يخلو من نقائص على رأسها أنه تجاهل الارتباط، والارتباط المتبادل بين سياسة التوزيعات المعتمدة، وسياسة توزيعات المؤسسات الأخرى، كما أنه كذلك استخدم على مستوى الاقتصاد الجزئي، وليس على مستوى الاقتصاد الكلي (توزيعات مجمل المؤسسات).¹

2- نظرية الوكالة

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها، 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 نيابة 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 تادية مسؤولياته، فبطبيعة الحال المسيرون يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة فمن الممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمين لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمين لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم.²

ولقد تناول "كالاي" من خلال دراسته حيث أوضح أن إجراء التوزيعات في حالات الصعوبات المالية يمكن أن يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين نحو الملاك، حيث حل شرط

¹- علي بن الضب، مرجع سابق الذكر، ص 163.

²- بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 50.

الحماية التي يجب أن تقيد عملية اجراء التوزيعات، أما "استر بروك" فوضح أنه في خضم سياسة استثمارية معينة فإن اجراء توزيعات الأرباح إنما يعني دعوة للمسيرين إلى إيجاد المصادر التمويلية اللازمة لتنفيذ هذه الأخيرة، كما وضح استر بروك أن نوعين من تكاليف الوكالة هي المفسر الأساسي لسياسة التوزيعات، والمتمثلة في تكاليف الرقابة على المسيرين إضافة إلى تكلفة البعض من مشاركة المسيرين ، كما أعرب على أن بقاء المؤسسة في السوق المالي إنما تضمنه توزيعات الأرباح، وذلك لكون تكلفة الرقابة على المسيرين تكون متاحة بأقل تكلفة ممكنة، كما يمكن أن تستخدم كذلك في تقييم المخاطرة التي يتحملها كل من المسيرين والمستثمرين.¹

¹- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق الذكر، ص ص 144/145.

خلاصة الفصل

تعرف توزيعات الأرباح على أنها العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق، هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزودهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.

وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على توزيع الأرباح منها: القانونية، التعاقدية، الداخلية، الاعتبارات المتعلقة بالسوق، الهيكل المالي، التضخم، فرص النمو.

وتعددت النظريات التي تفسر علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للمؤسسة منها في ظل التأكد التام نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومودكلياني ونظرية "فان هورن" والتي تقضيان على أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي ظل عدم التأكد عودة جوردين لنظرية عصفور في اليد إثبات أن لسياسة التوزيع تأثير على قيمة المؤسسة عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال. ونظرية الوكالة التي ترى أن تكاليف الوكالة تنخفض بزيادة توزيعات الأرباح.

الفصل الثالث:

الدراسة التطبيقية

مقدمة الفصل

في هذا الفصل يتم دراسة أهم متغيرات الهيكل المالي للمؤسسة التي أثرت على سياسة توزيع أرباح السهم وهذا بدراسة لعينة من 40 مؤسسة جزائرية خاصة تم جمعها لهذا الغرض.

ويتم في هذا الفصل قيام وصف لعينة الدراسة من حيث الشكل القانوني ووصف المتغيرات الإحصائية للعينة مع تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة وتحديد المتغيرات المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم من خلال استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد ليتم بعد ذلك تحليل النتائج المتوصل إليها ومقارنتها مع مختلف الدراسات التي أجريت في هذا الميدان.

وعليه تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة مباحث وهي:

➤ المبحث الأول: منهجية الدراسة الإحصائية؛

➤ المبحث الثاني: التعريف بمتغيرات النموذج وكيفية قياسها؛

➤ المبحث الثالث: تقدير واختبار نموذج الدراسة؛

المبحث الأول: منهجية الدراسة الإحصائية.

في هذا المبحث تم تصميم الدراسة الميدانية، حيث يتم التناول في المطلب الأول تقديم عينة الدراسة التي تعتبر الأساس التي تقوم عليه، أما في المطلب الثاني يتم تحديد الأساليب الإحصائية التي تستخدم في بناء النموذج لمتغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تقديم عينة الدراسة.

في هذا المطلب يتم وصف للعينة من خلال العدد، الشكل القانوني للمؤسسات، وحساب المتوسط والانحراف المعياري للمتغيرات التي تم الاعتماد عليها في الدراسة.

1- وصف العينة

تتكون العينة من 40 مؤسسة خاصة جزائرية تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC) * بناءً على النشرات الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL) ** التي يصدرها المركز الوطني، المعطيات التي تم الحصول عليها خاصة بالنشاط التجاري لسنة 2011 وتضم هذه المعطيات كل من الميزانية وجدول حسابات النتائج وقرار الجمعية العامة وتتعلق بالسنة الثامنة والأربعون وهي:

- النشرة الرسمية رقم 01 الصادرة في 1 أفريل 2012؛
- النشرة الرسمية رقم 02 الصادرة في 3 جوان 2012؛
- النشرة الرسمية رقم 10 الصادرة في 30 سبتمبر 2012؛
- النشرة الرسمية رقم 11 الصادرة في 14 أكتوبر 2012؛
- النشرة الرسمية رقم 12 الصادرة في 31 أكتوبر 2012؛
- النشرة الرسمية رقم 13 الصادرة في 18 نوفمبر 2012؛
- النشرة الرسمية رقم 14 الصادرة في 16 ديسمبر 2012؛

*- Centre National du Registre de Commerce.

** - Bulletin Officiel des Annonces Légales

- النشرة الرسمية رقم 15 الصادرة في 6جانفي 2013؛
- النشرة الرسمية رقم 16 الصادرة في 20جانفي 2013؛
- النشرة الرسمية رقم 17 الصادرة في 17فيفري 2013؛
- النشرة الرسمية رقم 18 الصادرة في 10مارس 2013؛
- النشرة الرسمية رقم 19 الصادرة في 31مارس 2013؛

1-1 الشكل القانوني لعينة الدراسة

تحتوي الدراسة على عينة مكونة من 40 مؤسسة، والتي تصنف وفق الأشكال الآتية:

شركة ذات أسهم **SPA** وشركة ذات مسؤولية محدودة **SARL** وشركة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة **EURL** وشركة التضامن **CNC** .

وفيما يلي عرض لتوزيع هذه المؤسسات في شكلها القانوني مبين في الجدول التالي:

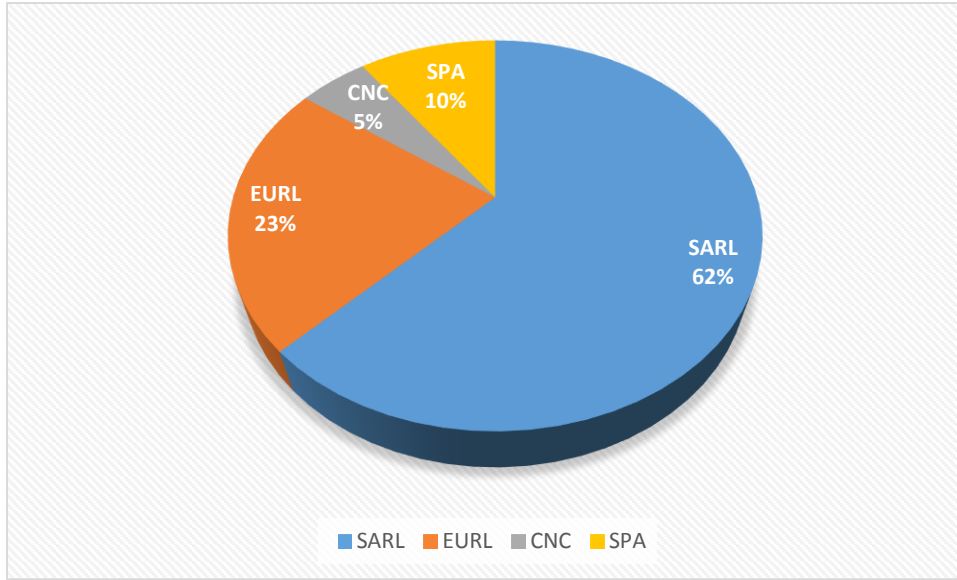
الجدول رقم (1) توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني.

النسبة المئوية	عدد المؤسسات	الشكل القانوني
62.5%	25	SARL
22.5%	9	EURL
5%	2	CNC
10%	4	SPA

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة.

يمكن تمثيل نتائج الجدول أعلاه في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (5): توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج الجدول رقم 01

تنقسم هذه العينة حسب الشكل القانوني إلى 25 مؤسسة ذات مسؤولية محدودة (SARL) أي بنسبة 62.5% حيث نالت حصة الأسد في الدراسة و 09 مؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة (EUREL) أي نسبة 22.5% و 2 مؤسسة ذات أسهم (SPA) أي بنسبة 10% و 3 مؤسسات تضامن (CNC) بنسبة 5%.

2-1- الوصف الإحصائي للعينة

يتم من خلال عينة الدراسة وصف للمتغيرات الإحصائية وهذا بحساب كل من المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتغيرات وهذا بالاعتماد على برنامج EVEIWS.

يوضح الجدول رقم (2) وصف المتغيرات الإحصائية للعينة، حيث يعطي المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للعينة

الجدول رقم (2): الوصف الاحصائي للمتغيرات

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغير
0,0197	0,06	نسبة الديون طويلة الأجل
0,0899	0,54	نسبة الديون قصيرة الأجل
0,0782	0,61	نسبة الديون الكلية
0,1965	0,56	نسبة الأرباح الموزعة
3,8886	1,23	المردودية المالية
0,0122	0,09	مردودية المؤسسة

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج EVEIWS

حسب الجدول أعلاه فإن:

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الخصوم في العينة يساوي 6% بانحراف معياري 0.01.
- نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الخصوم في العينة يساوي 54% بانحراف معياري 0.08.
- نسبة الديون الكلية إلى مجموع الخصوم في العينة يساوي 61% بانحراف معياري 0.07.
- نسبة الأرباح الموزعة إلى النتيجة الصافية في العينة يساوي 56% بانحراف معياري 0.19.
- نسبة المردودية المالية في العينة يساوي 123% بانحراف معياري 3.8.
- نسبة مردودية المؤسسة في العينة يساوي 9% بانحراف معياري 0.01.

المطلب الثاني: منهجية تقدير الانحدار المتعدد

يعرف النموذج الاقتصادي بأنه مجموعة من العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية لتمثيل ظاهرة معينة بصورة خالية من التفاصيل والتعقيدات ولكنها ممثلة للواقع بهدف تحليلها أو التنبؤ بها والسيطرة عليها.¹

1- نموذج الانحدار الخطي المتعدد: يستند النموذج الخطي المتعدد على افتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع y_i وعدد من المتغيرات المستقلة x_1, x_2, \dots, x_k وحد عشوائي ε_i ، ويعبر عن هذه العلاقة بالنسبة لـ n من المشاهدات و k من المتغيرات المستقلة، بالشكل التالي:²

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i$$

حيث:

- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$ تعبر عن معاملات الانحدار
- ε_i يعبر عن الخطأ العشوائي
- N هي عدد المشاهدات، يكون لدينا n من المعادلات يمكن صياغتها في صورة مصفوفات

$$Y = XB + E$$

حيث أن:

- Y يعبر عن متجه المشاهدات التابعة، و X يمثل مصفوفة المشاهدات المستقلة (المفسرة) ، B يعبر عن متجه معاملات الانحدار، E يعبر عن متجه الأخطاء العشوائية.

2- منهجية التحليل الاحصائي للنموذج

يتم اتباع الخطوات التالية في بناء النموذج محل الدراسة والتي تمثل خطوات اجراء التحليل الاحصائي للنموذج الانحدار الخطي.

¹- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، الأردن، عمان، 2007، ص 22.

²- نفس المرجع السابق، ص 135.

1.2. تعيين النموذج

تعد مرحلة تعيين النموذج من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها وذلك من خلال ما تتطلب من تحديد للمتغيرات التي يجب ان يشتمل عليها النموذج أو التي يجب استبعادها منه وفي هذه المرحلة يتم الاعتماد على النظرية الاقتصادية الاقتصادية الرياضي لتحويل العلاقة المذكورة إلى معادلات رياضية باستخدام الرموز في تحديد نوع واتجاه العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية.¹

2.2. تقدير النموذج: يتم تقدير كل من معاملات نموذج الانحدار الخطي البسيط β_0, β_1

باستعمال طريقة المربعات الصغرى وهي القيم التي تجعل مجموع مربعات الأخطاء العشوائية أقل ما يمكن أي أن:²

$$\text{Min} \sum_{i=1}^n e_i^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - (\beta_0 + \beta_1 x_i))^2$$

وهذا التقدير هو:

$$\beta_1 = \frac{\sum (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum (X_i - \bar{X})^2}$$

$$= \frac{\sum X_i Y_i - \bar{X} \bar{Y}}{\sum X^2 - \bar{X}^2}$$

$$\beta_1 = \bar{Y} - \beta_0 \bar{X}$$

حيث:

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n}$$

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سابق الذكر، ص 28

² علي مكيد، الاقتصاد القياسي (دروس ومسائل محلولة)، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، ص 28/29.

$$\bar{Y} = \frac{\sum_{i=1}^n Y_i}{n}$$

ويمكن تقدير معاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد وهي المتجه β بطريقة المربعات الصغرى وهذا التقدير هو: ¹

$$\hat{\beta} = (X'X)^{-1}X'Y$$

2.3. تقييم المعلمات المقدرة للنموذج (اختبار مدى صلاحية النموذج)

تنقسم المعايير الإحصائية المستخدمة في تقييم المعلمات المقدرة للنموذج إلى نوعين:

- مؤشر جودة النموذج: وهو يستخدم للحكم على المقدرة التفسيرية للنموذج.
- اختبار المعنوية: وهي تستخدم لقياس درجة الثقة في المعلمات المقدرة في العينة كأساس جيد للوصول لمعاملات المجتمع.

1- مؤشر جودة النموذج

هو مؤشر يعبر عن نسبة مجموع مربعات الانحدار SSR إلى مجموع المربعات الكلي SST، ويطلق عليه معامل التحديد، ويرمز له بالرمز R^2 أي أن: ²

$$R^2 = \frac{SSR}{SST} = \frac{\sum (\hat{Y} - \bar{Y})^2}{\sum (Y - \bar{Y})^2}$$

2- اختبار المعنوية

تتمثل في اختبار صلاحية النموذج المقدر من جهة واختبار معنوية المعالم من جهة أخرى، وفيما يلي بيان ذلك:

¹- حسن علي بخيت، سحر قتح الله، مرجع سابق الذكر، ص 55.
²- عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، ص 159.

أ. اختبار صلاحية النموذج

لاختبار معنوية معادلة الانحدار ككل يستخدم اختبار F وهو يعتمد على نوعين من الفرضيات:¹

$$H_0: B_1=0$$

$$H_1: B_1 \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هو:

$$F = \frac{R^2/K}{1 - R^2/n - k - 1}$$

فإذا كانت FC أكبر FT فإننا نقبل الفرضية البديلة H_1 وهذا يدل على قبول النموذج أما إذا كانت FC أقل من FT فنقبل الفرضية H_0 أي النموذج مرفوض.

ب. اختبار معنوية المعالم (اختبار ستودنت):²

لاختبار معنوية المعالم المقدرة تم وضع فرضيتين بالنسبة لكل معامل على حدى:

$$H_0: B_1=0$$

$$H_1: B_1 \neq 0$$

يتم اختبار المعنوية لكل معامل على حدى بحساب إحصائية T ستودنت في كل مرة والتي يطلق عليها بـ: TC ثم نقارن هذه القيمة لـ: T مع القيمة الجدولية لـ Tt بالنسبة لكل معلمة عند مستوى ثقة معين.

إحصائية الاختبار هي:

$$TC = \frac{\hat{\beta}}{\delta_{\hat{\beta}}}$$

¹- حسن علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سابق الذكر، ص 91.

²- نفس مرجع، ص ص 83/82.

فإذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T الجدولية فإننا نرفض الفرضية H0، وبالتالي فإن المتغير المستقل الموافق يؤثر (له معنوية) على المتغير التابع. أما إذا كانت TC أقل من Tt فإننا نقبل الفرضية H0، وعليه فإن المتغير المستقل الموافق لا يؤثر على المتغير التابع (عدم معنوية يعني وجود علاقة بين المتغيرين).

3. المشاكل القياسية

3.1. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يعتبر اختبار ديرين واتسون DW من أهم الاختبارات الشائعة للكشف عن الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، وتقوم فكرة هذا الاختبار على استخدام البواقي وتحليل الانحدار ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين¹:

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

الشكل رقم (6): يوضح مناطق قبول ورفض اختبار ديرين واتسون

0	dl	du	2	4-du	4 -dl	4
وجود ارتباط ذاتي موجب	وجود ارتباط ذاتي سالب	لا يوجد ارتباط ذاتي	لا يوجد ارتباط ذاتي	غير محدد	لا يوجد ارتباط ذاتي	لا يوجد ارتباط ذاتي

المصدر: وليد إسماعيل السيفو وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص 157.

ويتم تقدير معامل الارتباط الذاتي من خلال طريقة اختيار المعامل (ρ) كما يلي²:

باستحضار معادلة تقدير D-W:

¹- وليد إسماعيل السيفو وآخرون، مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي، دار الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص151.

²- سحر فتح الله، مرجع سابق الذكر، ص 195.

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

$$D^* = 2(1 - \hat{\rho})$$

نستطيع تقدير معامل الارتباط الذاتي (ρ) في الصيغة الآتية بعد إعادة ترتيب المعادلة أعلاه،
نحصل على:

$$\hat{\rho} = \frac{(2 - D^*)}{2}$$

$$\hat{\rho} = \left[\frac{2}{2} - \left(\frac{1}{2} \right) D^* \right]$$

$$\hat{\rho} = [1 - 0.5D^*]$$

2.3. اختبار وايت WHITE

هو اختبار لمعرفة أسباب مشكلة عدم ثبات التباين ومن خصائص اختبار وايت أنه:¹

- لا يتطلب معلومات سابقة عن أسباب مشكلة عدم تساوي الانتشار (عدم ثبات التباين).

- لا يعتمد على افتراض اعتدال التوزيع.

- يصلح عادة للعينات كبيرة الحجم، أي يصلح للعينات من الحجم 30 وأكبر.

وإذا كانت χ^2 الجدولية أكبر من إحصائية وايت هذا يعني ثبات التباين أي قبول فرضية

العدم H_0 .

وتتمثل خطوات إجراء هذا الاختبار فيما يلي:²

1- تقدير دالة الانحدار الأصلية باستخدام طريقة المربعات الصغرى

¹ - عبد القادر عطية، مرجع سابق الذكر، ص 507.

² - نفس المرجع، ص 508

$$y_t = \widehat{\beta}_1 + \widehat{\beta}_2 x_{2t} + \widehat{\beta}_3 x_{3t} + \varepsilon_t$$

2- الحصول على قيم البواقي ε_t على النحو التالي:

$$\varepsilon_t = y_t - \widehat{\beta}_1 - \widehat{\beta}_2 x_{2t} - \widehat{\beta}_3 x_{3t}$$

3- تقدير انحدار مساعد بين ε_t^2 من ناحية والمتغيرات $x_{2t}, x_{3t}, x_{2t}^2, x_{3t}^2$ من ناحية أخرى أي تقدير الصيغة:

$$\widehat{\varepsilon}_t^2 = \widehat{\alpha}_1 + \widehat{\alpha}_2 x_{2t} + \widehat{\alpha}_3 x_{3t} + \widehat{\alpha}_4 x_{2t}^2 + \widehat{\alpha}_5 x_{3t}^2 + \widehat{\alpha}_6 x_{2t} x_{3t} + v_t$$

4- نقوم بحساب معامل الانحدار المساعد nR^2 حيث: n حجم العينة و R^2 معامل الانحدار غير المعدل للانحدار المساعد.

5- نقوم باختبار فرض العدم: $\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = 0$ وذلك بمقارنة nR^2 مع χ^2 عند مستوى معنوية 0.05 ودرجات حرية تساوي عدد المعلمات الإندارية في صيغة الانحدار المساعد.

إذا كانت $nR^2 > \chi^2$ نرفض فرض العدم، وتوجد مشكلة عدم ثبات التباين، إذا كان العكس لا

توجد مشكلة ثبات التباين وإذا قبلنا فرض العدم فإن هذا يعني أن: ثابت $\delta_t^2 = \alpha_t$

المبحث الثاني: التعريف بمتغيرات النموذج وكيفية قياسها

من خلال محور الدراسة حول الهيكل المالي وتوزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن المتغير التابع هو نسبة الأرباح الموزعة، والمتغيرات المستقلة المتعلقة بالمعلومات المتوفرة حول عينة الدراسة للهيكل المالي والمتمثلة في: (نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة الديون الكلية، المردودية المالية، مردودية المؤسسة)، حيث يتم دراسة تأثير متغيرات الهيكل المالي على نسبة توزيع الأرباح وذلك بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد.

المطلب الأول: سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدروسة

تعتبر نسبة توزيع الأرباح وهي ما تم توزيعه على الملاك من الأرباح الصافية للمؤسسة المتغير التابع حيث يرمز لها بالرمز TDD، وتعرف هذه النسبة كما يلي:

$$TDD = \frac{Dividendes}{Résulta net}$$

حيث تمثل *Dividendes* المبلغ الكلي للأرباح الموزعة على المساهمين أو الشركاء، ويتم إيجاد هذا المبلغ من خلال محضر الجمعية العامة المرافقة للميزانية المالية وجدول حسابات النتائج للسنة المالية 2011، أما *Résulta net* فهي النتيجة الصافية للسنة المالية 2011، وهي المتغيرة التي أدرجها بدروني (2010/2009) خلال دراسته حول محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية¹، وأدرجها أيضا غربي (2015/2014) في دراسته لمحددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة²، وخلال دراستها هذه يتم الاعتماد على النسبة التي أدرجها بدروني وغربي نظرا لأنها تتميز بالبساطة.

¹ بدروني عيسى، مرجع سابق الذكر، ص 83.

² غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق الذكر، ص 260.

المطلب الثاني: سياسة التمويل في المؤسسات المدروسة

تتمثل المتغيرات المستقلة في كل من التمويل الخارجي (نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون الكلية)، المردودية المالية ومردودية المؤسسة، يمكن ذكر بعض هذه المؤشرات من خلال النسب المالية التالية:

1. نسبة التمويل الخارجي

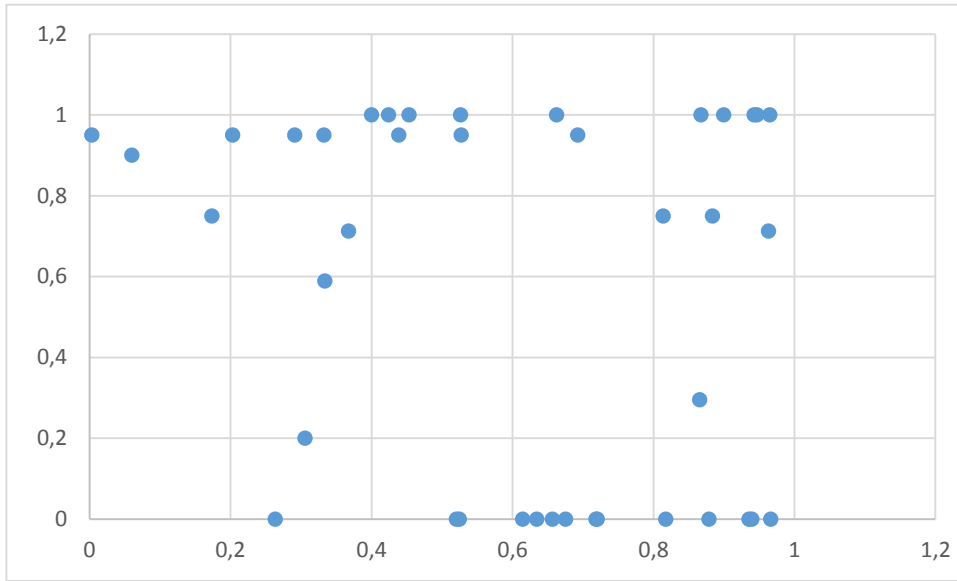
تظهر هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي وذلك لتمويل احتياجاتها واتجاه هذه النسبة للارتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي، وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة أن تكون المنافع المتحصل عليها أكبر من الفوائد المذكورة، ويحسب وفق للعلاقات التالية:

- $\text{نسبة الديون الكلية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{الخصوم إجمالي}}$
- $\text{نسبة الديون قصيرة الأجل} = \frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الخصوم}}$
- $\text{نسبة الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الخصوم}}$

وتم الاعتماد على تلك النسب نظرا لتلائمها مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي هي في الغالب تتميز بقلّة الأموال الخاصة الصافية، كما أن النماذج التي اعتمدت على النسب التي تتضمن الأموال الخاصة قد تعلقت بمؤسسات كبيرة ومدرجة في السوق المالي.

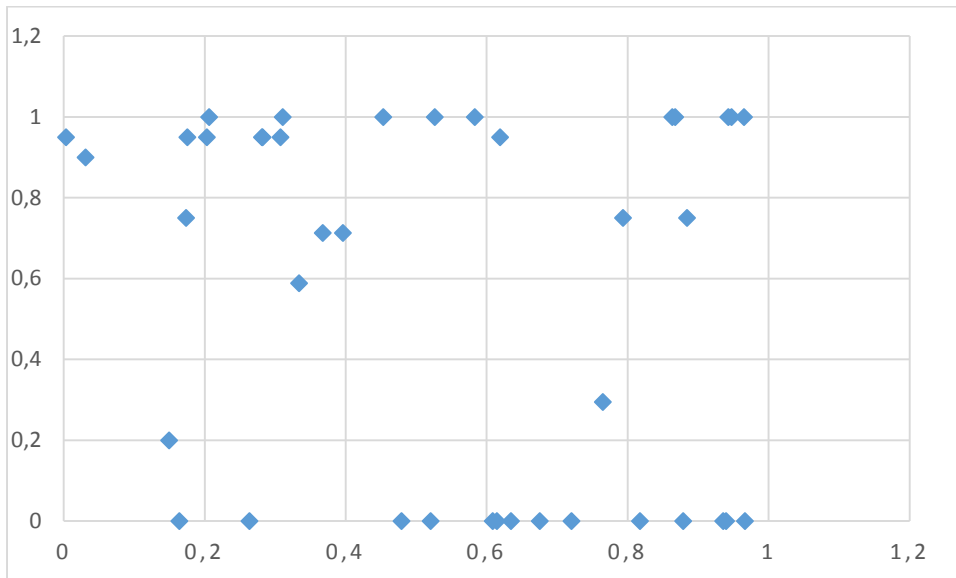
والأشكال الموالية تبين العلاقة بين نسبة التمويل الخارجي ونسبة توزيع الأرباح:

الشكل رقم (7): يوضح العلاقة بين نسبة الديون الكلية ونسبة توزيع الأرباح



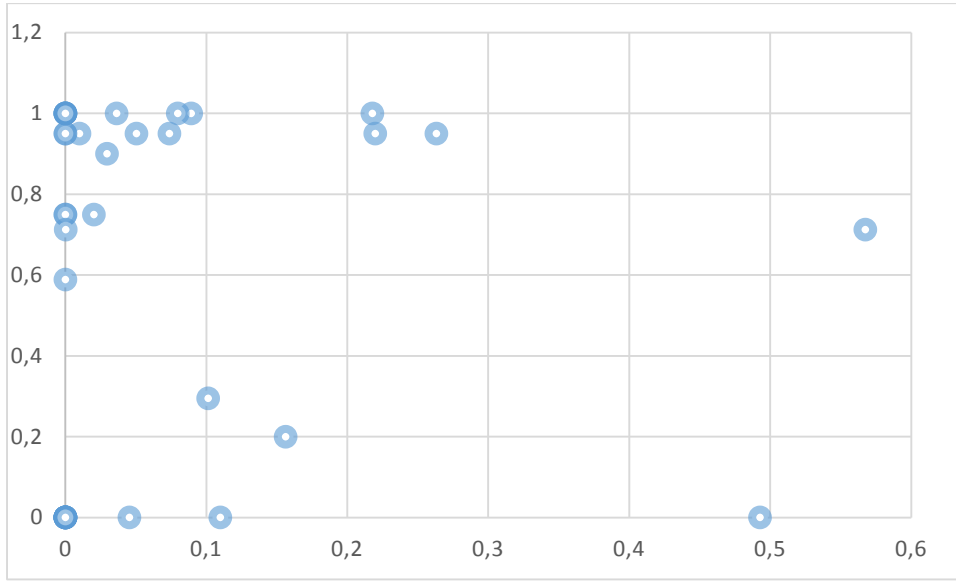
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات

الشكل رقم (8): يوضح العلاقة بين نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع الأرباح



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات

الشكل رقم (9): يوضح العلاقة بين نسبة الديون طويلة الكلية ونسبة توزيع الأرباح



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات

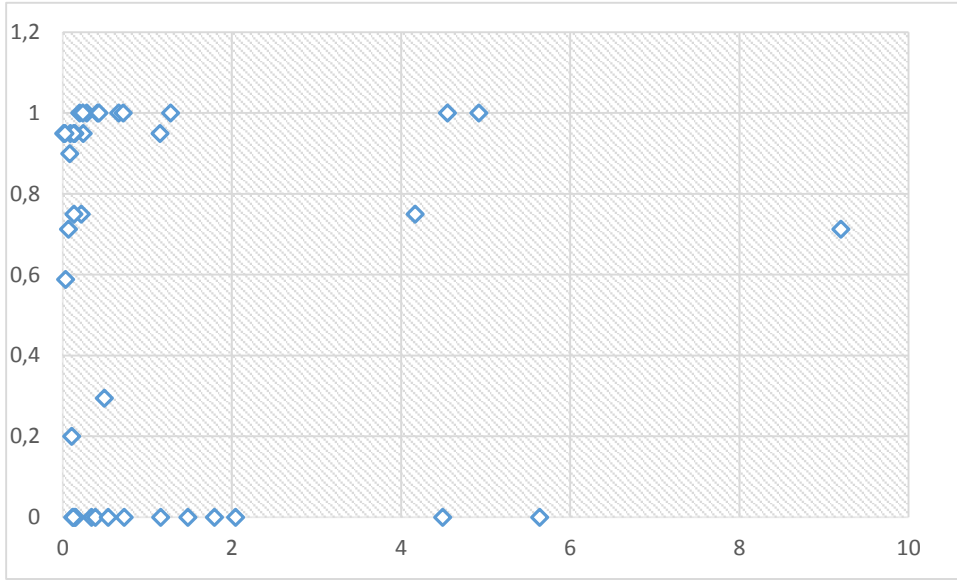
2. المردودية المالية

تمثل مؤشر قدرة المؤسسة على تعويض المساهمين في شكل أرباح موزعة أو في شكل مخصصات احتياطات والتي ترفع الأسهم بحوزتهم فهي معدل العائد على حقوق الملكية ويمكن حسابها وفقا للعلاقة الآتية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين المردودية المالية ونسبة توزيع الأرباح

الشكل رقم (10): يوضح العلاقة بين المردودية المالية ونسبة توزيع الأرباح.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات

3. مردودية المؤسسة:

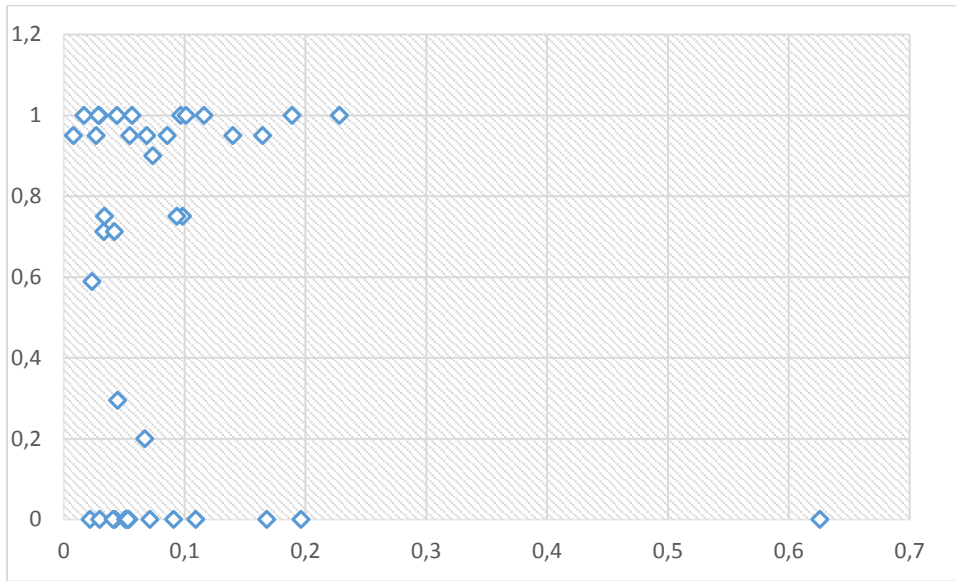
فالمردودية المرتفعة في المؤسسة يمكنها أن تؤدي إلى ارتفاع نسبة أرباح السهم الموزعة،

ويتم التعبير عن مردودية المؤسسة بالعلاقة الموالية:

$$\text{مردودية المؤسسة} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين المردودية المالية ونسبة توزيع الأرباح

الشكل رقم (11): يوضح العلاقة بين مردودية المؤسسة ونسبة توزيع الأرباح.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات

المبحث الثالث: تقدير واختبار النموذج محل الدراسة

تعتمد الدراسة على نموذج قياسي يبين العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم كمتغير تابع ونسب الهيكل المالي كمتغيرات مستقلة والمتمثلة في: نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة الديون الكلية، المردودية المالية ومردودية المؤسسة.

المطلب الأول: تقدير واختبار النموذج القياسي

في هذا المطلب يتم تحديد الشكل الدالي للنموذج قيد الدراسة، والذي يوضح العلاقة بين المتغير التابع تمثل في نسبة توزيع أرباح السهم والمتغيرات المستقلة في نسبة الديون الكلية والقصرة والطويلة الأجل والمردودية المالية ومردودية المؤسسة، باعتبار العوامل الأخرى ثابتة، ذلك انطلاقاً من قاعدة البيانات المتعلقة بمؤسسات الدراسة خلال 2011.

1. صياغة النموذج

نسبة توزيع الأرباح هي دالة لمتغيرات الهيكل المالي ويمكن صياغتها على الشكل التالي:

$$TDD = F(TD, DCT, DLMT, RE, RENT)$$

حيث:

TDD : نسبة توزيع الأرباح؛

TD : نسبة الديون الكلية؛

DCT : نسبة الديون قصيرة الأجل؛

$DLMT$: نسبة الديون طويلة الأجل؛

RE : المردودية المالية؛

$RENT$: مردودية المؤسسة؛

ومنه يمكن وضع النموذج المراد تقديره بالصيغة التالية:

$$TDD_i = \beta_0 + \beta_1 TD_i + \beta_2 DCT_i + \beta_3 DLMT_i + \beta_4 RE_i + \beta_5 RENT_i + \xi_i$$

معاملات: $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$.

ξ_i : حد الخطأ العشوائي.

2. تقدير النموذج اللوغاريتمي

بعد عدة تقديرات تم التوصل إلى النموذج اللوغاريتمي لأن له معامل التحديد أفضل من النموذج الخطي ومنه يتم الاعتماد على هذا النموذج في دراستنا، وبعد حذف المتغيرات التي ليس لها معنوية إحصائية هذا لأن Prob أكبر من 0.05 تم قبول النموذج النهائي الموضح في الجدول الآتي:

جدول رقم(5): نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي بين نسبة توزيع الأرباح والديون الكلية والديون قصيرة الأجل.

Dependent Variable: LTDD Method: Least Squares Date: 05/14/16 Time: 22:50 Sample: 1 40 Included observations: 26				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LTD	-0.390901	0.109536	-3.568686	0.0016
LDCT	0.370615	0.094689	3.914023	0.0007
C	-0.129284	0.082939	-1.558795	0.1327
R-squared	0.401208	Mean dependent var	-0.206364	
Adjusted R-squared	0.349139	S.D. dependent var	0.387911	
S.E. of regression	0.312951	Akaike info criterion	0.622626	
Sum squared resid	2.252580	Schwarz criterion	0.767791	
Log likelihood	-5.094139	Hannan-Quinn criter.	0.664428	
F-statistic	7.705340	Durbin-Watson stat	1.984026	
Prob(F-statistic)	0.002746			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVEIWS

من خلال الجدول يتبين أن المتغيرات التي تم قبولها والمؤثرة في نسبة توزيع أرباح السهم هي الديون قصيرة الأجل والديون الكلية وبناء على هذه النتائج يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي مع افتراض صحة الفرضيات المتعلقة بطريقة المربعات الصغرى كما يلي:

$$LTDD = 0.37LDCT - 0.39LTD - 0.12$$

يلاحظ من المعادلة أن نسبة توزيع أرباح السهم لها علاقة طردية مع الديون قصيرة الأجل وعلاقة عكسية مع الديون الكلية، أما فيما يخص معنوية المعامل المقدرة فإن من خلال الجدول أعلاه وجد أن المتغيرين لهما معنوية إحصائية أي Prob للديون قصيرة الأجل والديون الكلية أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 .

أما من الناحية الكلية لمعنوية النموذج وجد أن Prob(F-statistic) لإحصائية فيشر هي 0.002 أقل من 0.05 (0.05 > 0.02) إذن النموذج مقبول من الناحية الكلية أي نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 .

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يعتبر اختبار دربن واتسون DW من أهم الاختبارات الشائعة للكشف عن الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء المقدرة والشكل التالي يوضح مناطق قبول أو رفض اختبار DW. وبالاعتماد على الشكل رقم (06) يلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء أي قبول فرضية العدم H_0 وذلك أن الإحصائية $DW=1.98$ أي في منطقة قبول الفرضية H_0 عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

- اختبار اختلاف التباين (اختبار وايت White):

لإجراء هذا الاختبار يتم الاعتماد على اختبار وايت White للكشف عن مشكل اختلاف التباين أم لا ووفقا لهذا الاختبار وباستعمال برنامج EVIEWS وكانت مخرجات الجدول كما يلي:

الجدول رقم (6): نتائج تقدير اختبار وايت.

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.156211	Prob. F(5,20)	0.9756	
Obs*R-squared	0.977211	Prob. Chi-Square(5)	0.9644	
Scaled explained SS	2.219663	Prob. Chi-Square(5)	0.8180	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/14/16 Time: 23:40				
Sample: 1 40				
Included observations: 26				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.127260	0.090151	1.411644	0.1734
LDCT^2	-0.007735	0.058041	-0.133262	0.8953
LDCT*LTD	0.039222	0.221135	0.177366	0.8610
LDCT	-0.026449	0.234923	-0.112585	0.9115
LTD^2	-0.022496	0.184561	-0.121887	0.9042
LTD	0.100143	0.222012	0.451069	0.6568
R-squared	0.037585	Mean dependent var	0.086638	
Adjusted R-squared	-0.203019	S.D. dependent var	0.212879	
S.E. of regression	0.233491	Akaike info criterion	0.127826	
Sum squared resid	1.090359	Schwarz criterion	0.418156	
Log likelihood	4.338264	Hannan-Quinn criter.	0.211430	
F-statistic	0.156211	Durbin-Watson stat	1.417857	
Prob(F-statistic)	0.975615			

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EViews.

من خلال الجدول وجد أن $LM=0.97$ يجب مقارنة هذه الأخيرة بـ $\chi^2_{4.0.05}$ ، والتي يتم استخراجها من جدول χ^2 لنجد أن $\chi^2_{4.0.05}=9.48$ بالمقارنة نجد أن $\chi^2_{4.0.05}$ أكبر LM ، $0.91 < 9.48$ إذا نقبل فرضية العدم H_0 ، وهذا يعني ثبات التباين.

المطلب الثاني: عرض وتحليل النتائج

في هذا المطلب، يتم عرض وتحليل النتائج التي تم الحصول عليها من خلال نموذج الانحدار الخطي لتأثير سياسة توزيع أرباح السهم.

1- عرض النتائج

لتحديد العوامل المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات، تم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد اللوغاريتمي وذلك باستعمال طريقة المربعات الصغرى المعيارية، حيث يتمثل المتغير التابع في مستوى نسبة توزيع أرباح السهم، أما المتغيرات المستقلة فهي تتمثل في كل من نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون الكلية والمردودية المالية ومردودية المؤسسة.

دلت إحصائية فيشر على مدى صلاحية نموذج الانحدار بمستوى دلالة 5%، أما Prob فقد أعطت تأثير كل المتغيرات المفسرة لنسبة توزيع أرباح السهم، والتي تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل والديون الكلية، وظهرت العلاقة بين نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع أرباح السهم علاقة طردية، أما بين الديون الكلية ونسبة توزيع أرباح السهم فهي علاقة عكسية.

2- تحليل النتائج

بعد تحويل النموذج اللوغاريتمي تم التوصل إلى النموذج الآسي الموالي:

$$TDD = 0.87 DCT^{0.37} TD^{-0.39}$$

-إذا ارتفعت DCT بنسبة 100 % يرتفع TDD بنسبة 37% هذا يعني أن المؤسسات تقوم بتوزيع 37% والباقي يكون في شكل أرباح محتجزة واحتياطات.

-إذا ارتفعت TD بنسبة 100 % ينخفض TDD بنسبة 39% هذا يعني أن المؤسسات تقوم بتخفيض توزيعات الأرباح ب 39% من أجل تسديد الديون لأن توزيعات الأرباح في هذه الحالة خطر على المؤسسة.

تعتبر الديون قصيرة الأجل متغير مهم مفسر لنسب توزيع أرباح السهم، والعلاقة الطردية بين الديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع أرباح السهم أي أنه كلما ارتفعت نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي سترتفع نسبة توزيع أرباح السهم الموزعة، وهذا ما يتوافق مع دراسة لموكرجي

(Mookerjee(1992)) لعينة من المؤسسات الهندية خلال الفترة الزمنية 1950 إلى 1981، حيث توصل إلى أن هذا المتغير (التمويل الخارجي) ذات دلالة إحصائية قوية ولها معامل موجب أي وجود علاقة طردية للديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع أرباح السهم.

وفي دراسة تجريبية قام بها أيضا بدروني (2009) لعينة مكونة من 266 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية من خلال بيانات 2008 وجد أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع أرباح السهم، وهذا ما يتوافق مع الدراسة. وهو ما يبرز دور الأرباح المحتجزة كشكل من أشكال التمويل الذاتي في المؤسسة، فإذا أرادت المؤسسة تقادي الديون قصيرة الأجل فعليها أن تحتجز نسبة كبيرة من أرباح المحققة لتمويل المشاريع الحالية والمستقبلية

أما بالنسبة للديون الكالية فتعتر دافع لنسب توزيع أرباح السهم والعلاقة العكسية، أي أنه كلما زادت نسبة الديون الكالية في الهيكل المالي للمؤسسة سيؤدي إلى انخفاض نسبة توزيع أرباح السهم، فالمؤسسة أكبر استدانة أقل توزيعاً لأرباح السهم، وهذا ما يوافق دراسة هاشم حسن 2008 حول معرفة أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث توصل في دراسته إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة ونسبة توزيع أرباح السهم.

فإن عدم وجود علاقة بين الديون طويلة الأجل وتوزيع أرباح السهم في عينة الدراسة يتنافى مع ما تنص عليه نظرية الوكالة، فحسب هذه النظرية كلما زاد التمويل بالاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة انخفضت نسبة التوزيعات لأرباح السهم، وذلك أن ارتفاع نسبة الاستدانة يجعل المسيرين مراقبين من طرف المقرضين الذين يفرضون عليهم حجز الأرباح بدل توزيعها لتصبح هذه الأرباح كضمان نقدي لديونهم.

ومنه نستنتج أن المؤسسات الجزائرية لا تعتمد على الديون المتوسطة والطويلة الأجل في التمويل أي ليس لها علاقة بسياسة توزيع أرباح السهم.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل معرفة متغيرات الهيكل المالي التي لها تأثير على سياسة توزيع أرباح السهم لعينة من المؤسسات الخاصة الجزائرية مأخوذة من النشرات الرسمية للإعلانات القانونية الصادرة عن المركز الوطني للسجل التجاري، وقد تم التحليل عبر ثلاث خطوات تمثلت الخطوة الأولى في تحديد منهجية الدراسة الإحصائية من حيث تقديم ووصف العينة وتحديد أساليب التحليل الإحصائي المستعملة في الدراسة، أما في الخطوة الثانية فقد خصصت لتحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، بهدف الوصول إلى الخطوة الأخيرة المتمثلة في وضع نموذج يختبر العلاقة بي الهيكل المالي بمتغيراته على سياسة توزيع أرباح السهم وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد اللوغاريتمي، وتمثلت هذه المتغيرات في: نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة الديون الكلية، المردودية المالية، مردودية المؤسسة.

حيث توصلت النتائج وجود علاقة طردية بين نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة توزيع أرباح السهم وعلاقة عكسية مع الديون الكلية في حين ليس لباقي المتغيرات المفسرة والمتمثلة في نسبة الديون طويلة الأجل والمردودية المالية ومردودية المؤسسة دلالة في تفسير النموذج.

خاتمة

من خلال هذه الدراسة تمت معالجة موضوع تأثير الهيكل المالي على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، باعتبار موضوع الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح من أهم المواضيع التي نالت اهتمامات العديد من الباحثين وذلك باختبار عينة من 40 مؤسسة جزائرية خاصة لمحاولة الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للبحث المطروح كآآتي: ما مدى تأثير الهيكل المالي على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية؟

وتمت معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول باستخدام المنهج الوصفي للجانب النظري وتمثل في الفصل الأول الذي تضمن الهيكل المالي أما الفصل الثاني فتحدث عن سياسة توزيع الأرباح أما الجانب التطبيقي تمثل في الفصل الثالث دراسة الحالة وقد تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد اللوغاريتمي وهذا بالاعتماد على برنامج EIVIWS8.

وللتعبير عن متغيرات الدراسة تم أخذ كل من التمويل الخارجي والمردودية المالية ومردودية المؤسسة كمتغيرات مستقلة للتعبير عن الهيكل المالي، فيما تم أخذ متغير نسبة توزيع أرباح السهم كمتغير تابع وذلك للإجابة عن الإشكالية الرئيسية للدراسة وهكذا تم الوصول إلى عدة نتائج للبحث واختبار الفرضيات وإعطاء توصيات.

اختبار الفرضيات

1. تم التوصل من خلال الدراسة إلى أن نسبة الاستدانة تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم أي أنها أحد العوامل التي تؤثر عليها وبناءً على ذلك قبول الفرضية الثانية.
2. كما تم التوصل من خلال الدراسة التجريبية على عينة الدراسة بأن المردودية المالية ومردودية المؤسسة لا تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم أي أن ليس لهما معنوية إحصائية عند احتمال 0.05 ومنه رفض الفرضية الثالثة والرابعة.

نتائج البحث

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى عدة نتائج يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة من أموال الملكية والأموال المقترضة.
- سياسة توزيع الأرباح هي النسب الواجب توزيعها على المساهمين في شكل أرباح موزعة وكذلك نسب الأرباح الواجب احتجازها في شكل أرباح محتجزة بغية تمويل مشاريعها المستقبلية.
- يلاحظ بأن نسبة الاستدانة المرتفعة يقلل من نسبة توزيع أرباح السهم أي المؤسسة أكبر استدانة أقل توزيع للأرباح أي أن المؤسسة تقوم بحجز أرباحها.
- لا تعتمد المؤسسات الجزائرية الخاصة للديون طويلة الأجل لأن نسبة الضمانات منخفضة أي نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول لا يسمح على الاستعانة على هذا النوع من الأصول الثابتة أي أنها تعتمد على التمويل الذاتي المتمثل نسبة الأرباح المحتجزة.
- لا تؤثر كل من المردودية المالية ومردودية المؤسسة على نسبة توزيع السهم.

التوصيات والآفاق

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذا البحث يمكن إعطاء بعض التوصيات والآفاق نذكر ما يلي:

- إعادة إجراء الدراسة على عينة أكبر للحصول على نتائج أدق.
- إضافة متغيرات أخرى مع المحافظة على المتغيرات المعتمدة.
- دراسة أثر الهيكل المالي على سياسة توزيع الأرباح في عينة من المؤسسات التي تنتمي للسوق المالي.
- دراسة سياسة توزيع الأرباح من المنظور الإسلامي.

قائمة

المراجع

1-الكتب

1. إسماعيل السيفو وليد وآخرون، مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي، دار الأهلية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2006.
2. آل شبيب دريد كامل، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2010.
3. آل شبيب دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط2، 2009.
4. أندراوس عاطف وليم، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
5. بخيت حسين علي، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، الأردن، عمان، 2007.
6. تيم فايز، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2011.
7. حداد فايز سليم، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط2، 2009.
8. الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية مدخل للقيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
9. حنفي عبد الغفار، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 210.
10. الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2008.
11. العامري محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.

قائمة المراجع

12. العامري محمد علي، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2007.
13. عباس علي، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.
14. عطية عبد القادر، "الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
15. العلي أسعد حميد، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، عمان، 2010.
16. مصطفى نهال فريد، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2003.
17. مطاوع سعد عبد الحميد، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون ذكر دار النشر ولا سنة النشر.
18. مكيد علي، الاقتصاد القياسي (دروس ومسائل محلولة)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011.
19. موسى شقيري نوري وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، 2012.
20. النعيمي عدنان تايه، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
21. هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، 1999.

2-المقالات

1. بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد10، 2013.

2. زرقون محمد، أثر الاكتتاب العامل سياسة توزيع الأرباح فيا لمؤسسة الاقتصادية

المسعة في البورصة، مجلة المباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة العدد

الثامن، 2010.

3- الأطروحات والمذكرات

1. بدروني عيسى، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة، مذكرة مقدمة

لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009

2010/

2. بلعش عبد المالك، أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسات

العمومية الاقتصادية المسعة في البورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية

المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،

جامعة الجزائر، 2013/2014.

3. بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة

المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية

المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي

مرباح، ورقلة، 2009.

4. بوحادرة عبد الكريم، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: درو سياسة

توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة

مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-

قسنطينة-، 2012.

5. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة حالة مؤسسة

الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، تخصص مالية

قائمة المراجع

- المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012.
6. حفصي رشيد، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011.
7. خبيزة أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012.
8. خروبي يوسف، تقدير العائد والمخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 54.
9. دربال سمية، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011/2012.
10. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2010.
11. غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه علوم تجارية ومالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015.

قائمة المراجع

12. غربي حمزة، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبة، المدرسة العليا للتجارة، تخصص مالية، ص 31.

13. قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم تسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.

كتب باللغة الأجنبية

1. Ross Westerfield Jordan, FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE, STANDARD EDITION, America, 2011

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01)

rent	td	re	ttd	dct	dlmt
0,029445403	0,86751993	0,285781515	1	0,86751993	0
0,044038315	0,94701514	4,922380517	1	0,94701514	0
0,021572796	0,96641678	1,796172079	0	0,96641678	0
0,051540173	0,61432339	0,154248886	0	0,61432339	0
0,056337344	0,89950447	1,275807537	1	0,86310626	0,03639822
0,109025359	0,8174675	1,483194182	0	0,8174675	0
0,625564803	0,26355584	5,641850745	0	0,26355584	0
0,023331911	0,33369533	0,036287557	0,588770729	0,33369533	0
0,196342685	0,63425787	1,159051508	0	0,63425787	0
0,096657604	0,42394457	0,201622948	1	0,20610847	0,2178361
0,18885044	0,52634393	0,663085357	1	0,52634393	0
0,16445197	0,69268219	1,151093721	0,950000024	0,61876451	0,07391768
0,029714903	0,71850575	0,118019624	0	0,60841203	0,11009372
0,04238823	0,65688987	0,140954912	0	0,16405527	0,4928346
0,033663139	0,81368728	0,220525584	0,75	0,79340992	0,02027736
0,066922055	0,30557155	0,106647606	0,200000003	0,14916355	0,156408
0,040687565	0,93942468	2,045860611	0	0,93942468	0
0,139708201	0,29112756	0,245462014	0,95	0,2810166	0,01011096
0,016739244	0,94276735	0,413381994	1	0,94276735	0
0,0983194	0,17339081	0,135000382	0,749999999	0,17339081	0
0,068498627	0,20283817	0,094005882	0,949999988	0,20283817	0
0,053852448	0,52452307	0,127726093	0	0,47906603	0,04545705
0,085469402	0,33255272	0,146860225	0,95	0,28197321	0,05057951
0,093601463	0,88394655	4,168961094	0,75	0,88394655	0
0,073631065	0,06017661	0,085005446	0,9	0,03060038	0,02957623
0,028612266	0,9650986	4,549473242	1	0,9650986	0
0,051160362	0,87874043	0,729827961	0	0,87874043	0
0,115871403	0,40003648	0,239358168	1	0,31071501	0,08932146
0,052931683	0,93528549	4,492272108	0	0,93528549	0
0,228161819	0,4532139	0,716084223	1	0,4532139	0
0,033076077	0,96332988	9,203032737	0,712500951	0,39584973	0,56748015
0,10106967	0,66276229	0,427956592	1	0,58299937	0,07976292
0,054515869	0,52733988	0,130375746	0,950000006	0,30757176	0,21976812
0,00782578	0,43860015	0,014136825	0,950000362	0,17532702	0,26327312
0,044449741	0,86577447	0,495119448	0,294962001	0,76452884	0,10124563
0,071122958	0,72016379	0,340768769	0	0,72016379	0
0,041933977	0,36758521	0,071016664	0,712499998	0,36723612	0,00034909
0,090845826	0,67524614	0,388382674	0	0,67524614	0
0,026767521	0,00325564	0,027596042	0,949999999	0,00325564	0
0,16794315	0,52027362	0,538653571	0	0,52027362	0

الملخص

يهدف البحث الى معرفة تأثير متغيرات الهيكل المالي على سياسة توزيع الارباح في المؤسسات الجزائرية، من خلال بناء نموذج يسمح بتفسير الدراسة بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد اللوغاريتمي، حيث شملت الدراسة 40 مؤسسة جزائرية خاصة خلال سنة 2011. وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الاستدانة وسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات.

الكلمات المفتاحية: نسبة الاستدانة، الهيكل المالي، سياسة توزيع الارباح. النموذج الخطي المتعدد اللوغاريتمي.

Abstract

The research aims to determine the impact of the financial structure variables on the distribution of profits in the Algerian institutions policy, by building a form that allows the interpretation based on multiple linear regression model logarithmic study, where the study included 40 private Algerian Foundation during the year 2011. The study concluded that there is a significant relationship differences between debt and dividend policy in institutions.

Key words: the proportion of leveraged financial structure and dividend policy. Multiple linear model logarithmic