

العنوان

دور المخاطر المالية في تحديد سياسة توزيع أرباح الأسهم

دراسة حالة عينة لمؤسسات جزائرية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وحساب المخاطر

تحت إشراف الدكتور:

- غربي حمزة

من إعداد الطالب:

- شيخ وحيد

لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
رئيسا	أستاذ محاضر "ب"	1. د. بلعباس راجح
مقررا ومشرفا	أستاذ محاضر "ب"	2. د. غربي حمزة
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر "ب"	3. د. جاب الله مصطفى

السنة الجامعية: 2014-2015

الإهداء

أمي الحبيبة أبي الحبيب

عمتي حسينة أختي نادية

إخوتي علي عبد الرؤوف رابع وزوجته.

الدكتور غربي حمزة وجميع معلمي وأساتذتي.

إلى كل عائلة ماليك ريم قادييري

إلى من قيل فيه رب أخ لك لم تلده أمك الفاروق بوخاري، أحسن

بلعيد

إلى الأصدقاء والزملاء وبالأخص العربي لطفي الحسين خالد

فائزة حنان الربح زهرة زهرة سارة وجميع طلبة مالية وإدارة

المخاطر.

وحيد شيخ

الفهرس العام

شكر وعرافان

إهداء

III-I الفهرس العام

IV قائمة الجداول

V قائمة الأشكال

أ - هـ المقدمة العامة

الفصل الأول: مفاهيم الاساسية حول سياسة توزيع الأرباح

1..... مقدمة الفصل الأول

المبحث الأول: مدخل إلى سياسة توزيع أرباح الأسهم

2..... المطلب الأول: مفاهيم حول سياسة توزيع أرباح الأسهم

8..... المطلب الثاني: أساسيات توزيع الأرباح

10..... المطلب الثالث: أشكال سياسة توزيع أرباح الأسهم

المبحث الثاني: محددات توزيع أرباح الأسهم

19..... المطلب الأول: توزيع الأرباح كقرار تمويلي استثماري

21..... المطلب الثاني: العوامل الداخلية للمؤسسة

23..... المطلب الثالث : العوامل الخارجية للمؤسسة

المبحث الثالث: المخاطر المالية

26..... المطلب الأول: مفاهيم أساسية عن المخاطر

36..... المطلب الثاني: المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة

41..... المطلب الثالث: أدوات قياس المخاطر المالية

47..... خاتمة الفصل الأول

48..... مقدمة الفصل الثاني

الفصل الثاني : نظريات ونماذج سياسة توزيع الأرباح

المبحث الأول : نظريات سياسة توزيع أرباح الأسهم

- المطلب الأول : نظرية عدم أهمية سياسة توزيع أرباح السهم.....49
- المطلب الثاني :نظرية تفضيل أرباح الأسهم.....52
- المطلب الثالث :نظرية التفضيل الضريبي54
- المطلب الرابع: نظرية الوكالة ونظرية تكاليف الصفقات58
- المطلب الخامس: نظرية الإشارة و دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح
الأسهم61

المبحث الثاني: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

- المطلب الأول :نموذج لنتتر65
- المطلب الثاني : نموذج والتر67
- المطلب الثالث: نموذج قوردون.....69
- المطلب الرابع :نموذج كالاي.....70

المبحث الثالث : وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول

- المطلب الأول : نواتج الأرباح حول العالم74
- المطلب الثاني : وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول.....75
- خاتمة الفصل الثاني77

الفصل الثالث : الجانب التطبيقي

- مقدمة الفصل.....79

المبحث الأول : واقع سياسة توزيعات أرباح الأسهم في الجزائر وفقا لإطار

القانوني والضريبي

- المطلب الأول : التشريعات والتنظيمات الخاصة بتوزيع الأرباح الأسهم
الجزائرية80
- المطلب الثاني : دراسات سابقة أجنبية لتوزيعات الأرباح.....84
- المطلب الثالث : الدراسات السابقة لتوزيعات الأرباح في الجزائر.....86

المبحث الثاني: منهج الدراسة

المطلب الأول: تقديم عينة الدراسة 88

المطلب الثاني: تقديم النموذج المستعمل 92

المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج

المطلب الأول : عرض النتائج 96

المطلب الثاني : تحليل النتائج 97

خاتمة الفصل الثالث..... 100

الخاتمة العامة 101

المراجع..... 104

الملاحق..... 1

الصفحة	قائمة الأشكال
6	شكل(1.1) البدائل المتاحة وتعظيم ثروة المساهم
32	شكل(2-1) العلاقة بين الفرص وعدم التأكد والمخاطرة
35	شكل(3-1) مسببات الخطر الرئيسية
56	شكل(1-2)العلاقة بين نسبة أرباح الأسهم وسعر السهم طبقا لنظريات سياسة توزيع الأرباح
57	شكل(2-2) العلاقة بين نسبة توزيع العائد المطلوب على الاستثمارات طبقا لنظريات سياسة التوزيع
91	شكل(2-3) توزيع الأشكال القانونية لعينة الدراسة
الصفحة	قائمة الجداول
12	جدول(1.1) مقارنة بين التوزيع بمعدل مؤوي ثابت وبمعدل نقدي ثابت
74	جدول(1-2) صورر لحصص الأرباح في سنة 1992
88	جدول(1-3)خصائص عينة الدراسة
94	جدول(2-3) تحليل التباين ANOVA لسياسة توزيع أرباح الأسهم
95	جدول(3-3) معاملات النموذج المقبولة

المقدمة العامة :

1- أهمية البحث

تلجأ المؤسسات بشكل كبير إلى التمويل الداخلي أي المتولد من التدفق النقدي لعملياتها وذلك لتمويل أنشطتها، فالأموال المتولدة نتيجة حجز مقابل هلاك الأجهزة أو المعدات تستخدم بصفة أساسية في تجديدها أو استبدالها كلياً، ولكي تضيف المؤسسات المزيد من الأصول فإن عليها اللجوء، إل مصادر خارجية لتمويل سواء عن طريق إصدار أسهم جديدة أو إصدار سندات، أو الاعتماد على المصادر الداخلية أي الأرباح التي حققتها وذلك بحجز كل الأرباح أو جزئ منها واستعمالها في عملية التمويل.

وعليه تجد المؤسسة نفسها أمام أحد الخيارين، إما أن تقوم بتوزيع الأرباح الآن على المساهمين أو حجز هذه الأرباح أو جزء منها لإعادة استثمارها مما يؤدي إلى زيادة الأرباح مستقبلاً أي زيادة في التوزيعات المستقبلية، ومن ثم فإن قرار توزيع أرباح الأسهم يعتبر من بين القرارات المهمة المتخذة من طرف الجمعية العامة للمؤسسة، وتتجلى أهمية هذا القرار في الجانب الاستثماري وكذا شهرة المؤسسة وتطلعاتها المستقبلية بالإضافة إلى رضا المساهمين.

كل هذه الأمور تجعل من سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسات الاقتصادية، إلا أن على المؤسسة أن تفاضل عند اختيارها لتوزيع الأرباح، بين عدد من العوامل التي تؤثر على أداء المؤسسة وبين رضا المساهمين.

من بين هذه العوامل ما يعرف بالمخاطر المالية، والتي من الممكن أن يكون لها دور كبير في عملية رسم وتحديد سياسات توزيع أرباح الأسهم على المساهمين.

لذا فإن أهمية البحث تتمثل في الكشف عن هذا الدور الذي تؤديه المخاطر المالية وذلك أثناء رسم سياسة توزيع أرباحها، خاصة في المؤسسات الجزائرية، وقبل الوصول إلى معرفة هذا الدور يجب قبل ذلك معرفة سياسة توزيع أرباح الأسهم، وكذا المخاطر المالية و طرق حساب هذه المخاطر وأهم العناصر المكونة لها.

2- أسباب اختيار الموضوع

هناك عوامل ذاتية تخص الباحث، وعوامل موضوعية تندرج في موضوع البحث.

- العوامل الذاتية

يعد اختصاص الباحث من بين العوامل الذاتية والتي أدت إلى اختيار موضوع البحث، بالإضافة إلى الرغبة في معرفة العلاقة التي يتطرق إليها البحث، من أجل ضبطها والتحكم فيها.

- العوامل الموضوعية

تعد البيئة الاقتصادية في الجزائر بشكل عام، والمؤسسات الاقتصادية بشكل خاص من أهم العوامل الموضوعية التي أدت إلى اختيار موضوع البحث، وذلك من أجل البحث في سياسة توزيع الأرباح والعلاقة التي تربطها بالمخاطر المالية، بالإضافة إلى هذه الأسباب، فإن ندرة البحوث العلمية التي تناولت تأثير المخاطر المالية على سياسة توزيع الأرباح، يجعل من هذا الموضوع ذا شأن.

3- أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث في ما يلي:

- تحديد مفهوم سياسة توزيع أرباح الأسهم، وإبراز مكانتها في المؤسسات الاقتصادية.
- تحديد مفهوم المخاطر المالية وأهم العناصر المرتبطة بها.
- معرفة مختلف مصادر ومسببات المخاطر المالية.
- الوصول إلى دور المخاطر المالية في عملية رسم سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية.

4- الدراسات السابقة

توجد عدة دراسات ذات صلة بموضوع البحث حيث تناولت العوامل المؤثرة على سياسة توزيع أرباح الأسهم بشكل عام، من بينها:

الدراسة التجريبية التي قام بها كل من فاما وفرانس Fama and franch (1992) تحت عنوان:

المقطع العرضي لعوائد الأسهم المتوقعة.

ركزت الدراسة على بيان أكثر المتغيرات تفسيراً للعائد هما الحجم والقيمة السوقية إلى الدفترية، كما ركزت أيضاً على جمع المتغيرات من خلال المقاطع العرضية لمعدل عوائد الأسهم من بيتا السوقية، خلال الفترة 1963_1990 لعوائد أسهم شركات أمريكية.

الدراسة التجريبية التي قام بها دانيال Daniel (1999) تحت عنوان:

تفسير المقطع العرضي لعوائد الأسهم اليابانية.

ركزت الدراسة على ما إذا كان لعلاوة العائد ارتباطاً بالخصائص الناشئة عن معاملات التباين الملازمة للعوامل السعرية، وقد شملت الدراسة عوائد الأسهم اليابانية للفترة 1975 - 1997 وتوصلت إلى أهم العوامل التي ترتبط بها عوائد الأسهم اليابانية.

الدراسة التجريبية التي قام بها كل من بريش عبد القادر، بدروني عيسى (2013)

تحت عنوان:

محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

تمثلت هذه الدراسة في معرفة أهم محددات التي تؤثر لى سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية وذلك من خلال عينة تتكون من 266 مؤسسة خاصة جزائرية.

- الدراسة التجريبية التي قام بها هاشم حسن الحسين (2008) تحت عنوان:

العوامل المؤثر على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة.

هدفت الدراسة إلى معرفة أهم العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع أرباح في شركات المساهمة، وذلك من خلال عينة تتكون من 15 شركة عراقية من بين الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية.

5- إشكالية البحث

على ضوء ما سبق تتبلور إشكالية البحث حول السؤال الجوهرى الموالى:
ما هو دور المخاطر المالية في سياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسات بصفة عامة وفي المؤسسات الجزائرية بصفة خاصة؟

ولإجابة عن هذه الإشكالية فإنه يمكن تقسيمها إلى الأسئلة الفرعية الموالية :

- ما المقصود بسياسة توزيع الأرباح ؟
- ما المقصود بالمخاطر المالية؟
- ما هي العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح؟
- كيف تؤثر المخاطر المالية على سياسة توزيع الأرباح للأسهم؟

6-فرضيات البحث

- يمكن صياغة بعض الفرضيات، والتي يمكن أن تشكل تصورات أولية ، يمكن تأكيد صحتها أو تفنيدها في نهاية هذا البحث وتتمثل هذه الفرضيات في ما يلي:
- لا يمكن تقديم مفهوم موحد لسياسة توزيع أرباح الأسهم، وكذا المخاطر المالية لصعوبة ضبط مفهوم شامل لهما.
 - تتأثر سياسة توزيع أرباح الأسهم بعدد من العوامل منها ما يؤثر بطريقة إيجابية ومنها ما يؤثر بطريقة سلبية.
 - للمخاطر المالية دور كبير في رسم سياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسات الجزائرية.

7-المناهج المتبعة

يستلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي للمعطيات من أجل إيجاد وتحليل الدور المباشر وغير المباشر للمخاطر المالية، وذلك من خلال عينة لمؤسسات الجزائرية.

8- خطة البحث

من أجل الوصول إلى الأهداف المرجوة من هذا البحث، سيتم تقسيمه إلى ثلاث فصول، يتناول الفصل الأول مفاهيم عامة حول سياسة توزيع أرباح الأسهم من خلال التطرق إلى أهم المفاهيم المتعلقة بهذه السياسة وكذا أهم أساسياتها و أهم العوامل المؤثرة فيها بالإضافة إلى أهم محددات توزيع أرباح الأسهم، وكذا التطرق إلى عنصر المخاطر المالية.

أما الفصل الثاني فسيتم التطرق فيه إلى أهم النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع أرباح الأسهم.

أما الفصل الأخير، فهو عبارة عن دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الجزائرية، وسيتم في هذا الفصل إيجاد العلاقة القائمة بين توزيع أرباح الأسهم والمخاطر المالية، أي معرفة الدور الذي تلعبه المخاطر المالية في رسم هذه السياسة.

الفصل الأول:
الإطار النظري لسياسة توزيع
الأرباح.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والمخاطر المالية

مقدمة الفصل:

سيتم في هذا الفصل تسليط الضوء على سياسة توزيع أرباح الأسهم، وذلك من خلال التعرض إلى ثلاث مباحث، بحيث سيتم تقديم في المبحث الأول سياسة توزيع أرباح الأسهم ويتضمن أهم المفاهيم المتعلقة بهذه السياسة وكذا أهم أساسياتها وأخيرا أهم العوامل المؤثرة فيها.

أما المبحث الثاني فسيتم تقديم أهم محددات توزيع أرباح الأسهم، بالإضافة إلى التطرق إلى عنصر المخاطر المالية ضمن المبحث الثالث والأخير.

المبحث الأول: مدخل إلى سياسة توزيع أرباح الأسهم

في هذا المبحث سيتم تقديم بعض المفاهيم الأساسية والمتعلقة بسياسة توزيع أرباح الأسهم، وكذا العناصر المرتبطة بهذه السياسة:

المطلب الأول: مفاهيم حول سياسة توزيع أرباح الأسهم

هناك عدة من مفاهيم ترتبط بسياسة توزيعات أرباح الأسهم.

1 - مفاهيم متعلقة بسياسة توزيع أرباح الأسهم

يمكن تقديم أهم المفاهيم المتعلقة بسياسة توزيع أرباح الأسهم، وذلك قبل التطرق إلى هذه السياسة.

1 - 1 شركات المساهمة

شركة المساهمة هي المؤسسة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم، وتتكون من شركاء لا يتحملون لخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن ان يقل عدد الشركاء عن 7 أشخاص.¹ إذن شركة المساهمة هي شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة لتداول ولا يكون لشريك فيها مسؤولية عن ديونها إلا بمقدار حصته في رأس مال المؤسسة.

1 . 2 السهم

السهم لغة يعني النصيب المحكم والحظ، وسمي كذا نصيبا سهما، وتجمع على الأسهم وسهام واستهموا، أي اقترعوا وتساهموا أي تقارعوا، أما اصطلاحا فهو صك يمثل نصيبا او حصة شائعة من رأس مال المؤسسة، قابل لتداول ويعطي مالكة حقوقا خاصة.²

¹ -فتحي مزوار، حماية المساهم في شركة المساهمة دراسة في القانون المقارن، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون الخاص، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2011، ص18.

² - مزوار فتحي، مرجع سابق، ص18.

1 . 3 المساهمون أو حملت الأسهم

المساهم ليس شريكا فقط بماله، بل هو أكثر من ذلك إذ هو عضو يمارس دوره داخل المؤسسة التي يحمل أو يملك أسهم من أسهمها ويتيح له ذلك عدد من الحقوق كحقه في التصويت وغيرها.

يتمتع ملاك أو حملة الأسهم بالحقوق الموالية:

- الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها.
- الحق في حضور اجتماع مجلس الإدارة.
- الحق في التصويت.
- الحق في نقل ملكية السهم.
- حق الاشتراك في فائض التصفية.
- الحق في الاطلاع على دفتر المؤسسة.
- الحق في الأولوية في عملية الاكتتاب.
- بالإضافة إلى حقوق أخرى قد تمنحها القوانين التأسيسية للمؤسسات.

1 . 4 مجلس إدارة المؤسسة

عبارة عن حملة الأسهم المنتخبون، يمارسون فيه حق التصويت، ويمكن أن يضم كذلك المسيرين ومالكو المؤسسة.

1 . 5 المسير

هو شخص يختار نظرا لمهاراته وقدراته من أجل تسيير المؤسسة، كي لا تتعارض أهداف أصحاب الأسهم مع أهداف المؤسسة، في الغالب لا يكون للمسير أسهما مملوكة داخل المؤسسة وإنما يكون يعمل بأجر يتناسب مع وظيفته داخل المؤسسة.

1 - 6 الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا لتمويل احتياجات المؤسسة، خاصة الاحتياجات طويلة الأجل، وتمثل الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به لغرض إعادة استثماره.¹

2 - مفهوم سياسة توزيع أرباح الأسهم

يمكن تعريف توزيع أرباح الأسهم على أنها معدل التدفق النقدي وغير النقدي الذي يتلقاه المساهمين كمردود على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملون أسهمها.² كما يمكن تعريفها على أن التوزيعات هي تلك التدفقات النقدية المقرر توزيعها على حملت الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة المحققة وسيولتها.³

وتعرف أيضا التوزيعات بأنها عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توفر النية لتوزيع قيم مماثلة من أصول المؤسسة على حملت الأسهم، أو من لهم الحق في هذه التوزيعات.

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وبذلك يعد هذا القرار بشأن توزيع الأرباح بالموثر على القدرة التمويلية لمؤسسة ذو التكلفة القليلة مقارنة بالتكاليف التي قد تواجهها المؤسسة باستعمالها الطرق التمويلية الأخرى علاوة على إمكانية تأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة. بناء على التعريفات السابقة فإنه يمكن وضع تعريف موحد يشمل جميع التعريفات على الشكل الموالي:

¹ - حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا لتجارة، 2009.2010، ص 17.

² - محمد براق و حمزة غربي، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 195.

³ - فتحي مزوار، مرجع سابق ص 19.

سياسة توزيع أرباح الأسهم هي عبارة عن نهج أو طريقة تتبعها المؤسسة أثناء عملية منح أو توزيع الأرباح على المساهمين، وهذه الأرباح يمكن أن تكون أرباحاً كلية أو جزئية فقط، بالإضافة إلى أنه تجدر الإشارة إلى أن هذه الأرباح لا تقتصر على النتيجة المحققة في السنة الحالية، إذ أنه يمكن لمجلس الإدارة صرف أو توزيع أرباح محتجزة خاصة بسنوات سابقة.

من هذه التعاريف تلتزم الخصائص الموالية:

- سياسة توزيع الأرباح هي الطريقة المتبعة من طرف مجلس إدارة المؤسسة.
 - التوزيعات المقررة تحدد من طرف مجلس إدارة المؤسسة وكذا بعملية التصويت.
 - لا تقتصر التوزيعات على الأرباح للسنة المالية الحالية بل يمكن أن تكون خاصة بسنوات سابقة.
 - الجزء الغير موزع من الأرباح يسمى بالأرباح المحتجزة، وهي عبارة عن جزء من الأرباح أو كل الأرباح التي لا ترغب المؤسسة في توزيعها نظراً لأسباب معينة.
- 3 تعظيم ثروة حملة الأسهم (الملاك):**

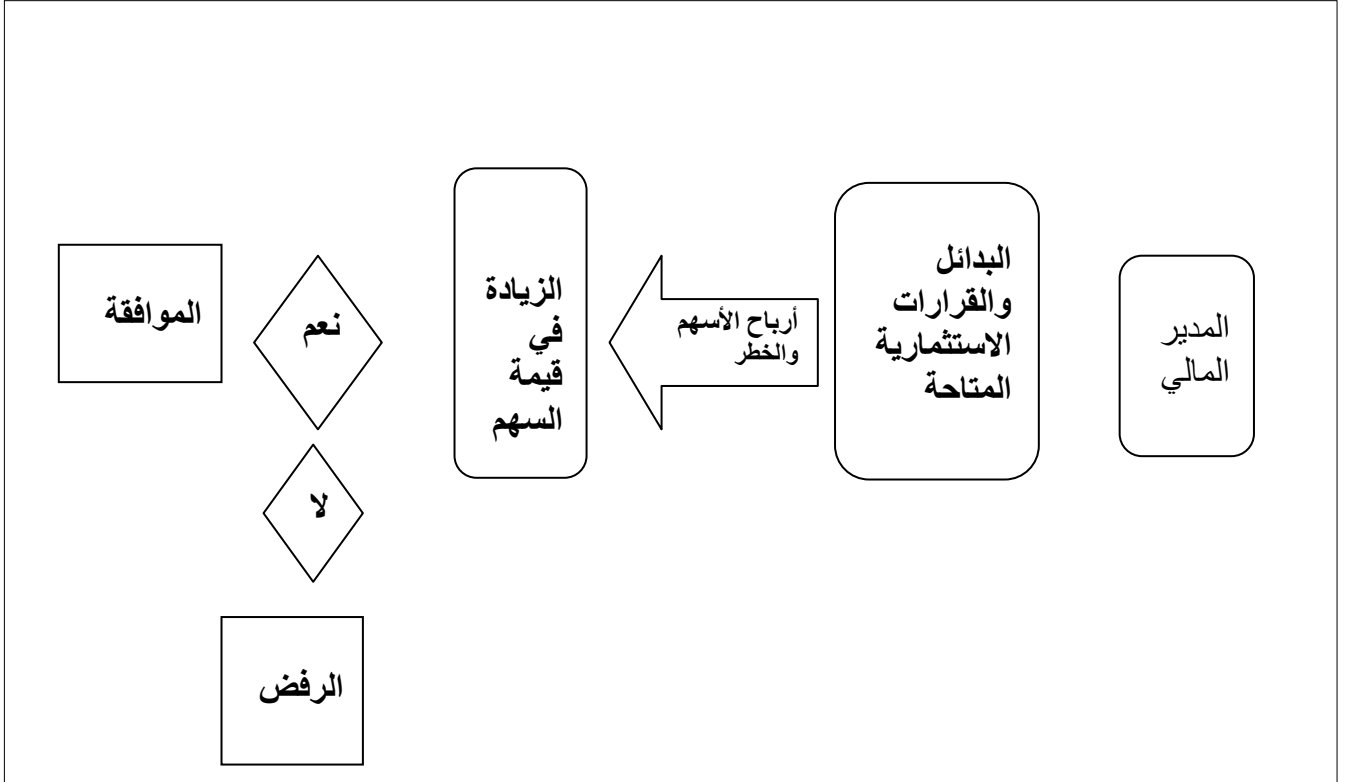
تقاس ثروة حملة الأسهم بالقيمة السوقية للسهم والتي بدورها تتوقف على توقيت التدفقات النقدية (توقيت تحقيق الأرباح) وقوتها، وكذا المخاطر المالية المرتبطة بها.¹

عند تحليل البدائل المتاحة للمنظمة وإختيار البديل المناسب يكون ذلك مبنياً على تأثيرها على معدل أرباح الأسهم لسهم المنظمة، حيث يقبل فقط البديل الذي يتوقع أن يزيد من قيمة السهم، هذه العلاقة أو هذا الإرتباط يوضحه الشكل رقم (1.1)، والذي يقدم الخيارات البديلة ووظيفة المدير المالي في الإختيار بين البدائل المتاحة، ولاختيار البديل

¹- عبد العزيز محمد الخلافي، أساسيات الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة صنعاء، 2005، ص 21.

الذي يضمن الزيادة في قيمة الأسهم ، وبالتالي الزيادة في إرتفاع ثروة المساهمين، وهو ما يتناسب مع الأهداف المراد تحقيقها.

الشكل رقم (1 - 1): البدائل المتاحة وتعظيم ثروة المساهم



المصدر: عبد العزيز محمد الخلافي، أساسيات الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة صنعاء، 2005، ص 2121.

يقدم الشكل رقم (1.1) وظيفة المدير المالي والهدف الذي وجد من أجله، وهو عبارة عن الإختيار بين البدائل المتوفرة بما يتناسب مع الرفع في قيمة الأسهم وبالتالي الزيادة أو تعظيم ثروة حاملي الأسهم.

بعد معرفة أسباب ودوافع توزيع أرباح الأسهم، والتي تعتبر من حقوق حملة الأسهم إلا أن هناك بعض المبررات لإبقاء هذه الأرباح وعدم توزيعها كلياً، أي الإحتفاظ بها أو بجزء منها، هذه المبررات إما أن تكون خاصة بالمؤسسة وأهدافها المستقبلية أو خاصة بحملة الأسهم في حد ذاتهم.

4 . مبررات استبقاء الأرباح وعدم توزيعها

تتعدد المبررات التي تستوجب على مجلس الإدارة إبقاء الأرباح وعدم توزيعها، هذه المبررات نذكر منها ما يلي:

- توفير السيولة حيث أن إحتجاز الأرباح ليس له مقابل نقدي، إلا أن توزيع الأرباح يقلل النقدية، لذا ترغب المؤسسات التي تتعرض لتقلبات نقدية دورية كبيرة في حجز الأرباح.

- عدم مخالفة القوانين حيث تمنع أغلب المؤسسات توزيع الأرباح في حالة العسر المالي، أي زيادة الخصوم عن الأصول وذلك من أجل الإستمرار.

- تدهور السلامة المالية التي تؤدي إلى تجنب توزيع الأرباح، حتى وإن كانت قانونية حفاظا على سلامة المؤسسة الأصلية.

- رفع المركز المالي والائتماني للمؤسسة، كلما توزعت الأرباح على عدد كبير من الملاك كلما كان من الأنسب تعزيز ورفع مكانة هذه الأسهم وذلك بتوزيع الأرباح بشكل منتظم، كما أن الإنتظام في توزيع الأرباح يسير عمليات التوزيع في المستقبل، لذا تعمل بعض المؤسسات على تكوين احتياطي كاف لتثبيت التوزيعات في المستقبل، وذلك بحجز أرباح أكبر في السنوات المربحة قصد إستخدامها للمحافظة على إنتظام التوزيعات في السنوات التي تكون غير مربحة بدرجة كافية.

- توفير الإحتياجات المالية حيث تبقى المؤسسات الحديثة على أكبر قدر ممكن من الأرباح المحجوزة، لأن خياراتها التمويلية محدودة، كذلك حاجتها إلى أن تنمو بسرعة تفرض عليها حجز الأرباح.

- متطلبات قانونية وتعاقدية قد تحجز لبعض المؤسسات الأرباح للوفاء بمتطلبات قانونية معينة، مثل ضمان رد السندات.

- الأثر الضريبي، إذا كانت الضريبة على الأرباح مرتفعة فسيفضل المستثمرون الحصول على أرباح رأس مالية لأن الضرائب عليها أخف.
- الإحتياطي القانوني الإجباري، حيث يفرض على المؤسسات إحتجاز أو إقتطاع جزء من الأرباح سنويا وإضافته إلى حساب الإحتياطي القانوني حتى يكافئ رأس المال.

المطلب الثاني: أساسيات توزيع الأرباح

بعد التطرق إلى مفهوم سياسة توزيع أرباح الأسهم وكذا المفاهيم المتعلقة بها، سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم الأساسيات المتعلقة بهذه السياسة، أي إلى أهم النقاط المرتبطة بها والتي تعتمد بالأساس عليها.¹

تعد توزيعات الأرباح النقطة الأساسية التي يركز عليها المساهمون وكذا المستثمرون في الأسهم، وذلك من أجل عملية تحديد سعر السهم، ولذلك فإن هناك بعض النقاط التي يجب التركيز عليها من طرف حملت الأسهم ومجلس إدارة المؤسسة وأهمها:

1. إجراء توزيع الأرباح النقدية

بمعنى متى وبأي المبالغ سيتم دفع التوزيعات النقدية، ومثل هذا القرار يتخذ من طرف مجلس إدارة المؤسسة في اجتماعاتهم، ويعتبر كل من الأداء المالي للمؤسسة وتوزيع الأرباح النقدية ومستقبل المؤسسة من العوامل الرئيسية التي تؤثر على قرار مجلس إدارة المؤسسة.

¹- زواود لزهاري، دراسة تأثير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بسكرة، الموسم الجامعي 2012، ص 12-13.

2 . مبلغ توزيعات الأرباح

يعد قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيع الأرباح قرار مهم جدا وهو يعتمد على سياسة التوزيع المتبعة، فمعظم المؤسسات تتبع سياسة معينة وذلك فيما يتعلق بكمية التوزيعات المقررة، كما يمكن لأصحاب المؤسسة وعن طريق مجلس إدارة المؤسسة تغيير مثل هذه السياسات وذلك اعتمادا على الأرباح المحققة، أي التغيير في الأرباح وكذا أهداف المؤسسة المستقبلية.

3 . تواريخ توزيعات الأرباح

إذا قام مجلس إدارة المؤسسة بالإعلان عن توزيعات الأرباح فإنه غالبا ما يصدر إعلانا يتضمن فيه قرار توزيع الأرباح والموعد النهائي للتوزيع، وكذا أسماء المساهمين المسجلين في القوائم أو السجلات الخاصة بالمؤسسة والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات، وعادة ما يتم نشر مثل هذا الإعلان في الصحف اليومية والجرائد التي تعنى بالقضايا المالية.

وهو اليوم الفعلي الذي تقوم فيه المؤسسة بتوزيع الأرباح المقررة على حاملي الأسهم، ويحدد هذا التاريخ في إجتماع لمجلس إدارة المؤسسة.

4 . فرصة لإعادة استثمار التوزيعات

تقوم العديد من المؤسسات بتقديم فرص لإعادة الاستثمار، أي تقديم مشاريع إستثمارية لمساهميها وذلك من أجل إعادة استثمار توزيعاتهم التي تحصلوا، عليها وميزة هذه الإستثمارات بالنسبة لحاملي الأسهم أنها تقوم دون معاملات مالية، أي أن تكاليف المعاملات معدومة وعليه فهي فرصة جيدة لتحقيق أرباح إضافية.

المطلب الثالث: أشكال سياسة توزيع أرباح الأسهم

يتم توزيع الأرباح من رصيد الأرباح المحتجزة أو الربح المحقق خلال الفترة، وتأخذ هذه التوزيعات أشكالاً مختلفة، وتقوم المؤسسات بالمفاضلة بين هذه الأشكال تبعاً لظروف المؤسسة والأهداف المرجو تحقيقها من إتباع هذه الأشكال.¹

1. توزيع الأرباح النقدي

تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح الأسهم على شكل نقدي سواء على شكل نقد أو من خلال إعادة شراء الأسهم.

1.1. توزيع أرباح السهم النقدي

تقوم المؤسسات بتوزيع الأرباح على المساهمين على شكل نقد في الغالب، وينشأ حق المساهم في أرباح المؤسسة بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين (الجمعية العامة) بتوزيعها في يوم الإعلان عن التوزيع، ويكون الحق في إستيفاء الربح إتجاه المؤسسة لمالك السهم المسجل في سجلاتها في تاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه الأرباح.

يعتبر هذا النوع من التوزيعات الأكثر تفضيلاً من قبل المساهمين، كما تجيز قوانين المؤسسات في بعض الدول توزيع أرباح الأسهم على شكل نقدي مرة واحدة سنوياً أو كل نصف سنة أو ربع سنة بانتظام أو بشكل غير منتظم، حيث تعتمد هذه التوزيعات على وجود أرباح وتوفر النقدية اللازمة لدى المؤسسة، وضرورة وجود خطط وسياسات خاصة بالإدارة للتصرف في النقد أو التأثير في سعر السهم.²

يمكن التمييز بين شكلين متبعين في سياسة التوزيعات النقدية، وهما التوزيع باستخدام معدل نقدي ثابت أو التوزيع باستخدام نسبة مئوية ثابتة.

1.1.1. أشكال سياسة التوزيعات النقدية

¹. محمد براق حمزة غربي، مرجع سابق، ص 195.

². محمد براق حمزة غربي، مرجع سابق، ص 196.

توجد عدة أشكال من سياسات التوزيعات النقدية والمتاحة أمام مجلس إدارة المؤسسة، لذلك سوف نتعرض إلى هذه السياسات وأثرها على معدل التوزيعات.¹

1.1.2 سياسة معدل التوزيعات الثابت

تقوم هذه السياسة بإعتماد إما التوزيع باستخدام معدل ثابت أي نسبة محددة من الأرباح، أو باستخدام معدل نقدي ثابت و يوضح الجدول رقم(1.1) مقارنة بين تطبيق سياستي التوزيع بمعدل مؤوي ثابت وسياسة التوزيع بمبلغ نقدي ثابت.

جدول رقم(1.1): يوضح مقارنة بين التوزيع بمعدل مؤوي ثابت وبمعدل نقدي ثابت

سياسة التوزيع وفقاً لمعدل نقدي			سياسة التوزيع وفقاً لمعدل ثابت				
التوزيعات	معدل	توزيعات	ربحية	معدل التوزيعات للسهم	توزيعات السهم	ربحية	السنة
	للسهم	السهم	السهم			السهم	
	0.5	1	2	0.5	1	2	1996
	0.455	1	2.2	0.5	1.1	2.2	1997
	0.5	1.2	2.4	0.5	1.2	2.4	1998
	0.48	1.2	2.5	0.5	1,35	2.5	1999
	0.632	1.2	1.9	0.5	1.45	2.9	2000
	0.545	1.2	2.2	0.5	1.1	2.2	2001
	0.52	1.3	2.5	0.5	1.25	2.5	2002
	0.5	1.3	2.6	0.5	1.3	2.6	2003
	0.464	1.3	2.7	0.5	1.4	2.8	2004
	0.5	1.5	3	0.5	1.5	3	2005

المصدر: عبد الغفارحنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 212.

يوضح جدول رقم(1.1) شكلين للتوزيعات النقدية، وهما التوزيع باستخدام معدل نقدي

ثابت و التوزيع باستخدام نسبة مؤوية ثابتة.

1.2.1.1 سياسة التوزيع بمعدل مؤوي ثابت

يتضح من القسم الأول من الجدول رقم(1.1)، أن المؤسسة التي تتبع سياسة

التوزيعات بمعدل مؤوي ثابت 0.5 من الربح، حيث تحتجز المؤسسة ما نسبته 0.5 من

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 216-217.

الربح لأغراض الإستثمار بغض النظر عن حجم الأموال المطلوبة لغرض الإنفاق الرأس مالي.

كما يلاحظ عندما تنخفض الأرباح فإن التوزيعات النقدية تنخفض وهذا يعني أن درجة التقلب في ربحية السهم تساوي درجة التقلب في التوزيعات.

2.1.1 سياسة التوزيعات بمبلغ ثابت

يلاحظ في القسم الثاني من الجدول السابق رقم (1.1)، أن المؤسسة التي تتبع سياسة التوزيعات في شكل مبلغ نقدي ثابت عن كل سهم على مدار السنوات، فهي تحاول أن تصل نسبة التوزيعات إلى 0,5 تقريبا، وطالما أن المؤسسة ترغب في تجنب إنخفاض التوزيعات عندما تنخفض الأرباح أو عندما تكون الفرص الإستثمارية كبيرة، فهي لا تقوم برفع التوزيعات إلا إذا إقتنع مجلس الإدارة بأن متوسط الأرباح إزداد إلى مستوى أعلى بصفة دائمة وبصفة عامة، تختلف معدلات الدفع أو التوزيعات من مؤسسة لأخرى ومن صناعة إلى أخرى.

3.1.1 التوزيعات الإضافية (extra dividende)

تستخدم بعض المؤسسات خليط من التوزيعات أي في شكل منتظم مع توزيعات نقدية إضافية، فمثلا قد يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات منتظمة على أساس ربح سنوي لكل سهم بواقع 50 ون، ويتم المحافظة على هذا المستوى بصرف النظر عن الظروف وعند نهاية السنة، إذ لوحظ أن مستوى الأرباح مرضي فإن مجلس الإدارة يقرر إجراء توزيعات إضافية بالإضافة إلى التوزيعات المنتظمة، وبذلك نجد أن التوزيعات الإضافية تتوقف على أرباح المؤسسة واحتياجاتها من الأموال.

1.2 توزيعات الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم

يعتبر قرار إعادة شراء السهم من أهم قرارات السياسة المالية في المؤسسة.¹

¹ - محمد براق حمزة غربي، مرجع سابق ص، 196. 202.

1. 2. 1 مفهوم إعادة شراء الأسهم

يقصد بإعادة شراء السهم (stock repurchases) قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ويمكن النظر إلى هذه العملية وكأن المؤسسة تستثمر في نفسها، حيث تقوم المؤسسة باستخدام السيولة المتوفرة لشراء أسهمها، والمؤسسة هنا كأنها تعطي إنطبعا بأنها تجد فرصة استثمارية أفضل وذلك عند الإستثمار في أسهمها، وإعادة شراء المؤسسة لأسهمها يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المكتتب بها.

1. 2. 2 أسباب إعادة شراء الأسهم في المؤسسة

- هناك عدة أسباب تدفع المؤسسة إلى إعادة شراء أسهمها تتمثل في ما يلي:
- وجود فائض في السيولة ترغب المؤسسة في إستثماره بدلا من توزيعه على المساهمين.
 - رغبة المؤسسة في تغيير الهيكل المالي لها، وذلك من خلال إصدار سندات للحصول على الأموال والتي يتم إستخدامها في إعادة شراء الأسهم.
 - الرغبة في تحسين ربحية السهم، حيث تؤدي إعادة شراء السهم إلى تخفيض عدد الأسهم ، وبالتالي زيادة نصيب السهم من الربح.
 - الرغبة في رفع الطلب على السهم الخاص بالمؤسسة وذلك بهدف رفع سعره.
 - الرغبة في التخلص من صغار المستثمرين بسبب ارتفاع المصاريف الإدارية التي تتحملها المؤسسة في حالة وجود عدد كبير منهم.
 - إمكانية إستخدام الأسهم المشتراة في عمليات الاندماج حيث تقوم المؤسسة بإعادة شراء جزء من أسهمها بغرض إستخدامه في برنامج التوسع عن طريق الإندماج مع المؤسسات الأخرى.

1. 2. 3 . أساليب شراء المؤسسة لأسهمها

توجد عدة أساليب لشراء المؤسسة لأسهمها نذكر منها الطرق الموالية:

- تقوم المؤسسة بشراء الأسهم عن طريق عمليات السوق المفتوحة، وبهذه الطريقة قد تولد ضغوطا على سعر السهم خاصة إذا كان عدد الأسهم المراد شراءها كبير.
- تلجأ المؤسسة إلى تقديم العروض الخاصة بإعادة شراء الأسهم، حيث يحدد فيها عدد الأسهم المراد شراءها والسعر المحدد لذلك والذي يكون أعلى من سعر السهم السائد في السوق المالية، وذلك من أجل جذب البائعين، وفي حالة عدم تحقيق المؤسسة لهدف إعادة شراء الأسهم بأعداد كبيرة لإعطاء فرص متساوية لحملت الأسهم للإستفادة من العرض الذي تقدمه المؤسسة.
- قد تستخدم المؤسسة في بعض الأحيان أسلوب التفاوض عند إعادة شراء الأسهم بأعداد كبيرة من واحد أو أكثر من المساهمين الرئيسيين، وعند لجوء المؤسسة لهذا الأسلوب فإن عليها في هذه الحالة أيضا أن تعلم المساهمين بذلك، وأن السعر الذي يتم به إعادة شراء السهم يجب أن يكون عادلا يأخذ بعين الاعتبار مصلحة وفرص المساهمين.
- من خلال المناقصة، وذلك بأن تقوم المؤسسة بطرح مناقصة لمساهميها ببيع جزء أو جميع الأسهم التي يمتلكونها، وتحدد المؤسسة ضمن هذه المناقصة عدد الأسهم المطلوبة، ومعدل والسعر الذي ترغب في دفعه للسهم الواحد والإطار الزمني لتنفيذ عملية إعادة الشراء، وفي العادة يكون السعر الذي تطرحه المؤسسة أعلى من السعر السوقي لسهم و تقوم المؤسسة بشراء الأسهم عن طريق عمليات السوق المفتوحة، وبهذه الطريقة قد تولد ضغوطا على سعر السهم خاصة إذا كان عدد الأسهم المراد شراءها كبير.

1.2.4 . مميزات إعادة شراء السهم

- لعملية شراء الأسهم عدد من المميزات أهمها:
- ينتظر المساهمون إلى الإعلان عن إعادة شراء الأسهم على أنها إشارة إيجابية لأن إعادة شراء عادة ما يحفز إعتقاد الإدارة بأن قيمة المؤسسة السوقية منخفضة تقوم المؤسسة بشراء الأسهم عن طريق عمليات السوق المفتوحة، وبهذه الطريقة قد تولد ضغوطاً على سعر السهم خاصة إذا كان عدد الأسهم المراد شراءها كبير.
 - عندما تقوم المؤسسة بإعلان عن إعادة شراء الأسهم، فإن لحملت الأسهم الخيار بين بيع أو عدم البيع، لذلك فالمساهمون الذين هم في حاجة إلى السيولة بإمكانهم بيع حصصهم أو جزء منها للحصول على السيولة الكافية.
 - من جهة أخرى، فحوص الأرباح تكون صعبة الإرضاء، لأنه في المدى القصير تكون إدارة المؤسسة مترددة في زيادة حوص الأرباح إذا لم تكن هذه الزيادة مستمرة في المستقبل، كما لا تفضل الإدارة تقليل الحوص بسبب الإشارة السلبية التي تنشأ نتيجة الإنخفاض، فإذا كان التدفق النقدي الزائد مؤقتاً فإن المؤسسة يمكنها أن تفضل إعادة شراء الأسهم بدلاً من توزيعه على شكل أرباح السهم التي يمكن الحفاظ عليها.
 - يمكن أن تستخدم المؤسسة سياسة الباقي في تحديد مستوى التوزيعات المستهدفة، وتقسّم بعد ذلك التوزيع إلى حوص الأرباح وإعادة شراء الأسهم، ويكون بذلك للمؤسسة مرونة كبيرة في تعديل مستوى التوزيعات عما لو كانت كل التوزيعات في شكل أرباح السهم، لأن إعادة شراء الأسهم يمكن أن تتغير من سنة إلى أخرى.
 - كما يمكن أن تستخدم إعادة شراء الأسهم في تغيير الهيكل المالية.

1.2.5 . عيوب إعادة شراء الأسهم

تأخذ عيوب إعادة شراء الأسهم الأشكال الموالية:

- قد لا يكون حملت الأسهم محايدتين بين حصص الأرباح والمكاسب الرأسمالية، ويمكن أن يستفيد سعر السهم أكثر من حصص الأرباح النقدية عما ستفيدة من إعادة الشراء، وبصفة عامة تكون حصص الأرباح النقدية معتمدة، أما إعادة الشراء فليست كذلك.
- يمكن ألا يكون حملة الأسهم البائعين ملمين إماما كاملا بكل تضمينات إعادة الشراء، أو يمكن ألا يكون لديهم معلومات كافية عن أنشطة المؤسسة الحالية أو المستقبلية، إلا أن المؤسسات تعلن بصفة عامة عن برنامج إعادة الشراء قبل الإقدام عليها لتجنب القضايا المحتمل رفعها من قبل حملة الأسهم.
- يمكن أن تدفع المؤسسة الكثير لسهم المعاد شراءه مما يضر بحملة الأسهم الباقين، فإذا سعت المؤسسة للحصول على كمية كبيرة نسبيا من أسهمها، فيمكن عند ذلك أن تعرض سعرا أعلى من السعر التوازني، ويقل السعر بعد أن تتوقف المؤسسة عن عملية إعادة شراء أسهمها.

2 . التوزيع الغير نقدي

في مقابل التوزيع النقدي لأرباح السهم، فإنه توجد عدة طرق للتوزيع الغير النقدي لأرباح السهم تتمثل أهمها في توزيع الأرباح العينية وتجزئة الأسهم.

2.1 . توزيع الأرباح العيني

في بعض الأحيان وعند عدم توفر السيولة النقدية لدي المؤسسة، يقترح مجلس الإدارة ومصادقة الهيئة العامة للمساهمين، توزيع الأرباح على شكل عيني كتوزيع منتج المؤسسة على المساهمين بدلا من الأرباح النقدية، أي أن المؤسسة توزع الأرباح من أصولها وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل البضائع أو العقارات أو الإستثمارات أو شكلا آخر يحدده مجلس الإدارة.

2. 2. تجزئة السهم

تحدث تجزئة السهم (stock split) عندما تقرر إدارة المؤسسة إعطاء أسهم جديدة لأصحاب الأسهم القائمة في المؤسسة، عادة ما يتم التعبير عن تجزئة السهم بنسبة مثل النصف حيث أن صاحب كل سهم يتحصل على حصة إضافية، على سبيل المثال عند تقسيم السهم إلى الثلث فان حامل 100 سهم سوف يحصل على 200 سهم إضافية ليصبح المجموع 300 سهم بعد الانقسام، وإذا كان سعر السهم قبل التجزئة 90 ون فسيصبح 30ون.

تلجأ المؤسسات إلى هذه السياسة في حالة ما إذا أرادت أن تجعل السهم في متناول فئة أكبر من المستثمرين، حيث تلجأ المؤسسة إلى تجزئة السهم إلى النصف أو الثلث أو غير ذلك حسب أهداف المؤسسة، وهذه العملية تؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة مع تخفيض لقيمة الأسهم الحالية لها، وما يتبعها من إنخفاض القيمة السوقية لها وكذا ربح السهم، بالإضافة إلى ذلك فإن تخفيض سعر السهم يسمح للمستثمرين الصغار بإيجاد فرص استثمارية، مما يؤدي إلى تحفيز الطلب على هذه الأسهم فترتفع قيمتها السوقية.

أما المسكرون فيلجئون إلى هذه الآلية عندما يكون سعر السهم مرتفعا كثيرا في السوق بهدف جعل السهم في متناول عدد أكبر من المستثمرين، كما تلجأ المؤسسات التي تشهد أسهمها عوائد غير طبيعية إلى تجزئة الأسهم، وتعتبر عملية تجزئة السهم في الغالب كبديل إصدار جديدة من أجل تعزيز القابلية التسويقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق المالية، ويمكن أن تتم عملية تجزئة السهم بالصورة المرغوب فيها والتي تتماشى وأهداف المؤسسة، كما يمكن أن تقوم المؤسسة بإستبدال أسهم قديمة بأسهم جديدة والهدف من هذه العملية هو تخفيض عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية، مما يؤدي إلى إرتفاع السعر السوقي لها، تعتبر الدراسات التي قام بها كل من فاما - فيشر و جونسن و رول 1996

(fama ,fishier,jensen,and,roll) نواة الدراسة لتجزئة الأسهم، حيث أنهم لم يفصلوا بين أرباح السهم وتجزئة الأسهم في دراستهم، وفي دراسة لأزال لورزيال (ezzell 1975 and rubiales) لمجموعة من المؤسسات التي قامت بتجزئة الأسهم فإنه دائما ما تفضل القيام بتجزئة لأسهمها مرة أخرى.

2. 3 . توزيع الأرباح على شكل حصص أرباح السهم

تشبه حصص أرباح السهم (stock dividends) تجزئة الأسهم دون التأثير على الموقع الأساسي لحملة الأسهم الحاليين، على سبيل المثال إذا كانت حصص أرباح السهم 5 بالمائة فإن حامل 100 سهم سيحصل على خمس أسهم إضافية بدون تكلفة، عوض أن تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكلها النقدي فإنها تقوم بمنح أسهم إضافية لمساهمين، وتلجأ المؤسسة إلى هذه السياسة لأسباب الموائية:

- الرغبة في توسيع قاعدة ملكية المؤسسة، حيث أن معظم المساهمين سيقومون ببيع الأسهم الإضافية التي حصلوا عليها كعائد إلى مستثمرين جدد، مما يؤدي إلى توسيع قاعدة ملكية المؤسسة.
- تسمح هذه العملية بتحويل الإحتياط والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال مما يوفر إمكانية إحتجاز أرباح مستقبلية على شكل إحتياطي، حيث تزيد من فرص المؤسسة في النمو والتوسع.
- الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب عدد كبير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء الأسهم إلا عند انخفاض أسعارها إلى مستويات مناسبة، وينخفض سعر السهم نتيجة الزيادة في العرض.

- إمكانية زيادة أرباح الأسهم النقدي الذي يحصل عليه المستثمرون مستقبلا لأن عدد الأسهم التي يمتلكونها في زيادة وذلك لأن المؤسسة تقوم بتوزيع الأرباح في شكل أسهم.

المبحث الثاني: محددات توزيع أرباح الأسهم

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى أهم المحددات المتعلقة بسياسة توزيع أرباح الأسهم.

المطلب الأول: توزيع الأرباح كقرار تمويلي استثماري

كثيرا ما يطرح السؤال هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تعد قرار استثماريا أم قرار تمويليا، فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح الإقتصادية كقرار ليس بالأمر الهين، فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.¹

1 سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرار استثماريا إذا اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد تؤثر هذه القرارات على الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها إتخاذ قرار ضروري. إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، وإستخدام ذلك الجزء المتبقي من

¹. عبد القادر قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة للمؤسسات الإقتصادية، مذكرة ماستر، قسم علوم

مالية ومحاسبية، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، موسم 2012 / 2013

النقدية الناتجة عن تشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد إستقاء كافة متطلبات الإستثمار في المؤسسة.

2 سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الإعتماد على مصدر خارجي في توزيع الأرباح وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن إستخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذ الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني أن الإتجاه نحو إستخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات هيكل مالي مناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد لأقصى حد ممكن، إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الإستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{توزيعات الأرباح} = ((\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصادر التمويل الخارجية}) - \text{الأموال المطلوبة لاستثمار})$$

توضح هذه العلاقة أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال للعمليات الاستثمارية، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على أموال خارجية كإتجاه لتمويل عملية التوزيع.

المطلب الثاني: العوامل الداخلية للمؤسسة

تؤدي بعض العوامل الداخلية للمؤسسة دورا كبيرا فيما يخص عملية توزيع الأرباح للأسهم هذه العوامل تتمثل في:

1. الأرباح الكلية للمؤسسة

تعرف الأرباح الكلية للمؤسسة أو ما يعرف بالنتيجة المالية للمؤسسة بأنها عبارة عن الفرق بين إيرادات المؤسسة وتكاليفها.

وتكون العلاقة موجبة بين هذه المتغيرة ونسب توزيع السهم، يعني أن المسيرين يحددون نسب من أرباح السهم التي يمكن توزيعها بناء على كل من الأرباح الآتية أو الأرباح السابقة للمؤسسة، أما الجزء الباقي من هذه الأرباح والذي يعرف بالاحتياطي والذي يعتبر كضمان للمؤسسة خاصة الاحتياطي الغير قانونية، فله علاقة سالبة مع الأرباح الموزعة.¹

2. الشروط والإعتبارات التعاقدية

قد تتضمن الإتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من تصرف المؤسسة، حماية الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد ان يتم الوفاء بشروط الاتفاقية، حيث قد يشترط الدائنون ان لا يتم اجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد ان يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل وقيود على استثمارات وقد

¹ - عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية لدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم علوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص20.

يشترط حملة الأسهم الممتازة أن لا يتم دفع او اجراء اي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد ان يتم دفع التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.¹

3 . القيود الداخلية

المتطلبات المالية للمؤسسة مرتبطة بشكل مباشر بمعدل النمو المتوقع وكذلك بحجم الموجودات المطلوب شراؤها في المستقبل، وعند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية، يجب أن تحدد المؤسسة مدى قدرتها في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية، فمثلا المؤسسات الكبيرة ذات النمو السريع تستطيع الحصول على المبالغ اللازمة خارجيا بشكل سريع وميسر عكس المؤسسات الصغيرة التي يكون توزيع الأرباح فيها قليل مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.²

4 . توفير السيولة

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

5 . تكلفة المعاملات المالية

يتحمل المستثمر تكلفة عند قيامه بأي معاملة مالية، فلو تؤخذ هذه التكلفة في الاعتبار فإن المستثمر الذي بحاجة إلى التمويل لمواجهة نفقاته الجارية، يفضل التوزيعات على فائض القيمة لنفس المبلغ.

¹- لزاوري زواود، دراسة تأثير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بسكرة، الموسم الجامعي، 2012، ص 13

²- زواود لزاوري، مرجع سابق، 2012، ص 14، 15.

ومن ناحية أخرى قد يفضل المستثمر ترك أمواله مستثمرة، فإذا أجرت المؤسسة التوزيعات فقد يقوم المساهم باستثمارها بنفسه ويتحمل السمسرة المترتبة على هذه العملية المالية.

ولكن إذا فضلت المؤسسة احتجاز التوزيعات واستثمارها، فإن المساهم سوف يحصل على الدخل الإضافي أي فائض القيمة دون تحمل نفقات وتكاليف.

المطلب الثالث : العوامل الخارجية للمؤسسة

هناك بعض العوامل الخارجية المحددة لسياسة التوزيع منها:¹

1 . ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة

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

ومن الشائع أو المألوف أن المؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة والتي تتاح أمامها فرصاً استثمارية عالية تردد في استخدام الأرباح في تمويلها، رغم أنها لا تستطيع أن تجري توزيعات بصفة كلية وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي أو داخلي) بدلاً من توزيع الجزء الأكبر منها واللجوء لتمويل خارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات كون هذا التمويل يحملها تكلفة تسمى بتكلفة التعاملات المالية وهي المتعلقة بإصدار وبيع الأسهم أو السندات، ويمكن تجنب هذه التكلفة بالكامل إذا تم استخدام الأرباح في التمويل.

¹ - زواود لزهاري، مرجع سابق، 2012، ص 21.

ولهذا ينصح باستثمار لأرباح الحالية في أصول أكثر سيولة (الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي) وهذا يعني إمكانية الحصول على هذه الاموال وتوجيهها في الوقت المناسب إلى الاستثمارات او الفرص الاستثمارية المربحة.

2. القيود القانونية

بهدف حماية مجموعة المقرضين الذين أقرضوا المؤسسة ووفروا لها مصادر تمويلية، فإن المؤسسات التشريعية تقوم بوضع قيود على المؤسسة، بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة لتوزيع على حملة الأسهم مجموع أرباح السنة ولأرباح المحتجزة، لكن القانون يسمح بالمقابل أن تكون التوزيعات الأرباح أكبر من توزيعات السنة لوحدها.

أما إذا كانت على المؤسسة إلتزامات (مطلوبات مستحقة)، أو أنها تتعرض لمشاكل مالية قد تفوقها إلى الإفلاس، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه المؤسسات من توزيع الأرباح وبالمقابل تعيى بعض المؤسسات لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها أرباح نقدية، فإذا تبين للجهات القانونية والضريبية أن مؤسسة معينة تقوم بالتماطل في دفع الأرباح للمالكين لهذا الغرض، فإن المؤسسة تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.

3 . الاعتبارات السوقية

يضع المسئولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح وفقا لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قررتاهم بشراء بناء على معايير، منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح فهناك مؤسسات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من أرباح في حين ان هناك مؤسسات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى المؤسسة التي تعتمد على سياسة توزيع أرباح ثابتة اقل مخاطرة، ذلك ان التدفقات النقدية مستقبلية يمكن التنبؤ بها وبالتالي مخاطرتها متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل

الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم السهم وبالتالي زيادة قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين.

4 . التأثير على قيمة السهم واستقرار التداول على أسهم المؤسسة:

تستخدم المؤسسات عادة وسائل متعددة بهدف جذب المستثمرين، ومن هذه الوسائل توزيع الأرباح بهدف تحقيق المنافسة مع المؤسسات، مما يتطلب من المؤسسة ان تحدد مقدار أرباح الأسهم على أسهمها بمعدل قليل من معدل السهم بالمؤسسات الأخرى بالسوق وخاصة المماثلة والعاملة في نفس القطاع حتى تتمكن من المنافسة.

ان عملية توزيع الأرباح تؤدي إلى المحافظة على قيمة السهم بالسوق المالي.

فإذا فرض أن تكلفة رأس المال 10 بالمائة وعائد السهم 1 فإن قيمة السهم تصبح 10

ون.

وسياسة التوزيع هذه تحافظ على استقرار المستثمرين ووفائهم للمؤسسة وعدم البحث

عن بدائل اخرى.

5 . الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح

يمثل التساؤل الموالي هل يمكن للمؤسسة أن لا تجري أي توزيعات، نقدية وتحتجز الأرباح اتي تتحقق وتتيح للمستثمر إمكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية.

يمكن تحقيق هذه الغاية، بشرط إذا ما استخدمت هذه الاموال في شراء اصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الإحتجاز في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم،سندات،أذونات الخزينة)، فإذا تراكم لدي المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الاصول والمتجاوز للمستوى المقبول وعلى الرغم أن

هذا الاجراء غير مستحب تطبيقه، إلا أنه اداة فعالة للحيلولة دون لجوء المؤسسات لمثل هذه الاساليب لتجنب توزيع الأرباح.

6 الديون قصيرة الأجل

إعتبار هذا العنصر كمتغيرة مميزة بين المؤسسات التي توزع أرباح الأسهم وباقي المؤسسات، وذات التأثير الإيجابي يتوافق مع دراسة ل (Mookerjir 1992)، والذي أضاف عامل جديد إلى نموذج التعديل الجزئي وهو مدى توفر التمويل الخارجي بعد دراسة قام بها على عينة من مؤسسات هندية، اين توصل أن هذه المتغيرة (مدى توفر التمويل الخارجي) ذات دلالة احصائية قوية وها معامل موجب يعكس امكانية المؤسسة على الاقتراض، ومن ثم الميل إلى استعمال القروض لتغطية التوزيعات المطلوبة، من جهة اخرى فإن هذه النتيجة لا تتوافق مع عدة دراسات ونظريات تطرقت إلى اثر الديون على التوزيعات.¹

المبحث الثالث: المخاطر المالية

سيتم التطرق في هذا المبحث الى الخطر وأهم العناصر المرتبطة به، وكذا اهم المفاهيم والمسببات الخاصة به.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية عن المخاطر

ناقش الاقتصاديون وأصحاب نظريات القرار ومنظور التأمين ا طويلا مفهوم الخطر، وكذا مفهوم عدم التأكد، وحتى وقتنا الحاضر لم يستطيعوا الاتفاق على تعريف واحد يمكن استخدامه، اي أن التعريفات التي اطلقت على مفهوم الخطر تختلف باختلاف زوايا الرؤية لهذا المفهوم، سيتم في هذا المطلب تقديم أهم التعريفات المقدمة للخطر.

¹ - عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية مرجع سابق، ص

1 . تعريف الخطر

الخطر في اللغة بفتحتيْن هو الاشراف على الهلاك وخوف التلف، و يقال: هذا أمر خطر أي متردد بين أن يوجد أو لا يوجد، والخطر هو إرتفاع القدر والمال، والشرف والمنزلة، وجمعه أخطار، والخطير من كل شيء النبيل، ويطلق الخطر على السبق الذي تراهن عليه، والمخاطرة هي المراهنة، وتخطروا على الأمر تراهنوا عليه.¹

كلمة خطر هي مستوحاة من المصطلح ألاتيني (rescass أي risque)، والذي يدل على إرتفاع في التوازن وحدوث تغيير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع.² و الخطر اصطلاحا هو ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الربية وعدم التأكد المرفقين بإحتمال وقوع النفع أو الضرر حقيقي يكون هذا الأخير اما تدهور أو خسارة.³

وهو الحالة المعنوية التي تلازم الإنسان عند اتخاذه لقراراته اليومية سواء المتعلقة بشخصه أو بعائلته أو بعمله أو بغيره، فهو حسب تكوينه الجسماني والعقلي من ناحية، وبسبب وجود الظواهر الطبيعية الضارة من ناحية أخرى، لم تكن له المقدرة على معرفة ما سوف يحدث له ولممتلكاته ولأسرته ولأصدقائه وكل ما يحيط به سواء في المستقبل القريب أو البعيد، ويترتب على ذلك أنه عندما يتخذ قرار معيناً يكون غير متأكد من النتيجة النهائية لهذا القرار بما يولد لديه حالة معنوية معينة توصف بأنها الخطر الذي يلزم الإنسان.

كما يمكن تعريف الخطر في معناه المعنوي الدقيق كما يلي:

¹ نوال بعاكاز، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية منالمخاطر لمالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجيستار، تخصص دراسات مالية معمقة، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011، ص74.

² حمادة طارق عبد العال، إدارة المخاطر، الاسكندرية،الدار الجامعية،الطبعة الأولى، 2003، ص 20.

³ حمادة طارق عبد العال، مرجع سابق، ص 22.

- الخطر ظاهرة أو حالة معنوية تلازم الشخص عند اتخاذ القرارات أثناء حياته اليومية مما يترتب عليه حالة الشك أو الخوف أو عدم التأكد من نتائج تلك القرارات التي يتخذها هذا الشخص بالنسبة لموضوع معين.

- يترتب على التعريف السابق للخطر أن حياة الأشخاص تمتلئ بالأخطار منذ اليوم الذي يبدؤوا فيه اتخاذ قراراتهم، سواء بالنسبة لأنفسهم، أو لغيرهم من الأشخاص، أو الجماعات أو الهيئات، فإذا أضيف إلى ذلك أن ظاهرة اتخاذ القرارات تعتبر ضرورية بالنسبة لحياة الأفراد سواء بالنسبة لحياتهم الاجتماعية أو الاقتصادية لتبين جلياً أن وجود الخطر في حياة الأشخاص شيء ضروري وبتحتم على كل منهم أن يمارس حياته في ظلّه.¹

2- تعاريف أخرى للخطر

بالإضافة إلى ذلك توجد العديد من التعاريف الممكنة اضافتها والتي تختلف وفقاً للزاوية المنظور منها للخطر، إذ أن أصحاب كل اختصاص يطلقون معنى معين عن الخطر ليس بالضروري أن يكون مثل التعريفات الأخرى بل يتناسب مع التخصص الذي يعرفه، فمثلاً يقدم الإحصائي تعريفاً لا ينطبق بالضرورة مع تعريف الذي يقدمه صاحب الاقتصاد، أو صاحب التأمين.²

2-1- في المعنى الاقتصادي

تعرف كلمة المخاطرة بأنها خطر الخسارة، والتعرض للخطر يعني بالضرورة وجود بعض الظروف التي تحدث في اثرها خسارة للأموال وبعض الخسائر الافتراضية في المستقبل، حتى مفهوم الخطر يفترض معرفة قيمة الممتلكات الحالية فهو ينطوي على مفهوم التقييم، كما يعرف الخطر بأنه حالة التي تتضمن امكانية انحراف النتيجة المرجوة عما هو

¹. شريف محمد العمري، محمد محمد عطا، الخطر والتأمين، بدون ذكر دار النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2012، ص 50.

². نوال بعاكاز، مرجع سابق، ص 74.

متوقع أو مأمول، ويظهر مما سبق أن مفهوم المخاطر في المجال الاقتصادي سببه حالة عدم التأكد من الحصول على العوائد المتوقعة .

2 - 2- من المنظور التأميني

هو إحتمال التعرض لواقعة معينة مع توصيفها عقدياً (عقد تأمين) على أنها خر وجب التعويض عنه، أو هو حادث مستقبل محتمل الوقوع لا يتوقف على ارادة اي من الطرفين الذين تم بينهما العقد، كما يعرف الخطر على أنه الخسارة المحتملة في الدخل أو الثروة نتيجة وقوع خطر معين.

ينطوي هذا التعريف على المزايا التالية:

- يترتب على الخطر خسارة إحتمالية، وهذه الأخيرة تقدم معني أدق من أن الخطر هو إحتمال وقوع خسارة.
- هذه الخسارة مادية تصيب الثروة أو الدخل.
- الإطار العام للخسارة يكون نتيجة وقوع أخطار شخصية أو في الممتلكات أو أخطار المسؤولية المدنية قبل الغير.

هذا التعريف ينطوي على تجاوب في التطبيق على الأفراد والمؤسسات، وأيضاً على مؤسسات التأمين حيث تكون الخسارة بالنسبة لمؤسسة التأمين هو والانحراف الذي يحدث نتيجة لوجود تفاوت (غيرمناسب) بين القيم المتوقعة والقيم المحققة.

2- 3 - من المنظور المالي

هو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر، على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي، كما يعرف الخطر على أنه التعرض لعواقب عدم اليقين في سياق المشروع، فهو فرصة لأن يحدث شيء من شأنه ان يؤثر على الأهداف ويشمل امكانية الخسارة أو الربح، أو الانحراف عن النتيجة

المرجوة، أو المخطط لها نتيجة لعدم اليقين المرتبط بإتباع مسار عمل معين وبذلك، فالخطر يتضمن عنصرين وهما:

- إحتمال وقوع حدث ما.
- والمخاطر الناجمة عن حدوثه، أو هو إحتمال الفشل في تحقيق أرباح الأسهم المتوقع.

2 - 4- من المنظور القانوني

هو إحتمالية وقوع حدث مستقبلا، أو حلول أجل غير معين خارج إدارة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه أو يحدث ضرر منه.

2- 5- من المنظور الرقابي

من وجهة نظر الرقابة تعرف المخاطر بأنها تمثل الآثار غير المواتية الناشئة عن أحداث مستقبلية متوقعة أو غير متوقعة تؤثر على ربحية المصرف أو المؤسسة ورأسماله.

2- 6- من المنظور السياسي

هو جميع العوامل السياسية، و الاجتماعية التي تؤثر على بيئة الأعمال، ويترتب عليها خسائر أو انخفاض في ربحية المؤسسات.¹

مما سبق يمكن تقديم تعريف عام للمخاطر على أنها الخسارة الجزئية أو الكلية التي تتعرض لها المؤسسة نتيجة أحداث مستقبلية غير مواتية.

2. أركان الخطر:

في ظل التعريفات السابقة للخطر فإنه يمكن أن إستخلاص العناصر المميزة أو الأركان الأساسية للخطر التي تساعد في تحليل أركان مفهوم الخطر والتي يتشكل منها عنصر الخطر.

¹. عبد السلام أبو قحف، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الأولى 2010 ص 223.

1 - عدم التأكد (uncertainty)

وهو شعور أو احساس يتولد لدى الشخص نتيجة موقف معين يصاحب مرحلة اتخاذ قرار معين وتقديراته الشخصية للنتائج المتوقعة أو المحتملة، ولا بد من امكانية القياس الموضوعي لظاهرة عدم التأكد باستخدام نظرية الاحتمالات.

2- أن يكون نتيجة حادث مفاجئ (loss must be unintentional)

بمعنى أن يكون تحقق الخطر نتيجة حدث عرضي (غير ارادي)، بمعنى أنه لا يجب أن يكون متعمداً، من جانب المؤمن له، أو احد تابعيه.

3- الإحتمالية (probabilité)

بمعنى أن ينصب إحتمال تحقق الخطر على المستقبل، بحيث يكون محتمل الحدوث فلا يكون مؤكداً الحدوث ولا يكون مستحيل الحدوث، بمعنى أن إحتمالية الخطر تقع بين الصفر والواحد.

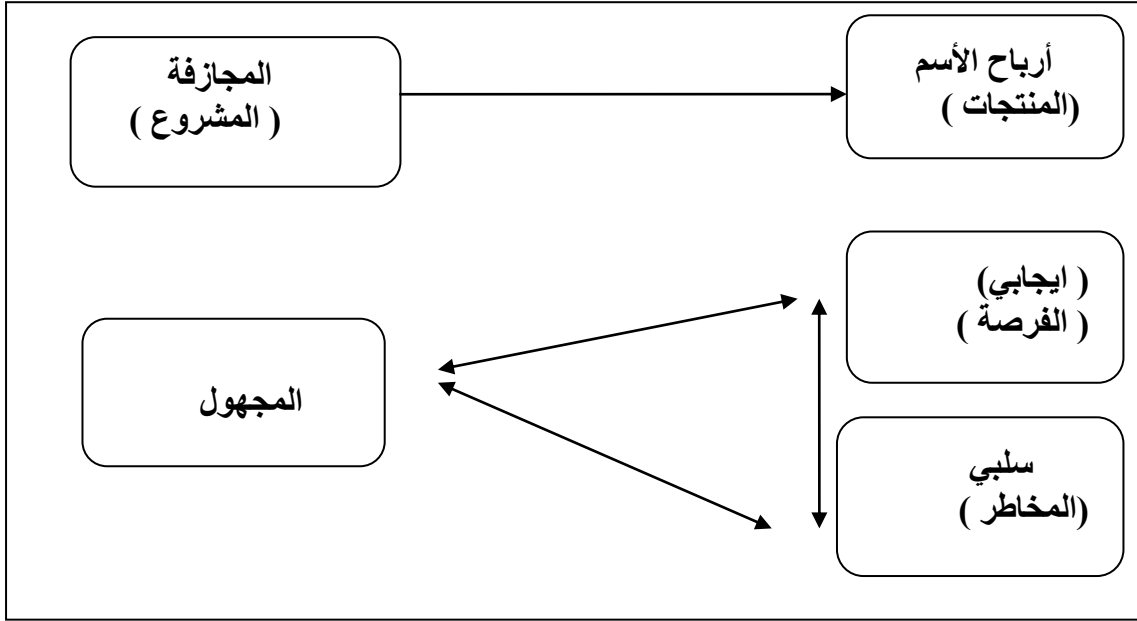
علاقة الفرص وعدم التأكد والمخاطرة

قد يبدو من مما سبق أن معاني الخطر وعدم التأكد والفرص متقاربة، إن المجهول بشأن المستقبل قد يتحول إلى أحداث اجابية أو سلبية، لكن معرفة أحداث المستقبل تتضمن عدم التأكد والمعني الأكثر إستخداما لعدم التأكد أنه حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث او لا يحدث في المستقبل، ويعتبر عدم التأكد مجموع النتائج لمحملة سواء كانت اجابية أو سلبية حسب هذه العلاقة، فإن إحتمال العوائد الايجابية يعتبر كفرصة بينما يرا إحتمال العوائد السلبية يعتبر خطراً، أن معظم الفرص تحمل معها المخاطر المرتبطة بها. وبصفة عامة كلما زادت الفرص زادت درجة.

عدم التأكد والمخاطر اللاحقة والمرتبطة بها، وكذلك فإن الفرصة والخطر مرتبطان

فقد تكون احدهما مباشرة للأخرى و الشكل رقم (1 . 2) يوضح هذه العلاقة.¹

الشكل رقم (1 - 2) : يوضح العلاقة بين الفرص وعدم التأكد والمخاطرة



بين الفرص الواردة وبيئة عدم التأكد والمخاطرة.

المصدر: نوال بوعكاز حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر لمالية في ظل الأزمة

المالية، مذكرة ميجيستار، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011، ص 76 .

- مسببات الخطر

مسببات الخطر هي مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى الزيادة في تكرار معدل الخطر أو الزيادة في احتمال حدوث الخسارة، ويمكن أن تزيد من شدة الخسارة المادية الناتجة عن تحقق الخطر أو الاثنين معا. فمثلا التدخين يعتبر عاملا مساعدا يزيد من احتمال وقوع حادث الوفاة .

تعرف ايضا مسببات الخطر بأنها مجموعة من الظواهر التي تؤدي إلى زيادة أو خفض شدة الخسارة المترتبة عن تحققه معا، بمعنى أن مسببات الخطر أو العوامل المساعدة

¹ - نوال بوعكاز، مسابق، ص 76.

قد يقتصر تأثيرها على إحتتمالات أو فرص وقوع الخسارة، وقد يقتصر تأثيرها على قيمة الخسارة أو شدتها وقد تؤثر هذه المسببات على إحتتمال حدوث الخسارة وشدتها معا في نفس الوقت.¹

مسببات الخطر هي مجموعة الظواهر الطبيعية والعامّة التي تؤثر تأثيرا مباشرا أو غير مباشر في نتيجة القرارات المالية التي يتخذها الاشخاص أثناء حياتهم، أما مصدر الخطر فيقصد به المسبب الأساس في وقوع الخسارة المادية وفي الواقع، عادة ما يربط لخطر بمسبباته، وتنقسم مسببات الخطر (العوامل المساعدة على ظهور الخطر)، إلى مسببات موضوعية، أخلاقية، طبيعیه شخصية.

1. مسببات الخطر الموضوعية

ويقصد بها خصائص الشيء المعرضة للخطر والتي تزيد من إحتتمال وقوع الخطر، أو تزيد من درجة الخطر أو تزيد من فرص وقوع الخسارة وعادة ما تكون هذه المسببات موضوع التأمین، وتتميز هذه لمسببات بسهولة التعرف عليها وتحديدتها بدقة عن طريق دراسة النواحي الفنية والمادية للشيء المعرض للخطر، ويمكن القول أن درجة التحكم في هذه العوامل الموضوعية محددة لأنها من المكونات الطبيعية للشخص أو الشخص المعرض للخطر. الأمر الذي يصعب معه تقادي نتائجها الضارة.

العوامل الموضوعية هي التي ترتبط ارتباطا مباشرا بالشيء موضوع الخطر مثل الاحتفاظ بأرصدة كبيرة من الأموال في خزائن غير متطورة.

3.2. مسببات الخطر الأخلاقية

وهي المسببات المتمثلة أساسا في الصفات الأخلاقية التي يتحلّى بها الشخص نفسه مثل التهاون أ، التلاعب، مما سوف يؤدي إلى وقوع خطر المسؤولية المدنية اتجاه الآخرين.

¹. حمادة طارق عبد العال، مرجع سابق، ص17.

3.3 مسببات الخطر الطبيعية

هي العوامل التي تساعد على زيادة احتمال وقوع الخطر، وبالتالي الخسارة المادية نتيجة الظواهر الطبيعية كالزلازل وغيرها.

3.4 . مسببات الخطر الشخصية

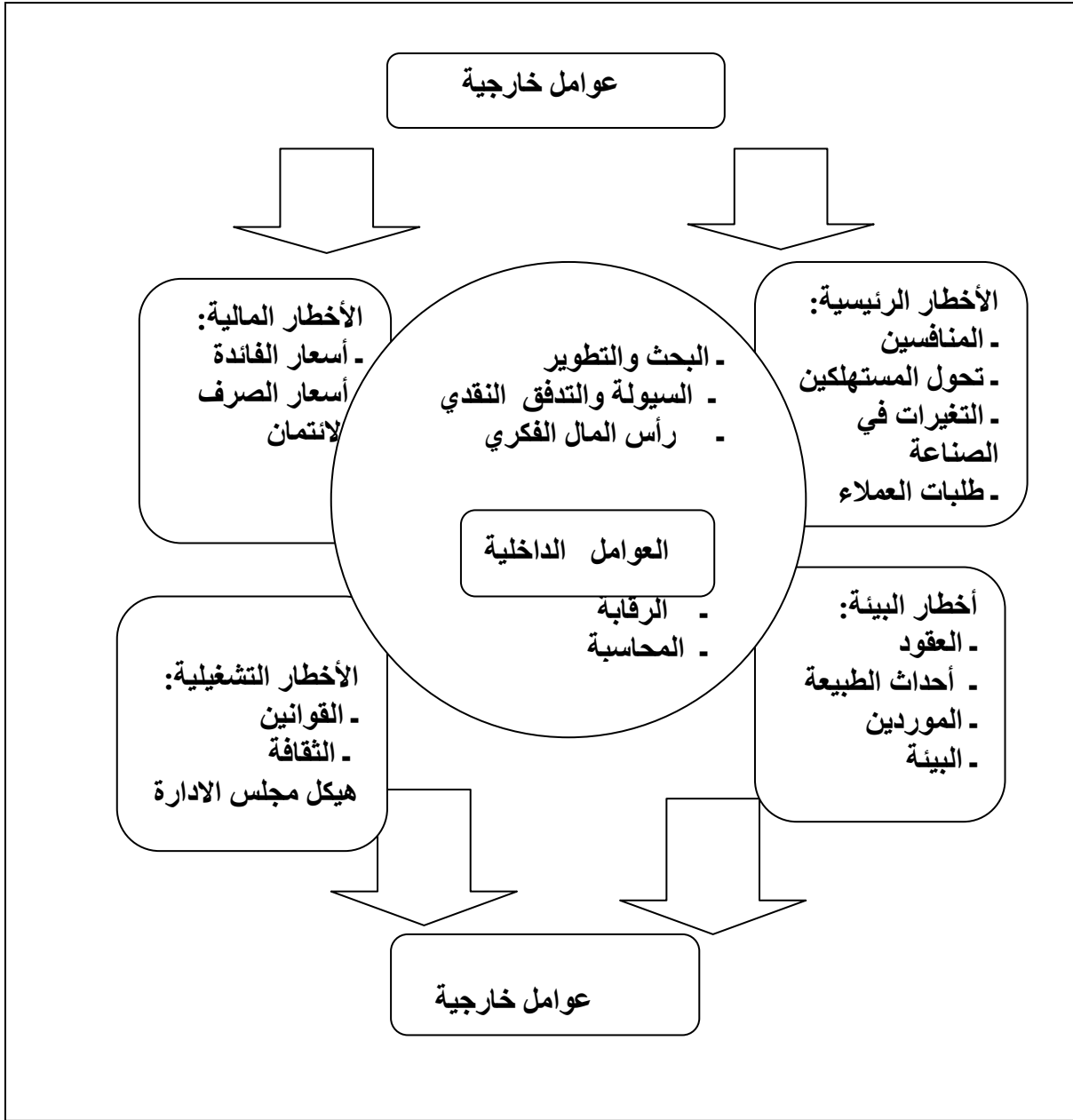
ويقصد بها مجموع المسببات والعوامل المساعدة التي يكون للعنصر البشري تأثير فيها أو تنتج بسبب تدخله في مجريات الأمور أو تأثيره أو مشاركته، سواء كانت هذه المشاركة سلبية أو إيجابية، ويفترض عادة أن يتدخل العنصر البشري في هذه الظواهر الطبيعية، بقصد الحصول على منفعة إلا أن هذا التدخل قد يولد خطورة أو يزيد من درجة الخطورة القائمة، وبالتالي يكون ناتج تدخله تحقق الخطر ويمكن التفريق بين نوعين من مسببات الخطر الشخصية الإرادية والارادية.

4 - 1 - مسببات الخطر الشخصية الارادية هي مسببات الخطر التي تكون في صورة عوامل مساعدة تؤدي إلى زيادة درجة الخطورة، أو زيادة حجم الخسارة المترتبة عن تحقيق الخطر نتيجة فعل ارادي معتمد ومقصود منه احداث الضرر أو زيادة حجمه.

3-4-2 مسببات الخطر الشخصية اللاإرادية

ويقصد بها مجموع العوامل المساعدة التي تؤدي بشكل عفوي وبدون قصد إلى زيادة تحقيق الخطر أو زيادة شدة الخسائر الناتجة عن تحقق الخطر. ويبرز الشكل (1.3) أهم هذه العناصر

شكل رقم (1 . 3): مسببات الخطر الرئيسية



المصدر: حمادة طارق عبد العال، ادارة المخاطر، ص 18

يمثل الشكل (1 . 3) يمثل تصور للمخاطر التي تواجه المؤسسة وكذا أهم العوامل

المؤثرة فيها. ويوضح أهم العوامل المسببة للخطر، وهي تصنف إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية خاصة بالمؤسسة.

المطلب الثاني: المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الخطر المالي، من بين هذه التعاريف:

1- مفهوم الخطر المالي:¹

يعرف قاموس العربية (Gastinea , G.L,& kiritzman , M.P , 1996) لإدارة المخاطر المالية "the dictionary of financial risk management" الخطر المالي على أنه الخسارة التي يمكن التعرض لها نتيجة للتغيرات الغير المؤكدة " risk: exposure " to uncertain change .

ويرى petty , j., et al ,1982. أن الخطر المالي هو مقياس نسبي لمدي التقلب في أرباح الأسهم الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا. ويرى وليام.سميث (williams , smith & young , 1995):أن الخطر هو التقلب المحتمل في النواتج، وأن الخطر هو مفهوم موضوعي، و يمكن قياسه كميا، وأنه يوجد خسائر محتملة، حيث يمكن ان يترتب عى التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر ولا يمكن التنبؤ بأيهما سوف يحدث فعلا.

ويرى (peters,d,1997):أن الخطر المالي يعني أن هناك فرصة للحدوث خسارة مالي،وأن مصطلح الخطر يستخدم للإشارة إلى التغير الذي يمكن أن يحدث في العوائد المصاحبة لأصل معين.

وبناء على ما سبق يمكن تعريف الخطر المالي بأنه ذلك الخطر المالي الذي يمكن قياسه كميا، وأنه يرتبط بالحالة التي يتصف بها المتغير المالي موضوع الاهتمام بخاصيتين هما:

- قيمته في المستقبل غير معلومة على وجه اليقين.

¹- Schrand,C.,&Unal,H.,hedging and coordinated risk management: Evidence from thrift convreseions, the journal finance, 2009 vol.53,No.3,p.980.

- قيمته في المستقبل تتطوي على أحد ثلاث نواتج محتملة هي:
- 1- نتيجة موجبة حين تحقق النتيجة الفعلية وتكون افضل من المتوقعة أو المرغوبة.
 - 2- نتيجة محايدة حينما تكون لا إيجابية ولا سلبية أي الانحراف مساوي لصفر.
 - 3- حينما تكون النتيجة المحقق أسوء من المتوقعة أو المرغوب فيها
- وعلى مدخل القيمة يمكن تعريف الخطر المالي بالمؤسسة على أنه الفقد الجزئي أو الكلي في قيمة ثروة المساهمين بالمؤسسة .

يمكن تحديد المبررات التالية للتعريف في العناصر الموالية:

- انه يرتبط بشكل مباشر بالهدف النهائي للمؤسسة وهو تعظيم ثروة المساهمين.
- أنه يرتبط مباشرة بالقرارات المالية للمؤسسة والتي تتمثل المصادر الرئيسية لأجل:
- توليد التدفقات النقدية بالمؤسسة بما يحقق أرباحا اقتصادية،تزيد من قيمة ثروة المستثمر بالمؤسسة قبل المساهمين.
- ادارة التدفقات النقدية بما يحافظ على ثروة المساهمين، دون ضياع أرباح الأسهم المتوقع أو تآكل الثروة.
- أنه يساعد على تحقيق الرابط المباشر بين مفهوم المخاطر المالية بالمؤسسة وبين أدوات القياس لها.وبين الهدف من ادارتها.

2 - أنواع المخاطر المرتبطة بالمؤسسة:

يمكن تصنيف المخاطر التي تواجه المؤسسة إلى ثلاث أسس، هي التصنيف على اساس مصدر الخطر. التصنيف على اساس الارتباط بالمؤسسة. التصنيف حسب الميزة التنافسية للمعلومة.

2 . 1 أنواع المخاطر من حيث مصدر الخطر

يمكن تلخيصها في العناصر الموالية:

- مخاطر الأعمال (risks Business)، وهي المخاطر المرتبطة بالصناعة والمجال الأساسي الذي تعمل به المؤسسة.
- مخاطر التشغيل (risks Operational)، وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية (أو الأفراد والعاملين بهذه النظم) بالمؤسسة، أو هي المخاطر التي تنشأ من عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والنظم أو نتيجة أحداث خارجية وتتضمن المخاطر القانونية.¹
- مخاطر الإدارة (Management, risk): وهي المخاطر المرتبطة بالوظائف والممارسات التي تقوم بها إدارة المؤسسة.
- المخاطر القانونية (legal risk)، وتعني مخاطر تحقيق خسائر نتيجة الفشل في العمليات القانونية. وفي الممارسات العملية.² وهي المخاطر الناشئة عن دخول في اتفاقيات تعاقدية مع اطراف اخرى مع عدم التأكد بالوفاء بالالتزامات تجاه هذه الأطراف.³
- مخاطر التغطية (hedging risk)، وهي المخاطر الناجمة عن خطأ في التغطية أو الفشل في تحقيق التغطية الكافية ضد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.⁴

¹ حمادة طارق عبد العال، دليل إدارة المخاطر المصرفية السياسات والإجراءات، الدار الجامعية، 2004، ص 25.

² نوال بوعكاز، مرجع سابق ص 79. 76

³ محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية، أطروحة دكتوراء، قسم ادارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة مصر، 2008، ص10.

⁴ محمد علي محمد علي، مرجع سابق 11.

2-2 أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة

وفقا لهذا التصنيف وهو التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل يتم تقسيم المخاطر التي تعرض لها المؤسسة إلى مجموعتين من المخاطر وهي المخاطر النظامية والانتظامية

2-2-1 مخاطر نظامية (Risks Systematic)

وهي الأخطار التي تنشأ من أحداث غير إحصائية، أي يحدث في وقت واحد بدلا من أن تكون نتيجة لصدفة معينة، وهذا يعني أن المخاطر النظامية لا يمكن تجنبها بالتنوع. الأمر الذي يتطلب تشكيل محفظة كبيرة من المخاطر غير المترابطة، فالخسائر الناتجة عن الظروف الاقتصادية العامة تمثل مخاطر نظامية تعاني بسببها جميع الفعاليات الاقتصادية في الوقت نفسه، وهي المخاطر العامة التي تتعرض لها جميع المؤسسات بالسوق بغض النظر عن خصائص المؤسسة، من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية وغيرها، وتنشأ هذه المخاطر من متغيرات لها صفة العمومية، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية. ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنوع، ولذا تسمى أيضا المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع (risks Undiversifiable)، أو مخاطر السوق (risks Market)، في العادة ما تكون هذه المخاطر غير قابلة للتأمين فلو أن مؤسسة التأمين قدمت غطاء لحماية المؤمن عليه من الارتفاع في اسعار الفائدة، فإن المؤسسة لن تكون قادرة علي بناء محفظة متنوعة ومتوازنة لإدارة هذا الخطر، حيث إن جميع عملائها سيعانون من خسائر في وقت واحد.

ويشير فرانسيس (Francis . 1986) إلى أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع المخاطر المنتظمة لعائد أسهمها، هي تلك المؤسسات التي تنتج سلعا أساسية، مثل مؤسسات إنتاج المعدات وغيرها، ممن يتميز هيكلها المالي بارتفاع نسبة الاقتراض، في الوقت الذي تتسم

فيه مبيعاتها بالموسمية، مثل مؤسسات الطيران بالإضافة إلى المؤسسات الصغيرة نسبياً التي تنتج سلعا يحتمل أنها تتعرض بسرعة للتقادم، مثل مؤسسات انتاج الكمبيوتر، فمثل هذه المؤسسات تكون الأرباح والأسعار وأسعار السهم مسايرة لمستوى العام للنشاط الاقتصادي، ومن هنا ترتفع نسبة المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها مثل هذه المؤسسات.

2- 2- 2 المخاطر غير النظامية (Unsystemic Risks)

مخاطر غير النظامية هي المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع، تنشأ عن طريق وقوع سلسلة من الأحداث الطارئة، والتي تحدث وفقاً لتوزيعات احتمالية مختلفة، وهذه المخاطر تكون خاصة بالوحدة الاقتصادية. أو هي المخاطر الخاصة التي تواجه مؤسسة معينة نتيجة لخصائص تلك المؤسسة وظروفها، ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنوع، ولذلك تسمى أيضاً المخاطر التي يمكن أن تتجنب بالتنوع (risks Diversifiable).

مثل هذه المخاطر يمكن لمؤسسات التأمين التنبؤ بها و إعداد توزيعات احتمالية لها، بالتالي يمكن لها التأمين عليها، ومنه فإن المخاطر الكلية = المخاطر النظامية + المخاطر الغير نظامية.

النصيب الأكبر من المخاطر الكلية يعود إلى المخاطر النظامية لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعب التنبؤ بها أو مواجهتها، بينما يمكن التقليل من المخاطر غير النظامية، وذلك عن طريق التنوع، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطرة النظامية.

على المستثمر في حالة التنوع أن يركز تنبؤه على حالة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر السوق المالية، مثل التغير في سعر الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد

3- أنواع المخاطر من حيث الميزة التنافسية المعلوماتية (advantage Comparative informational)

يمكن تقسيم مثل هذه المخاطر إلى مجموعتين هما المخاطر المالية ومخاطر الاعمال.

3-1- مخاطر المالية (Financial risk)

وهي المخاطر الناتجة عن متغيرات لا تتوفر لدى المؤسسة عنها ميزة تنافسية معلوماتية، ويجب على المؤسسة أن تتبع استراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر لأجل تغطيتها، أو تجنبها، أو السيطرة عليها، لأن هذه المخاطر لا تحقق للمؤسسة أي عوائد اقتصادية، وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة، ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه المؤسسة.

3-2- مخاطر الأعمال (business risks)

وهي تلك المخاطر التي على المؤسسة تحملها من أجل أداء النشاط الأساسي الذي تعمل فيه، ولا بد أن تمتلك المؤسسة بعض المزايا التنافسية المعلوماتية، وذلك بالنسبة للمتغيرات التي تنشأ عن هذه المخاطر، إذ إن هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية للقيام بنشاط المؤسسة، وتوليد التدفقات النقدية بها، فضلا عن أن المؤسسة تحقق عوائد اقتصادية مقابل هذه المخاطر.

المطلب الثالث: أدوات قياس المخاطر المالية

يمكن استخدام بعض الأدوات لقياس المخاطر هذه الأدوات هي أدوات إحصائية وأدوات مالية أو التحليل المالي.

1 الأدوات الاحصائية لقياس المخاطر

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الإهتمام، أو قياس درجة حساسية تجاه التغيرات التي تحدث في متغير اخر ومن أهم هذه الأدوات المدى والتوزيعات الإحتمالية.

1 . 1 المدى (range)

مدى مجموعة من الأرقام هو الفرق بين أكبر رقم في المجموعة وأقل رقم. كما يمثل يمثل الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضوع الإهتمام. ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر. وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضوع الإهتمام.¹

2 . 1 التوزيعات الإحتمالية

وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلا من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم متوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الإحتمالي لهذه القيم. واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وما يمكن من المفاضلة فيما بينها

3 . 1 الانحراف المعياري (Standard deviation)

هو جذر التباين أي جذر متوسط مربعات الانحرافات للقيم عن وسطها الحسابي.² درجة الاختلافات عن القيمة المتوقعة وهي التي تحد درجة اتساع أو تضييق منحنى توزيع الاحتمال يمكن قياسها بالانحراف المعياري ويقاس رياضيا بالجذر التربيعي للتباين.

¹-موراي شبيجل، شعبان عبد الحميد شعبان، ملخصات شوم نظريات ومسائل في الإحصاء، الدار الدولية لاستثمارات الثقافية.ش. م.م، مصر 2008، الطبعة العربية الثامنة، ص 111.

²موراي شبيجل، مرجع سابق، ص 112 .

1 . 4 معامل الاختلاف (Coefficient of variation)

يعطي معامل الاختلاف حجم المخاطر لكل وحدة نقدية من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فهو يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح كأساس في تقدير حجم المخاطر التي ينطوي على كل منها. يطلق على معامل الاختلاف أيضا الانحراف المعياري النسبي ويحسب بالعلاقة الموالية:

$$\text{معامل الاختلاف} = (\text{الانحراف المعياري} / \text{الوسط الحسابي}) \cdot 100^1$$

1 . 5 معمل بيتا:

البيتا (Beta) مقياس المخاطرة النظامية للأوراق المالية التي لا يمكن تجنبها من خلال التنويع حسب جونز (Jones, 2000)، وهو مؤشر لدرجة حركة عائدات أصل معين استجابة لتغير عائد السوق ويتم استخدام العوائد التاريخية لإيجاد معامل (بيتا) للأصل. يحسب معامل البيتا وفق العلاقة الموالية:

$$B_p = W_1 B_1 + \dots + W_n B_n$$

إذ أن

B_p : هي (بيتا) المحفظة وهي تعكس مدى التقلبات للمحفظة وعلاقتها بالسوق.

W_i : هي جزء من المحفظة المستثمرة في الأسهم.

B_i : هي معامل (بيتا) في الأسهم

2 - أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية

وهي تعتمد على قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية اتجاه الغير، وبخاصة الدائنين، وفي الأجل المحددة لاستحقاقها وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين، ويعتمد قياس المخاطر المالية على مجموع النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال

من خلالها، كمؤشرات تقريبية على الحالة المتوقعة للمؤسسة، وبالتالي هوامش الربح أو مؤشرات التغطية الالتزامات المؤسسة.¹

ومن بين هذه النسب توجد نسب السيولة، و التداول.²

2- 1 . نسبة السيولة (liquidity ratio)

وتوضح هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها ومن نسب السيولة المعروفة توجد الأنواع المواليه:

- نسبة التداول توجد وتعطى بالعلاقة: نسبة التداول = الاصول المتداولة / الخصوم المتداول.

فإذا كانت النسبة متدنية فإن المؤسسة ستجد صعوبة في مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل، أما إذ كانت النسبة مرتفعة جدا فهذا يعني أن المؤسسة لا تستعمل القروض بصورة جيدة. نسبة التداول السريع، و تعطى بالعلاقة بالمواليه: نسبة التداول السريع = (الأصول المتداولة . المخزون) / الخصوم المتداولة

تقيس هذه النسبة مقدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل من أصولها السائلة، وفي هذه الحالة، يستبعد المخزون من الأصول المتداولة، وذلك لأن المخزون لا يمكن تحويله إلى سيولة بسهولة وسرعة.

2 - 2 نسبة التشغيل أو النشاط (activity ratio)

تشير نسبة النشاط والتشغيل إلى مدى كفاءة وفعالية المؤسسة في إدارة أصولها ومدى استغلالها لمواردها وتوضح هذه النسب كيفية استثمار المؤسسة لأموالها وهذه النسب هي:

¹-محمد علي، مرجع سابق، ص 15.

²- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد لنشر والتوزيع، الاردن، عمان، الطبعة الاولى، 2008، ص 94 . 96.

نسبة دوران المخزون، وتعطى بالعلاقة الموالية: نسبة دوران المخزون = صافي المبيعات / المخزون

متوسط فترة التحصيل وتعطى بالعلاقة الموالية: متوسط فترة التحصيل = متوسط حساب أوراق القبض $\times 365$ / المبيعات السنوية

معدل دوران الأصول الثابتة وتعطى بالعلاقة الموالية: معدل دوران الأصول الثابتة = المبيعات / الأصول الثابتة

معدل دوران الأصول وتعطى بالعلاقة الموالية: معدل دوران الأصول = بضاعة أول مدة + بضاعة اخر مدة / 2

2 - 3 نسبة الرافعة المالية (financial leverage)

تشير هذه النسبة إلى مديونية المؤسسة على المدى الطويل، كما تبين مقدرة المؤسسة على التسديد لالتزاماتها طويلة الأجل و من بين هذه النسب:

- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول: نسبة الديون إلى إجمالي الأصول = إجمالي الديون / إجمالي الأصول

- نسبة الديون إلى حقوق الملكية: نسبة الديون إلى حقوق الملكية = إجمالي الديون / صافي حقوق الملكية

وتجدر الإشارة إلى أنه. يمكن استخدام الرافعة الكلية لحساب مؤشر حساسية ربح السهم بالنسبة للمبيعات.

2-4- نسبة الربحية (profitable ratio)

وتقيس هذه النسبة نجاح المؤسسة في تحقيق عائد من المبيعات أو الاستثمارات، وبالتالي فإن هذه النسب تعبر عن الأداء الكلي للمؤسسة .

- هامش الربح على المبيعات

وتقيس هذه النسبة الربح المحقق بالمبيعات

هامش الربح على المبيعات = صافي الربح بعد الضريبة / المبيعات

- معدل أرباح الأسهم على الأصول: ويقاس نسبة الأرباح إلى الأصول.

معدل أرباح الأسهم على الأصول = صافي الربح بعد الضريبة / إجمالي الأصول

خاتمة الفصل الأول:

من خلال ما سبق ذكره في الفصل الاول والذي تناول أهم مفاهيم سياسة توزيع أرباح الأسهم وكذا أهم العناصر المتعلقة بها، فالمقصود بتوزيع الأرباح هي تلك المبالغ التي تقرر الجمعية العامة للمؤسسة منحها أو توزيعها على المساهمين أو حاملي الأسهم، وكذا أساسيات سياسة توزيع أرباح الأسهم والمتمثلة في إجراء التوزيع النقدي، مبلغ التوزيع، تواريخ التوزيع، تقديم فرصة لإعادة استثمار التوزيعات المتحصل عليها، بالإضافة الى أشكال هذه السياسة والمتمثلة في التوزيع النقدي والتوزيع الغير نقدي، وكذا الى أهم محددات هذه السياسة، والمتمثلة في العوامل الداخلية والخارجية الخاصة بالمؤسسة، هذه العوامل مرتبطة بالشروط والتعاقدات التي تبرمها المؤسسة، بالإضافة الى الضرائب والقوانين التي تعمل وفق نطاقها.

وقد تم التطرق في هذا الفصل كذلك الى المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة، هذه المخاطر تتعدد وفق طبيعة نشاط المؤسسة وكذا حجم هذه المؤسسة، فالمخاطر المالية عبارة عن الانحراف في الجانب المالي لما هو مخطط له من طرف المؤسسة، أو هو عدم تحقق الأهداف المالية التي خططت لها المؤسسة وذلك إما لأسباب تتعلق بالمؤسسة أو خارج نطاق المؤسسة، وأسباب وقوع هذه المخاطر والمتمثلة في أسباب عامة وأخرى خاصة.

الفصل الثاني:
نظريات ونماذج سياسة
توزيع الأرباح.

مقدمة الفصل الثاني :

في هذا الفصل سيتم عرض أهم النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع أرباح السهم، حيث قسم هذا الفصل الى ثلاث مباحث، تطرق المبحث الأول الى أهم النظريات من خلال ثلاث مطالب، تناول المطلب الأول نظرية عدم أهمية سياسة توزيع أرباح السهم، أما المطلب الثاني فتطرق فيه الى نظرية تفضيل أرباح الأسهم، وأخير تم التطرق في المطلب الأخير الى نظرية التفضيل الضريبي، ونظرية الوكالة وتكاليف الصفقات.

أما فيما يخص المبحث الثاني فقد تم التطرق فيه الى أهم النماذج الخاصة بسياسة توزيع أرباح الأسهم، حيث قسم الى ثلاث مطالب، تناول المطلب الأول نموذج لنتنر وفي المطلب الثاني نموذج والتر ونموذج كالاي ونموذج قوردون فيما تبقى من مطالب .

أما ما يخص المبحث الاخير فقد تم التطرق فيه الى وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول من خلال تقسيمه الى مطلبين تم تناول في المطلب الأول نواتج الأرباح حول العالم وفي المطلب الثاني وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول حول العالم.

الفصل الثاني : نظريات ونماذج سياسة توزيع الأرباح

المبحث الأول : نظريات سياسة توزيع أرباح الأسهم

يمكن تقسيم النظريات التي عالجت سياسة توزيع أرباح السهم إلى ثلاث فئات أساسية، أولها مبني على حيادية سياسة توزيع لأرباح. ومن خلاله، اقرار توزيع الأرباح ليس له أثر على القيمة السوقية لثروة المساهم فحسب مود قلياني وميلر (1961) modigliani,et miller وبالرغم من عدم واقعية فرضيات هذه النظرية، إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية. ومن منطلق عدم واقعية هذه الفرضيات ظهرت مجموعة أخرى من النظريات بناء على نفي فرضية عدم وجود ضرائب والتي ترى أن توزيع الأرباح غير مرغوب فيه وذلك نظرا لوجود معدل ضريبة أكبر على دخل المساهمين .

كما أن هناك فئة أخرى والتي ترى لأن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهما في إدارة المؤسسة، فهو من أهم الطرق التي يمكن أن تسمح للمسيرين بتوزيع السبولة على المساهمين لإشباع رغباتهم أو محاولة منهم إيصال مغزى معين أو غير ذلك .

المطلب الأول : نظرية عدم أهمية سياسة توزيع أرباح السهم

نظرية عدم أهمية سياسة توزيع أرباح السهم (dividend Irrelevancetheory) أو مايعرف بنظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح لمود جلياني وميلر modigliani,et miller (1961) اللذان أوضحا بأن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح و أن كفاءة الإستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة) .

وجادل كل من موجدلاني و ميلر (19961) modigliani,et miller أن قيمة المؤسسة تحدد بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط، واستنتجا العلاقة الموالية:

$$.N_a P_0 = \frac{(1+g)p_1 - I + B}{1+k_e}$$

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

يظهر من خلال هذه العلاقة أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة هي عبارة عن القيمة الحالية للقيمة الأسهم القديمة وقيمة الأسهم الجديدة مضافا إليها القيمة الحالية (الأرباح) ومطروح منها القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار. ففي هذه العلاقة هناك غياب لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم وبالتالي فإن قيمة السهم مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، ونوعية التمويل ليست هي المؤثر على ثروة المساهم، إنما مدى كفاءة المسير في اختيار الاستثمارات المربحة والمثلى.¹

ولكي يثبت كل من "مودجيانلي وميلر" نظريتهما، فقد أكدا على ضرورة توفر الفروض الآتية، ضمن فروض السوق التامة والمتمثلة في ما يلي:²

- عموم المؤسسات تعمل في سوق رأس المال التام، وفي مثل هذا السوق فإن جميع المستثمرين يتصفون بالرشادة والعقلانية، كما أن المعلومات متاحة للجميع وبشكل مجاني، ولا توجد تكلفة للمعاملات كما لا يوجد مستثمر يستطيع أن يؤثر في السعر السوقي للأوراق المالية عموم ولسهم بشكل خاص .

- لا توجد ضريبة، ولذلك ليس هناك اختلاف في معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وأيضا على توزيعات الأرباح .

¹ - عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مرجع سابق، ص13.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص 644.

- تعتمد المؤسسة على سياسة استثمارية ثابتة، ولهذا فإن تمويل الاضافات الاستثمارية بدون استخدام احتياطي الأرباح (الأرباح المحتجزة) سوف لن يغير من مخاطر الأعمال، في المؤسسة ولهذا فإنه لا يوجد أي تغير في معدل أرباح الأسهم المطلوب .
- المؤسسة تعمل في ظروف التأكد التام، ولهذا فان كل المستثمرين قادرين على التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية، وكذلك بتوزيع الأرباح وبشكل مؤكد.

لتأكيد على أن سياسة توزيع الأرباح حيادية بالنسبة لسعر الأسهم السوقية، استدل كل من مود جيلاني وميلر على برهان رياضي، انطلاقاً من الفرضيات السابقة، حيث عرفا معدل أرباح الأسهم r_e ، مجموع أرباح السهم $\frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t}$ لكل مؤسسة d_t والأرباح الرأسمالية بالقيمة السوقية p_t ، كما يمثل t الزمن. في نفس الفترة، فإن معدل أرباح الأسهم يبقى ثابتاً ويساوي¹. $p_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{r_e + 1}$

من خلال المعادلة السابقة، يمكن ايجاد قيمة الأرباح الرأسمالية بالقيمة السوقية p_t ، هي توضح المعادلة الأخيرة بأن سعر السهم اليوم يساوي أرباح السهم الواحد، والتي تدفع في الزمن t ، بالإضافة إلى سعر السهم في الزمن $t+1$ مخصومة بمعدل التحيين. ومجدداً، من خلال نفس المعادلة، يمكن صياغة القيمة السوقية للمؤسسة

$$v_t = \frac{D_t + n_t p_{t+1}}{r_e + 1} \quad \text{بدلاً من سعر السهم كما يلي} :$$

حيث تمثل v_t القيمة الإجمالية للمؤسسة في الزمن t ، وتمثل n_t عدد الأسهم أما D_t فتتمثل مجموع أرباح السهم المدفوعة، وقيمة المؤسسة في الزمن $t+1$ منقوصة منها كل من

$$v_t = \frac{D_t + v_{t+1} - m_{t+1} p_{t+1}}{1 + r_e} \quad \text{إصدارات جديدة للأسهم } m_{t+1} \text{ بقيمة } p_{t+1} \text{ وبالتالي فإن}$$

¹. محمد براق حمزة غربي، مرجع سابق، ص 20. 21.

وبغض النظر عن سعر الخصم r_e ، فإن المعادلة الأخيرة توضح وجود ثلاث متغيرات بإمكانها التأثير على قيمة المؤسسة ، وهي أرباح السهم الحالية D_t ، قيمة المؤسسة في الفترة المقبلة V_{t+1} ، وقيمة أي إصدار جديد للأسهم $m_{t+1} p_{t+1}$.
حسب مود يقيلاني وميلر فإن الزيادة في أرباح السهم تؤدي بالضرورة إلى زيادة وحدة نقدية في كل إصدار جديد للأسهم .

المطلب الثاني: نظرية تفضيل أرباح الأسهم

نظرية تفضيل أرباح الأسهم

تعرف نظرية تفضيل أرباح الأسهم (dividend preference theory) في الأوساط العلمية بنظرية العصفور في اليد (the argument hand in the bird)، وترى هذه النظرية أن المستثمرين يفضلون المؤسسات التي توزع نسبة عالية من الدخل بسبب أنهم يخفضون من حالة عدم التأكد المستقبلية، المصاحبة للمكاسب المستقبلية، كما أن قيمة الوحدة الواحدة من النقود المستلمة الآن أفضل من قيمة الوحدة النقدية المستلمة في المستقبل.¹

الحجة التقليدية في أرباح السهم هي أنها تخفض المخاطرة، لأنها تورد إلى المساهمين تدفقات نقدية ومعلومات مستقبلية، وكل المساهمين يستطيعون الحصول على سيولة من خلال بيع جزء من أسهمهم ولكن هذا يحملهم تكاليف تبادل التي يمكن أن يتجنبوها في حالة ما إذا قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح السهم، وتخفيض المخاطرة او حجة عصفور في اليد المنبثقة التي تطرق إليها كل من_ قراهام (graham) وكذلك قروردين وآخرون (and with gordon 1959)، فحسبها يوزع المسيريون أرباح السهم لتقديم السيولة إلى المساهمين مما يسمح من تخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات المستقبلية ولكن من

¹. اسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على عوائد السهم السوقي، مذكرة مجيستر، قسم المحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم الإدارة، جامعة غزة، 2011، ص45.

جهة أخرى فهذه الأرباح الموزعة تعتبر كتخفيض للقيمة السوقية للمؤسسة (أي الفرصة الضائعة)، كما أن معدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع انخفاض أرباح السهم الموزعة لأن المساهمين يكونوا اقل تأكدا في حصولهم على أرباح رأس مالية و يفترض أن تنتج من الأرباح المحتجزة .¹

لم يوافق موديجيلاني وميلر على أن يكون معدل أرباح الأسهم الذي يطلبه المساهمين يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها المؤسسة، ويسميا حجة "قوردين و لنتر" بمغالطة عصفور في اليد (bird in the hand)، لأن معظم المساهمين يخططون من وجهة نظرهما لإعادة استثمار حصص أرباحهم في أسهم نفس المؤسسات أو مؤسسات شبيهة، وعلى أي حال تحدد مخاطر التدفق النقدي للمؤسسة في المدى الطويل بمخاطرة التدفقات النقدية للتشغيل وليس بسياسة نسبة حصص الأرباح التي تتبعها المؤسسة. بطبيعة الحال فارتفاع أرباح المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع أرباح السهم المتوقعة من طرف المساهمين، وهذه المعلومة هي أكثر تأثير على قيمة المؤسسة من معدل أرباح الأسهم الذي يطلبه المساهمين لأنها تؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي لسهم التي يمكن أن يعوض الأرباح الموزعة على المساهمين في قيمة المؤسسة، هذه المبرهنة تثبت ان مخاطر المؤسسة تتحدد من خلال قراراتها الاستثمارية وليس كيفية تمويلها، ومعدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين يتأثر بمخاطرة الاستثمار، ولا يتغير في حالة ما إذا كان تمويله عن طريق حجز أرباح أو طرح أسهم جديدة، وأكدا ان المسيرين لا يستطيعون تغير مخاطر الاستثمار بتوزيع أرباح السهم، وإنما يحولون هذه المخاطر إلى مستثمرين جدد.²

¹ عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سابق، ص15.

² عيسى بدروني، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا لتجارة، 2010 /2009، ص46.

المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي

تفترض النظرية بأن المستثمرون يفضلون الاستثمار في المؤسسات ذات نسبة التوزيعات المنخفضة عن الاستثمار في المؤسسات ذات التوزيعات المرتفعة.¹ طبقاً لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة اقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأس مالية، فحسب كل من ويسطون_ وبرقهام (weston _brigham 1993) انه في حالة وجود الضرائب فان المستثمر يفضل إعادة استثمار لأرباح بدل من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع اقل نسبة من الأرباح للتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة اقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة في الأنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها وطبقاً لنموذج جوردون فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المساهم.

فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأس مالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم فبأخذ القيمة الزمائية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فان قيمة الوحدة النقدية في الوقت الحالي اكبر من قيمته في المستقبل، هذا يجعل الأرباح الرأس مالية اقل تكلفة من أرباح السهم، كما أنه في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون الضرائب الرأس مالية في حالة ما أن قاموا ببيع السهم لان سعر السهم في حال وفات صاحبه يعد كسعر الشراء وبالتالي ليس هناك فرق بين سعر السهم عند الشراء وسعر السهم عند البيع.

وبناء على هذه الأسباب فإن المساهمين يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، ويكونوا على استعداد لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع أرباح وعليه فإن على المؤسسة إذا أرادت توزيع الثروة على المساهمين أن

¹. اسماعيل جميل الصعدي، مرجع سابق، ص45.

تلجأ إلى إعادة شراء أسهمهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالة ما إذا قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة، وكصورة واقعية لهذا فقد لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدل من توزيع الأرباح وذلك ابتداء من الثمانينيات وهذا ما أشارت إليه دراسة كل من الان و ميشيلي وستيفن (allen and michaely -1995) ومع ذلك نجد أن كل من " ميلر وشولزو" (millre and schles) بينا انه يوجد اختلاف بين المستثمرين نتيجة للاختلاف الضريبة بين أرباح السهم وربح القيمة، بالإضافة الى ذلك فإن ميلقاني وميلير (millre and modigliani 19961) اثبتا أن كره الضرائب يؤدي إلى تخفيض تكلفة الضريبة على أرباح السهم والفكرة هي أن كل المستثمرين الذين سوف يحصلون على أرباح السهم العالية أو منخفضة تكون قراراتهم مرتبطة بتكلفة الضرائب كصناديق التقاعد والأشخاص الذين لديهم تفضيل ضريبي على أرباح السهم فإنهم يلجئون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة كبيرة من أرباحها على شكل أرباح السهم عكس الذين لديهم مثل هذه التفضيل فإنهم يميلون إلى لاستثمار في المؤسسات التي تكره توزيع الأرباح للأسهم وبالتالي فإن المستثمرون يختارون المؤسسات التي تتوافق مع تفضيل اتهم .

حيث توصل جون تيري(1994) gen try أيضا إلى أن المؤسسة تأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح السهم والتي تكون مرتبطة بفرضية التأثير الضريبي،حيث اختبر لا سفار (1996) lasfer نسبة توزيع أرباح السهم المستقبلية والحالية كدالة في الأرباح والتميز الضريبي tax discrimination variable ومتغير متعلقة بالتأثير الضريبي على المؤسسة، وهي تأخذ قيمة 1 إذا كانت قيمة الضريبة على أرباح المؤسسة اقل من أرباح السهم وأن التسبيقات الضريبية التي دفعتها المؤسسة لا يمكن استعادتها فعندها لا يمكن استعادت التسبيقات الضريبية و يتوقع أن المؤسسة توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم وأن معامل هذه المتغيرة يكون سالب ويكون ذو دلالة إحصائية، و

حيث تمثل (m) الدخل الحدي للضرائب على أرباح السهم، أي تمثل $TD = \frac{(1-m)}{(1-z)(1-s)}$

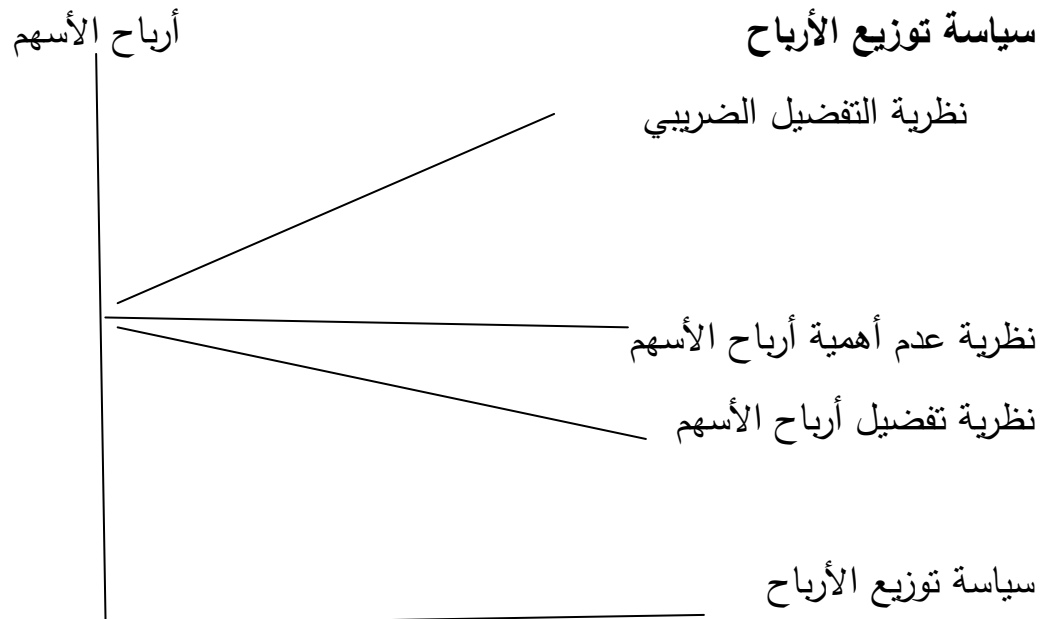
الضريبة الفعلية على ربح القيمة أو نسبة الضريبة على أرباح المؤسسات .
المتغير (td) تعكس تأثير الضرائب على الأشخاص وهي تتغير عكسيا مع نسبة الضريبة على عوائد الأشخاص، ففي حالة ما إذ كانت قيمة (td) أكبر من الواحد فإن قيمة الضريبة على أرباح السهم تكون أقل من قيمة الضريبة على ربح القيمة، وبالتالي توقع ان المؤسسة ستدفع نسبة عالية من التوزيعات على شكل أرباح أسهم .

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن كل المعاملات ذات دلالة إحصائية قوية (signifiants) وبإشارات توافق ما تنص عليه نظرية التفضيل الضريبي، وكانت النتيجة المهمة فإن المؤسسات تسعى إلى تعظيم، عوائد المساهمين بعد الضرائب (تخفيض الضرائب على المساهمين).

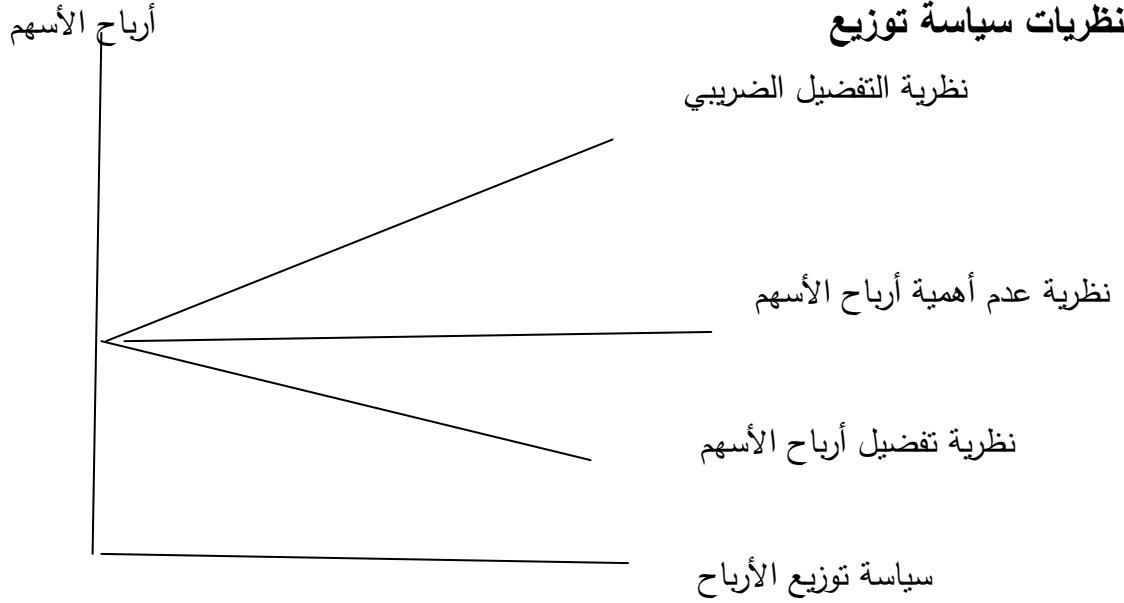
المقارنة بين النظريات المختلفة لسياسة توزيع توزيع أرباح الأسهم

يوضح الشكل (2 - 1) والشكل (2 - 2) مقارنة بين أهم النظريات التي تناولت سياسة توزيع أرباح الأسهم وهي - نظرية عدم أهمية العائد، نظرية تفضيل أرباح الأسهم، نظرية التفضيل الضريبي .

الشكل رقم (2 - 1): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح الأسهم وسعر السهم طبقا لنظريات



الشكل رقم (2 - 2): العلاقة بين نسبة توزيع لعائد المطلوب على الاستثمارات طبقاً لنظريات سياسة توزيع



المصدر : سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية المتقدمة مدخل حديث، ص 511.

بعد استعراض ثلاث من النظريات الهامة الخاصة بسياسة توزيع العائد، فإنه يمكن التعرف على العلاقة بين سياسة توزيع أرباح الأسهم من ناحية وسعر السهم ومعدل أرباح الأسهم المطلوب على الاستثمارات طبقاً لكل نظريته وذلك على النحو التالي¹ :

- نظرية عدم أهمية أرباح الأسهم : لا تؤثر سياسة توزيع أرباح الأسهم على سعر السهم كما أنها لا تؤثر على معدل أرباح الأسهم المطلوب على الاستثمار كما يوضح ذلك الخط الاوسط في الشكل رقم (2 . 1) .

- نظرية تفضيل أرباح الأسهم: تؤدي الزيادة في نسبة توزيعات أرباح الأسهم إلى تخفيض درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمرون مما يؤدي إلى انخفاض معدل أرباح الأسهم المطلوب على الاستثمارات وارتفاع سعر السهم كما هو موضح في الشكل (2 . 1).

¹-سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية المتقدمة مدخل حديث، ص 509- 510.

- نظرية التفضيل الضريبي :يؤدي انخفاض نسبة توزيعات أرباح الأسهم واحتجاز المزيد من الأرباح، إلى زيادة اقبال المستثمرين على شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم وبالتالي انخفاض معدل أرباح الأسهم المطلوب على الاستثمارات. وطبقا لهذه النظرية أيضا يحرص المستثمرون على تجنب شراء أسهم تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة مرتفعة من الأرباح كعائد على المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض أسعار أسهم تلك المؤسسات.

المطلب الرابع: نظرية الوكالة ونظرية تكاليف الصفقات

بالإضافة الى نظريات تفضيل وعدم تفضيل الأرباح، توجد نظريات أخرى تناولت وفسرت سياسة توزيع الأرباح، هذه النظريات هي نظرية الوكالة، ونظرية تكاليف الصفقات.

1. نظرية الوكالة :

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية رأس المال المؤسسة وتسييرها وهذا ماتوصل إليه كل من جونسون وماكلين Jensen and Meckling فمن المعروف انه بزيادة حجم المؤسسة واتساع نطاقها فإن الملكية تتفصل عن التسيير، ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقة الوكالة، فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص للقيام بتسيير المؤسسة نيابة عنه .

وأهم شروط في عقد الوكالة، هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على أجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته، و المسيرين يتمتعون بمعلومات أكبر من المساهمين فيما يخص وضعية المؤسسة، أي من الممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المؤسسة، وفي هذه الحالة فإنه يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمين وذلك لأجل تحقيق أهدافهم، ومن هنا يأتي احد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم .

وبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند لابارتا وآخرون (2000) la porta et al أنه عندما يمتلك المساهمون، حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم لتأثير في سياسة توزيع أرباح السهم، ويستطيع المساهمون تلقي حقوقاً أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة وهي الأسواق في الدول النامية التي تشهد نمو ملحوظاً، خلال عدد من السنوات، ويشمل ذلك على الشرق الأوسط وأوروبا الغربية أمريكا الجنوبية إفريقيا روسيا وغيرها من الدول ذات الحماية الأضعف للمستثمر، وبالتالي يجب ان تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين .

أثبتت الدراسات أن المسيرين لا يفضلون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح الأسهم عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة، كما يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى اقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع الأرباح السهم وفقاً لما توصل إليه كل من مالتيز وسفسيك (1944) malitz and sefck .

فكلما انخفضت درجة حماية المساهمين (انعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل)، يسمح هذا للمسيرين باستعمال مهاراتهم في السيطرة على المؤسسة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرون كسب الشهرة عن طريق توزيع أرباح على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين حسب (لابورتا زفيشني .

يؤدي توزيع أرباح السهم إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض التدفقات النقدية المتاحة للمسيرين أو بتأثير على القيمة السوقية للمؤسسة (رفعها) مما يكسب تفاؤل المساهمين .

لتخفيض تكاليف الوكالة والصفقات يلجأ المسيرون إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى أهدافهم .

2 . نظرية تكاليف الصفقات

يمكن للمؤسسة أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل أرباح سهم. مع ذلك فإن الكثير من المؤسسات والمساهمين يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم، وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية الاحتياجات الاستثمارية، وتكاليف توزيع أرباح السهم، فيمكن استعمال الأرباح لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتجة عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة.¹

تستطيع أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة على سبيل المثال المسيرين يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة عالية موجبة لاستثمار ما نتج عن توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق حجز الأرباح وذلك حسب ميلر ورووك -and-miller rock's الذان اثبتا أن هذه التكاليف ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية التي تتخذها المؤسسة.

نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع الأرباح تستبق الاستثمارات وتبحث في التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة التمويل الخارجي، كتكاليف الاكتتاب، تكاليف الإدارة وغيرها. وأبعد من ذلك، فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي بالمساهمين إلى وجود صعوبات في مراقبة نشاط المؤسسة أو حتى الحفاظ على ولائهم السابق، مثلا دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض، وتظهر هذه النتائج في القيمة السوقية للمؤسسة وقيمة السهم .

¹ - محمد براق حمزة غربي ، مرجع سابق، ص235.

فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح، تقترح على المؤسسة أنها باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل إستثماراتها وتلجأ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية .

المطلب الخامس : نظرية الإشارة و دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح الأسهم
كما توجد بالإضافة الى هذه النظريات التي تناولت سياسة توزيع أرباح السهم نظرية الإشارة

1 - نظرية الإشارة

تؤدي المعلومة دورا هاما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومات المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية، والمعلومات لأغراض اتخاذ القرارات. تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف إفصاح عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى مع مراعاة العديد من الأسئلة والانشغالات. على سبيل المثال، من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات، ما هو الغرض من هذه المعلومات، وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها.

عندما وضع مود جلياني . وميلر-modigliani,et miller-، نظريتهما لحيادية سياسة توزيع أرباح السهم إفترضا أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد بشأن سياسة توزيع أرباح السهم أوالحصص أو الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين

وجهاً نظراً لاختلاف حول حصص الأرباح المستقبلية وحالة عدم التأكد، حول هذه الأرباح، ويكون لدى المستثمرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية .

فهذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض المالي، ليست متماثلة مع أصحاب العجز المالي، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث على مصادر التمويل المثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن المركز المالي، مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل. وفي المقابل، فالفئة الثانية تبحث عن أحسن الاستثمارات، لفوائضها المالية .

وأكدت مجموعة من الدراسات التي فرضت أن التغييرات غير المتوقعة في سياسة توزيع الأرباح المؤسسة، تفسر في السوق المالية بأن هناك تغييراً في كفاءة المؤسسة لتوليد ثروة في المستقبل، فإذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات الأرباح للسهم بنسبة 5% وإذا وقعت هذه الزيادة بالفعل، فإن سعر السهم لن يتغير بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأن هذه المعلومة كانت متوقعة من قبل وقد تم استخدامها في تقييم السهم. لكن إذا توقع المساهم زيادة بالنسبة السابقة في حين أن الزيادة الفعلية، أو كانت الزيادة بـ 2.5%. فإن هذه الزيادة سوف ترفقها زيادة في قيمة السهم، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع وأن الزيادة قد انخفضت .

2 - نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيع أرباح الأسهم

تستند نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح الأسهم على فكرة أن المؤسسة في حالة نضجها تكون قادرة على توليد النقود وقدرتها على إيجاد فرص استثمارية مربحة، حيث يمكنها تحويل التدفقات النقدية الناتجة للمساهمين عن طريق أرباح السهم. كما أن هذه النظرية تتضمن بأن سياسة توزيعات أرباح السهم المثلى للمؤسسة ترتبط بمختلف مراحل دورة حياة المؤسسة.¹

¹ - حمزة غربي محمد براق مرجع سابق، ص 233-235 .

اقترح مولر (1972) Mueller صياغة نظرية خاصة، حيث قال بأن للمؤسسة دورة حياة محددة، وهذه الدورة مرتبطة بسياسة توزيع أرباح السهم، حيث ركز على مشكلة الوكالة داخل المؤسسة، وهي ما إذ كان يقوم مسير المؤسسة بتعظيم حقوق الملكية أو متابعة النمو في المؤسسة أو الاستثمار في الأصول التي تتلقى معارضة مع مصالح المساهمين.

ظهرت العديد من نماذج صياغة توزيع أرباح السهم المثلى بالنظر إلى دورة حياة المؤسسة، على غرار نموذج بودي كان وماركوس (2005) bodie, kane&marcus الذي يعتبر كنموذج ساكن بسيط لسياسة توزيع أرباح السهم المثلى. حسب هذا النموذج، فإن المؤسسة تمول بشكل كامل بالأموال الذاتية وتعمل لمدة غير محدودة. ولتسهيل النموذج أكثر، فإن عدد المساهمين في المؤسسة هو مساهم واحد فقط، كما أن عائد المؤسسة على الأصول يساوي أرباح الأسهم على حقوق المساهمين ROE، إضافة إلى إمكانية تحقيق المؤسسة لمشاريع استثمارية بمعدل عائد متوقع يساوي معدل أرباح الأسهم على حقوق الملكية في أي فترة .

لتكن E_0 قيمة الأموال الذاتية في نهاية الفترة 0، وفي الفترة 1، تكسب المؤسسة مبلغاً e_1 الذي يمثل أرباح الأسهم على حقوق المساهمين في الفترة 0، $ROE \cdot E_0$ ، بافتراض ثبات نسبة توزيع الأرباح d ، فإن مبلغ توزيع أرباح السهم في الفترة 1 هو D_0 وبحسب $d \cdot e_1$. كما أن مبلغ الأرباح المحتجزة في نفس الفترة هو $e_1 - D_1$. تستثمر المؤسسة الأرباح في الأصول الجديدة التي توفر معدل عائد على حقوق الملكية ROE. لذا، فإن إجمالي الأرباح في الفترة 2 هو e_2 ، الذي يعطى كما يلي :

$$e_2 = ROE(E_0 + e_1 - D_1) = e_1 + ROE(1-d) e_1 = e_1(1 + g)$$

حيث تمثل g نسبة نمو الأرباح، وتعطى $g = (e_2 - e_1) / e_1 = ROE(1-d)$. حسب المعطيات السابقة، فإن أرباح المؤسسة للفترة t هي $e_t = (1 + g)^{(t-1)} e_1$ ، كما أن مبلغ أرباح السهم المدفوعة في نفس الفترة هي D_t ، حيث $D_t = d e_1 (1 + g)^{(t-1)}$ يمكن

حساب قيمة المؤسسة V_0 في الفترة 0 عن طريق القيمة الحالية لتوزيعات أرباح الأسهم المستقبلية باعتبار تكلفة رأس المال هي k حيث :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{de_1(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

وبافتراض أن $g < k$ وبإحلال g في المعادلة السابقة، يمكن صياغة القيمة الحالية للمؤسسة في الفتر 0 كما يلي :

ترتبط المعادلة الأخيرة قيمة المؤسسة بسياسة توزيع أرباح السهم فيها. فإذا كان معدل أرباح الأسهم على حقوق الملكية ROE أكبر من k ، فإن قيمة المؤسسة تزيد بإنخفاض نسبة توزيع أرباح السهم d ، وباعتبار k أقل g ، فإنه يجب أن تكون $(d > 1 - k/ROE)$ ، أما إذا كان ROE أقل من k ، فإن قيمة المؤسسة ترتفع بإرتفاع نسبة أرباح السهم. وبالتالي، فإن نسبة توزيع أرباح السهم المثلى هي 0% عندما تكون $ROE > k$ وهي 100% عندما تكون $ROE < k$.

تعطي هذه النظرية تعطي نسبة توزيع أرباح السهم المثلى التي تتوافق مع مآذره مولر (1971) Mueller حيث قال بأنه يجب الحفاظ على نسبة توزيع أرباح السهم 0 لتعظيم قيمة المؤسسة السوقية في المراحل الأولى، وزيادة دفع أرباح السهم لتصل نسبة 100% في مرحلة النضج. فعندما يكون معدل أرباح الأسهم على الاستثمارات يفوق تكلفة رأس المال، فإنه يجب إعادة استثمار المؤسسة لجميع أرباحها في الأصول جديدة، وهو يتوافق بالنسبة لمؤسسات الصغيرة التي تكون في مرحلة التوسع. أما إذا كان معدل أرباح الأسهم على الاستثمارات أقل من تكلفة رأس المال، فإن نسبة توزيع الأرباح المثلى هي دفع كل الأرباح للمساهمين، وهذا ما يتوافق مع المؤسسات التي استغلت جميع الفرص الاستثمارية أو الإبتكارية والتي وصلت إلى مرحلة النضج في دورة حياتها.

أجريت دراسات قليلة اختبرت مباشرة أثر دورة حياة المؤسسة على سياسة توزيع أرباح السهم. ومن بين إحدى الدراسات المهمة في هذا المجال، توجد دراسة فاما وفرانث (2001)

fama & franch، حيث قاما بدراسة سلوك دفع أرباح السهم للمؤسسات الأمريكية من خلال معرفة أنماط ومحددات سياسة توزيع أرباح السهم لهذه المؤسسة خلال الفترة 1926 - 1999، وأشارت نتائجهما إلى أن دورة حياة المؤسسة تؤدي دورا مهما في اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم. كما وجد قرليون ميشالي و سوامنيثا (2002) & michaely swaminthan، بأن دراسة المؤسسة في حالة النضج وفي حالة انخفاض المخاطر النظامية لهما اثار هامة على سياسة توزيع أرباح الأسهم ، وأرجعوا ذلك إلى أن التدفقات النقدية تكون عالية في حالة ما إن كانت المؤسسة في مرحلة النضج، مع انخفاض المخاطر النظامية للمؤسسة في نفس المرحلة. كما قام "الأنصاري وجمعة " بدراسة عينة متكونة من 100 مؤسسة مصرية خلال الفترة 2005 - 2010، ووجدا بأن نسبة الأرباح إلى حقوق الملكية لها أثر اجابي كبير على نسبة توزيع أرباح السهم، واعتبرا ذلك دليلا على وجود نظرية دورة حياة المؤسسة على أرباح السهم في المؤسسات المصرية.

المبحث الثاني: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات.

المطلب الأول: نموذج لنتنر 1956

قام " جون لينتير (1956) john lintner بإجراء سلسلة من مقابلات مع 28 مسيرا لعدة مؤسسات، تمحورت هذه المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاص بهم، من خلال تلك المقابلات توصل إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغير سياسة توزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم والمسير يقوم بتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة . بافتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع

أرباح d في العام المقبل ستكون أرباح السهم الموزعة DIA_1 ، ومنه فإن DIA_1 تعطى بالعلاقة التالية :

$$DIA_1 = d \times MPA_1$$

يكون التغير في أرباح السهم في العام المقبل $div1$ ، مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي DiV_0 كما يلي :

$$DIA_1 - DiV_0 = (d \times MPA_1 - DiV_0)$$

كما يوضح النموذج المالي تعديلا جزئيا لنموذج السابق، فهو يوضح وجود معامل التعديل c وثابت a

$$DIA_1 - DiV_0 = a + c (d \times MPA_1 - DiV_0)$$

إذا كان الثابت a موجبا، فإن ذلك يعني أن المؤسسة متحفظة ومتردة في تغيير طريقة توزيع الأرباح، وإذا كانت قيمة التعديل c صغيرة فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعد ان يستمر هذا التغير بمدة زمنية . توصل "لننتر" إلى أن الأولوية تعطى لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فهي تابعة لها، فإذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى التمويل الخارجي. كما أن أرباح السهم الخاصة بالنسبة لمؤسسة ما تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة نفسها وبدرجة أكثر على الأرباح الماضية ولتأكد من ذلك يمكن الاستدلال بواسطة برهان يعطى في الفقرة المالية مع تجاهل الثابت a .

تكتب علاقة التوزيع أرباح أسهم في الزمن T كما يلي :

$$DIA_1 = (c \cdot d \cdot BPA_{t-1}) + (1-c) \cdot DIA_{t-1}$$

نفس العلاقة تكتب في الزمن $t - 1$ لكن بدلالة أرباح السهم لسنة التي قبلها

DIA_{t-2} وتكتب كما يلي :

$$DIA_{t-1} = (c.d.BPA_{t-1}) + (1-c).DIA_{t-2}$$

وهكذا حتى الزمن $t - n$ ، وبإحلال جميع العلاقات في العلاقة الاولى، يصبح توزيع أرباح الأسهم في الفترة الأولى DIA_t كما يلي:

$$DIA_t = (c.d.BPA_{t-1}) + (1-c).DIA_{t-1} + (c.d.BPA_{t-1}) + (1-c)^2 + \dots + DIA_t$$

$$(c.d.BPA_{t-1}) + (1-c)^n .DIA_{t-n}$$

تم اختبار نموذج لنتر لتوزيع أرباح السهم على عدة دراسات تجريبية، وقد خلصت أغلبها إلى واقعية هذا النموذج، مثل دراسة التي قام بها كل من فاما وبابياك (FAMA BAPYAC)، حيث قاما بدراسة توزيعات أرباح السهم لمجموعة مكونة من 392 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنة 1946 وسنة 1964 وكانت نتائج الدراسات متوافقة مع نموذج لنتنز.

المطلب الثاني : نموذج والتر

الأساس الفكري لنموذج والتر **waltrs. model 1956** يؤكد على ملاءمة التوزيعات (dividends are relevant) والقيمة السوقية لمؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للسهم، ومن خلال تعظيم ثروة الملاك سوف تتأثر بقرارات توزيع الأرباح في المؤسسة، إذ يمكن تعظيم القيمة السوقية للسهم من خلال اعتماد سياسة معينة لتوزيع الأرباح.¹

قام نموذج "التر" على أساس العلاقة بين معدل أرباح الأسهم المتوقع والاستثمار في المؤسسة أو المعدل أرباح الأسهم الداخلي ومعدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين أو تكلفة رأس المال، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل أرباح الأسهم المتوقع ومعدل الاستثمار ومعدل أرباح الأسهم المطلوب، فإذا كان معدل أرباح الأسهم المتوقع على الاستثمارات يفوق رأس المال وبالتالي

¹. حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، ص 627.

معدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين، فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى احتجاز الأرباح أما في حالة العكس فإن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع أرباح السهم على المساهمين .

يعتمد نموذج والتر على عدة فرضيات وهي¹

- يتم تمويل جميع الاستثمارات في المؤسسة من الأرباح المحتجزة فقط بدون استخدام مصادر التمويل الخارجية مثل القروض أو إصدار أسهم عادية .

- إذا ما حصلت أي استثمارات إضافية في المؤسسة، فإنها لن تغير من مخاطر الأعمال وهو ما يعني ضمناً ثبات معدل أرباح الأسهم على الاستثمارات ومعدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين.

- لا يوجد أي تغير في ربحية السهم الواحد ولا في توزيعات أرباح السهم الواحد .

- استمرارية حياة المؤسسة دون تحديد تاريخ انقضاء .

بالاعتماد على الفرضيات السابقة توصل والتر إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلى عبارة عن مجموع القيم الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية لأرباح الرأسمالية .

فإذا كانت R تمثل معدل أرباح الأسهم على الإستثمارات، و D هي توزيع أرباح السهم السنوي و B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما k_e فهو معدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين، فإن سعر السهم السوقي P يعطى بالعلاقة

المالية: $P = \frac{D + \frac{R(B-D)}{k_e}}{k_e}$ ، والملاحظ من العلاقة السابقة، أنه عندما يكون معدل أرباح

الأسهم المتوقع على الاستثمارات R أكبر من معدل أرباح الأسهم المطلوب k_e ، فإن زيادة حيز الأرباح له تأثير ايجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، اما في حالة $k_e > R$ ، كان فإن

¹. عيسى بدروني، مرجع سابق، ص 35.

توزيع أرباح السهم سيكون لها دور في زيادة سعر السهم السوقي أما في حالة كان $k_e = R$ ، فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح واحتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

المطلب الثالث: نموذج قوردون

يعتبر نموذج "قوردون" (1959) **Gordon** من بين أهم النماذج المتعلقة بتوزيع أرباح السهم، حيث ناقش توزيعات أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للسهم .

يعتمد نموذج "قوردون" على عدة فرضيات وهي¹

- لا تحتوي الهيكلية المالية للمؤسسة على تمويل خارجي أي أن مؤسسة ممولة بالكامل بالتمويل الذاتي.
- يتم تمويل جميع الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة .
- استمرارية واستدامة المؤسسة في نشاطها وعملها .
- ثبات أرباح الأسهم المتوقع على الاستثمارات وثبات معدل أرباح الأسهم المطلوب . ثبات نسبة احتجاز الأرباح .
- معدل أرباح الأسهم المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح .
- كره المخاطرة لجميع المستثمرين وكذا اتصافهم بالعقلانية والرشادة .
- اعتمد قوردون في نظريته على نموذج رسملة توزيعات لأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية لسهم تساوي القيمة الحالية للتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب.²

توضح العلاقة التالية توزيع الأرباح السهم حسب نموذج قوردون:³ $\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$.

¹. محمد براق حمزة غربي ، مرجع سابق، ص 213 .

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

³. محمد براق حمزة غربي ، مرجع سابق، ص 214 .

حيث تمثل \hat{P}_0 سعر السهم السوقي المتوقع، وتمثل D_1 أرباح السهم المتوقعة، أما k_e فهي تمثل تكلفة الأموال الذاتية، وتمثل g معدل النمو في أرباح المؤسسة .
 حسب (قوردون) فإن معدل أرباح الأسهم المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك لأن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل سببه الزيادة في الاستثمارات، أما ارتفاع معدل أرباح الأسهم المطلوب من المساهمين فهو يعتبر نتيجة الزيادة في حالة عدم التأكد المرافقة لزيادة في الاستثمارات .

المطلب الرابع: نموذج كالاي

يسمح نموذج الإشارة (kalay(19980)، للمؤسسة باستخدام أرباح السهم، لإستثمارات أو الإستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها، وتحمل المؤسسة تكاليف في كل إشارة تقوم بها، حيث تكون التكاليف مرتفعة نسبيا بالنسبة للمؤسسات الرديئة عكس التكاليف في المؤسسات الجيدة .

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 تحسنا في التدفقات النقدية والعكس .

من بين نماذج الإشارة، يوجد نموذج كالاي (1980) kalay ، والذي يقوم على عدة

فرضيات وهي :

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

- يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 0 وأن تدفع لها أرباحا دون أن يؤثر ذلك على سياسة الاستثمار .

- يعلم المستثمرون بأن لمسيرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.

- يتميز المستثمرون بالحيادية اتجاه المخاطر .

- سياسة المسيرين في أرباح الأسهم m تكون كمايلي: $m=(1+r)\varphi_0V_0 + \varphi_1E_1$

حيث تمثل φ_0 و φ_1 معاملات غير سالبة، و V_0 تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0 وتمثل E_1 أرباح السهم في الفترة 1 وتمثل r معدل الفائدة¹.

بافتراض وجود نوعين من المؤسسات في السوق A و B، أن أرباح هذه المؤسسات في

الفترة 1 هي E_A و E_B على التوالي، تعادل هذه الأرباح قيمة أرباح السهم في الفترة 1، إذن

$$\text{فالقيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0 تعطي كما يلي : } V_0^A = \frac{E_a}{1+r}$$

$$\text{يلي : } V_0^B = \frac{E_b}{1+r} \text{ فإذا كانت } E_B < E_A \text{ فإن } V_0^B < V_0^A .$$

فإذا كان إحتمال أن تكون المؤسسة من نوع A هو q ومن النوع B هو $(1-q)$ فإن

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة } V_0 \text{ هي: } V_0 = \frac{qE_a + (1-q)E_b}{1+r} \text{ و } V_0^A > v_0 > V_0^B$$

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 الي

السوق فتصبح بذلك من النوع يمكن أن تقوم المؤسسة 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 هو X^A ، 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 عند التوازن يصبح $v_0(X^A) = v_0$ ومن جهة أخرى، فإذا

¹- عيسى بدروني، مرجع سابق، ص 37.

قامت المؤسسة B بالنشاط X^B حيث $v_0(X^B) < v_0(X^A)$ فيمكن للمستثمر أن يشتري أسهم المؤسسة B بقيمة $v_0(X^B)$ ثم القيام بالنشاط X^B فيكون بذلك قد حقق أرباحاً رأسمالية تقدر بقيمة $v_0(X^A) - v_0(X^B)$ وبما أن الوسيلة المستعملة في الإشارة هي أرباح السهم، وأن هذه الأخيرة لا تتحمل تكاليف، فإن علاقة التقييم في السوق المالية، تكون نفسها بالنسبة لجميع المؤسسات والتوازن الوحيد هو $V_0^A = V_0^B$.

يتردد المسيريون في خفض الأرباح. وبدلاً من ذلك فإن المؤسسة ستتحمل تكاليفاً

بقيمة في حالة خفض الأرباح. وبالتالي يصبح عائد السهم كما يلي:¹

$$M = \varphi_0(1+r)V_0 + \varphi_1 \begin{cases} E_1 & \text{if } E_1 > D_0 \\ E_1 - \frac{C}{\varphi_1} & \text{if } E_1 < D_0 \end{cases}$$

حيث تمثل E_1 قيمة الأموال الذاتية في الفترة 0 وتمثل D_0 قيمة (أرباح السهم المدفوعة في الفترة 0 يحدد المسيريون في الفترة 0 قيمة الأرباح المدفوعة D_0 التي تعظم العائد M حسب سبنس (spence) وبالاعتماد على العلاقة السابقة، يمكن إيجاد التوازن في الإشارة. وبافتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح الأسهم كإشارة من خلالها يتم تحديد نوع المؤسسات فإنه يمكن تحديد العتبة من أرباح السهم D^+ التي يمكن من خلالها التفرقة بين المؤسسات إن كانت من النوع A أو من النوع B، حيث $V_B > D^+ > V_A$ ، فإذا كان $D_0 > D^+$ المؤسسة تكون من النوع A، أما إذا كان $D_0 > D^+$ فإن المؤسسة هي من النوع B.

فالمؤسسة التي تدل إشارتها على أنها من النوع A مع $D^+ > D_0 \geq V_A$ فإن قيمتها السوقية هي V_0 وبالمقابل، فإن المؤسسة التي تدل إشارتها على أنها من النوع B فإن قيمتها السوقية هي $V_0 = V_0(D_0^B) = \frac{b}{1+r}$ ويعطي عائد المسيرين M^A في المؤسسة A كما

¹. محمد براق حمزة غربي، مرجع سابق، ص 216-217.

يلي :

$$M^A = \begin{cases} \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_a & \text{if } D^+ < D^A_0 < E_a \\ \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_a & \text{if } D^+ < D^A_0 \end{cases}$$

فإذا كانت $E_a > E_b$ فإن $M^A (D^A_0 > D^+) > M^A (D^A_0 < D^+)$ فإن المساهمين في المؤسسة من النوع A يختارون $D^A_0 > D^+$ وليس لديهم حافز للتغيير بمعنى آخر، فإن المسيرين يفضلون قول الحقيقة، وفي المقابل فإن عائد المسيرين في المؤسسة A كما يلي :

$$M^A = \begin{cases} \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_a - c & \text{if } E_a < D^+ < D^B_0 \\ \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_b & \text{if } E_b > D^B_0 \end{cases}$$

فإن المسيرين في المؤسسة من النوع B سيقومون بإعطاء إشارة حقيقية في السوق، $D^B_0 > D^+$ أي يختارون كما أنهم سيستفيدون من إشارة غير حقيقة أكبر من التكلفة التي تأتي بسبب تخفيض أرباح السهم، وتاغ رياضيا كما يلي :

$$\begin{aligned} \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_b &> \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_b - c \\ c &> \varphi_0 (E_b - E_a) \end{aligned}$$

يوضح نموذج كلاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من تحسن وضعية المؤسسة المستقبلية 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 لا تتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة، والذي سوف يستمر في المستقبل. كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتي وان كانت التدفقات النقدية منخفضة . وبالتالي ، فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أنه هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق .

المبحث الثالث: وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول

في هذا المطلب سيتم تقديم بعض النواتج لتوزيعات حصص الأرباح حول العالم .

المطلب الأول : نواتج الأرباح حول العالم

تتغير نواتج حصص الأرباح حول العالم بصورة كبيرة.في أسواق الأسهم المختلفة في جميع أنحاء العالم.ففي الولايات المتحدة وفي سنة 1999، كان متوسط نواتج حصص الأرباح 1.6 لأسهم شركات الرقيقة الزرقاء الكبيرة في داوجونز الصناعي، وكان 1.2 في عينة أوسع من الأسهم فس شركات النمطي والفقير الخمسمائة 500، وكان 0,3 لأسهم نسدك لتقنية المرتفعة. وفي خارج الولايات المتحدة، تراوح متوسط نواتج حصص الأرباح في نيوزلندا إلى 0.7 في تايوان.¹

ويخلص الجدول (2 - 2) صور لحصص الأرباح في سنة 1999.

التوزيعات %	سوق التداول العالمي	التوزيعات %	سوق التداول العالمي
1.6	الولايات المتحدة	5.7	نيوزلندا
1.2	500 كندا	3.1	أستراليا
1.11	مكسيكو	2.4	100 بريطانيا
0.7	اليابان	2.4	هونكونغ
0.7	تايوندا	2.1	فرنسا
0.3	S U (nasdaq)	2.1	أرمانيا
		1.7	ستغافورة

¹ - أوجين بريجهام ايرهاردت، ترجمة: سرورعلي إبراهيم سرور، الإدارة المالية المتقدمة، الجزء الثاني، دار المريخ، الرياض، 2009 ص 886.

المصدر: أوجين بريجهام ايرهاردت، ترجمة: سرورعلي إبراهيم سرور الإدارة المالية المتقدمة، الكتاب الثاني، الطبعة العربية، دار المريخ، الرياض، 2009 ص 886.

الجدول (2 - 2): صور لحصص الأرباح في سنة 1999.

المطلب الثاني : وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول

هناك العديد من الملاحظات التجريبية لوقائع عملية متعلقة بسياسة توزيع أرباح في الولايات المتحدة الأمريكية يمكن تلخيصها فيما يلي:¹

- توزع المؤسسات الكبيرة نسبة ضخمة من الأرباح في شكل أرباح السهم أو إعادة شراء السهم.
- قبل سنة 1980، كانت الأهمية تعطى لتوزيع الأرباح لسهم، أما بعد ذلك فقد أصبحت تفضل المؤسسات إعادة شراء الأسهم بدل من توزيع أرباح السهم .
- نسبة توزيع أرباح السهم انخفضت بشكل مستمر في نصف المؤسسات الأمريكية منذ بداية 1980، فقد توجهت هذه المؤسسات إلى إعادة شراء الأسهم .
- نسبة الأفراد الذين يخضعون لضرائب على مبالغ الكبيرة من أرباح السهم مرتفعة، حتى أنهم يدفعون قيمة كبيرة من الأرباح على شكل ضرائب .
- تحدد المؤسسات توزيع الأرباح تبعاً لأرباحها لكن بدرجة من التأخر .
- إعادة شراء الأسهم أكثر تقلباً من توزيع أرباح السهم، لذا فإن المؤسسات في العادة لا تغير سياسة توزيع أرباح السهم خاصة إذا تعلق بتخفيض نسبتها .
- لإعادة شراء السهم والزيادة في توزيع أرباح السهم أثر اجابي على السوق المالية عكس انخفاض أرباح السهم والتي لها تأثير سلبي .
- أما بالنسبة لحصص الأرباح الموزعة، فهي تتغير بصورة كبيرة في الأسواق المالية المختلفة في جميع أنحاء العالم ، فقد بلغ متوسط حصص أرباح السهم في لولايات المتحدة الأمريكية نسبة 1.16 بالمائة في عينة من المؤسسات من مؤشر دار جونز الصناعي سنة

¹ - حمزة غربي محمد براق، مرجع سابق، ص 237.236.

1999، ونسبة 1.2 بالمائة في عينة أوسع من المؤسسات في مؤشر ستا ندرار اندر بور وبلغت نسبة 0.3 لأسهم مؤشر نزداك، وفي خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ببلغت متوسط حصص الأرباح في مؤشر نيكاي الياباني 0.7 بالمائة وبلغت في نيوزلندا 5.75 ونسبة 0.7 في تيوان، واختلفت النسبة عنها في استراليا، حيث بلغت نسبة نسبة الأرباح الأسهم 3.1 في بريطانيا وهونغ كونغ ببلغت النسبة 2.4 وبلغت نسبة أرباح السهم 2.1 بالمائة في فرنسا وألمانيا و 2 بالمائة في بلجيكا سنة 1999، أما المؤسسات التونسية فقد اكدت دراسة تجريبية لسياسة توزيع أرباح السهم لعينة تتكون من 48 مؤسسة مدرجة في بورصة تونس، خلال الفترة الممتدة بين 1996 إلى 2002 على أن المسيرين يحددون سياسة توزيع أرباح السهم تبعا لأرباح الحالية وليس لأرباح السابقة، كما أن سياسة توزيع أرباح السهم غير مستقرة في المؤسسات التونسية، فهي تتغير من فترة إلى أخرى وبفارق كبير، وهذا نتيجة لتغير الحاصل في أرباح نفس السنة .

خاتمة الفصل الثاني :

من خلال هذا الفصل تم عرض أهم النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع أرباح الأسهم، هذه النظريات هي نظرية عدم أهمية أرباح السهم، أما المطلب الثاني فتطرق فيه الى نظرية تفضيل أرباح الأسهم، وكذا نظرية التفضيل الضريبي، ونظرية الوكالة وتكاليف الصفقات.

بالإضافة الى النظريات المفسرة لسياسة توزيع أرباح الأسهم فقد تم التطرق في هذا الفصل الى أهم النماذج الخاصة بسياسة توزيع أرباح الأسهم، من بين هذه النماذج نموذج لنتنر و نموذج والتر بالإضافة الى نموذج كالاي ونموذج قوردون. كما تم عرض وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول من خلال نواتج الأرباح حول العالم وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول .

الفصل الثالث:
الإطار التجريبي لسياسة توزيع
الأرباح في الجزائر.

الفصل الثالث: الجانب التطبيقي لسياسة توزيع أرباح الأسهم في الجزائر

مقدمة الفصل:

في هذا الفصل سيتم تقديم سياسة توزيع الأرباح في الجزائر، ومحاولة معرفة محددات هذه السياسة، وذلك من خلال عينة مكونة من مؤسسات جزائرية، ويهدف هذا الفصل إلى معرفة حقيقة هذه السياسة داخل الجزائر حيث سيقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول يتم فيه عرض لقوانين وتشريعات توزيعات الأرباح في الجزائر، بعض الدراسات الأجنبية، بالإضافة إلى دراسات سابقة خاصة بالجزائر، هذا في المبحث الأول أما المبحث الثاني فسيتم تقديم عينة الدراسة، من خلال إبراز حجمها ومصدرها وأهم خصائصها الإحصائي، أم في المبحث الأخير فسيتم عرض نتائج الدراسة وتحليلها.

المبحث الأول: واقع سياسة توزيعات أرباح الأسهم في الجزائر وفقا لإطار القانوني والضريبي

تتم عملية توزيع أرباح الأسهم وفقا لتشريعات والتنظيمات القانونية، فمن خلال القوانين الخاصة بالتوزيعات يتم معرفة الجزء من السيولة الذي يمكن أن يتم توزيعه على شكل أرباح للسهم، كما تبين الشروط المتبعة في إحلال الحصص الاجتماعية والأسهم، ومن جهة أخرى فالتنظيمات القانونية تبين كيفية حساب الضرائب على أرباح السهم وكذا الضريبة على ربح القيمة.

المطلب الأول: التشريعات والتنظيمات الخاصة بتوزيع الأرباح الأسهم الجزائرية

سيتم في المطلب ها تقديم أهم القوانين الخاصة والتشريعات التي تضبط توزيع الأرباح في لجزائر.

1- كيفية توزيع أرباح السهم

حسب المادة 722: تكون الأرباح القابلة لتوزيع من الربح الصافي للسنة المالية، وبزيادة الأرباح منقولة ولكن بعد أن تطرح من الاقتطاع المنصوص عليه في المادة 721، حصة أرباح الآلية للعمال والخسائر السابقة.

يجوز للجمعية العامة، علاوة على ذلك، أن تقرر توزيع المبالغ المقتطعة من الاحتياطي الموضوع تحت تصرفها، وفي هذه الحالة يبين في القرار صراحة عنوان الاحتياطي الذي وقع الاقتطاع فيه

1-1 - الأرباح

- المادة 723: تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة لتوزيع، الحصة الممنوحة لشركات تحت شكل أرباح. وكل ربح يوزع خلافا لهذه القواعد يعد ربحا صوريا. غير أنه، لا تعد أرباحا صورية الدفعات المسبقة تحت الحساب من أرباحا

لسنة المالية المقفلة أو الجارية، والتي يقرر مجلس الإدارة توزيعها قبل الموافقة على حسابات السنتين المذكورتين:

- إذا كانت لشركة قبل التوزيع المقرر بعنوان السنة المالية السابقة، احتياط من غير احتياطات التي نصت عليها المادة 721، وزائد على مبلغ الدفعات.

- أو متي كانت الميزانية الموضوعة خلال الستة المالية أو في أواخرها ومصادق عليها من طرف مندوب الحسابات تثبت أن الشركة حصلت السنة المالية، بعد تكوين الإستهلاكات والمثونات الضرورية أرباحا صافية زائدة على الدفعات، وذلك عند الاقتضاء، بعد طرح الخسائر السابقة و الاقتطاع المنصوص عليه في المادة 311.

- المادة 724: إن كيفية دفع الأرباح المصادق عليها من طرف الجمعية العامة تحددها هذه الجمعية أو عند عدمها، مجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة حسب الأحوال. غير أن دفع كالأرباح يجب أن يقع في أجل أقصاه تسعة أشهر بعد إقفال السنة المالية. ويجوز مد هذا الأجل بقرار قضائي.

- المادة 721: يحظر اشتراط فائدة ثانية وإضافية لصالح شركاء. ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن. ولا تطبق أحكام الفترة المقدمة، متى منحت الدولة للأسهم ضمان ربح أدنى.

- المادة 726: لا يجوز طلب استرداد أي ربح من المساهمين أو حاملي الأسهم ماعدا حالة توزيع الجاري خلاف لأحكام المادتين 724 و 725.

1-2- الضريبة على الأرباح وأرباح السهم:

المادة 150 من قانون الضرائب المباشر، تحدد الضريبة على أرباح الشركات كما يلي: 19%، بالنسبة للأنشطة المنتجة لمواد البناء والأشغال العمومية وكذا الأنشطة السياحية. ويطبق هذا المعدل كذلك على الأنشطة المختلطة في حالة ما إذا كان رقم أعمال الأنشطة المذكور في الفقرة السابقة يساوي 50 % من رقم الأعمال الإجمالي أو يفوقه.

25 %، بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات.

25%، بالنسبة للأنشطة المختلطة عندما يتجاوز رقم أعمالها المحقق في التجارة والخدمات

أكثر من 50% من رقم الأعمال الإجمالي خارج الرسوم.

أما الضريبة على الأرباح المعاد استثمارها فهي 12.5%. وبالتالي فالمؤسسة يمكنها إعادة

استثمار أرباحها بدل توزيعها على المساهمين، وهذا من أجل الاقتصاد الضريبي الذي يساهم

في رفع قيمة المؤسسة وبالتالي رفع ثروة الملاك.

في حين تبلغ الضريبة على المداخل الموزعة (أرباح السهم) على الأشخاص الطبيعيين

المقيمين 10%، أما الضريبة على المداخل الموزعة على الأشخاص الغير مقيمين فهي

15%¹. اقتطاعا من المصدر.

تتمثل ريع الأسهم وحصص الشركة والإيرادات المماثلة لها في الإيرادات التي توزعها:²

- شركات الأسهم بالمفهوم القانوني والتجاري.

- الشركات ذات المسؤولية المحدودة.

- الشركة المدنية المتخذة شكل شركة أسهم.

- شركة الأشخاص وشركات بالمساهمة التي اختارت النظم الجبائي لشركات رؤوس

الأموال.

وحسب المادة 146 من قانون الضرائب المباشر فإنه، تعتبر مداخل موزعة على وجه

الخصوص:

• الأرباح أو الإيرادات التي لا تدرج في الاحتياطات أو في رأس المال.

• المبالغ أو القيم الموضوعة تحت تصرف الشركاء أو حاملي الأسهم أو حاملي

حصص الشركة وغير المقنطرة من الأرباح.

¹ - المادة 45 من قانون الضرائب المباشرة.

² - المادة 46 من قانون الضرائب المباشرة.

- إيرادات الأموال المستثمرة.
 - القروض أو التسبيقات الموضوعة تحت تصرف الشركاء إما مباشرة أو بواسطة شخص الشركة.
 - المكافئات والامتيازات والتوزيعات غير المعلن عنها
 - المكافئات المدفوعة للشركاء أو المدراء غير المعروضة أو لأداء خدمة أو التي يعد مبلغها مبلغا فيه.
 - أتعاب مجلس إدارة الشركة والنسب المؤوية من الربح الممنوح لمدراء الشركات كمكافآت عن وظيفتهم.
 - النتائج في طور التخصيص للشركات والتي لم تكن لفترة مدتها ثلاث سنوات محل تخصيص إلى رأس مال المؤسسة.
- وبناء على المادة 47 من قانون الضرائب المباشر فإنه لا تعتبر مداخيل موزعة:
- المبالغ الموزعة التي تكتسي بالنسبة للشركاء أو حاملي الأسهم طابعا تسديدها لمساهماتهم أو لعلاوات الإصدار. غير أن التوزيع لا يكتسي هذا الطابع، إلا إذا سبق توزيع كل الأرباح و الاحتياطات ماعدا الاحتياطي القانوني.
 - ولتطبيق هذا الحكم لا تعتبر مساهمات:
 - الاحتياطات المدرجة في رأس المال.
 - المبالغ المدرة في رأس المال أو الاحتياطات (مكافآت الاندماج)
- 2 - المبالغ الموزعة نتيجة تصفية شركة عندما:
- تمثل تسديدا للمساهمات.
 - تتم على مبالغ أو قيم فرضت عليها ضريبة الدخل خلال حياة الشركة.

3- الضريبة على ربح السهم:

ربح السهم هو الفرق بين سعر شراءه وسعر بيعه، وذلك بعد طرح كل المصارف المرتبطة بعملية بيعه.

بالنسبة للمقيمين، فإن الشخص المعنوي الذي قام ببيع حصصه، ربح القيمة الذي يحصل عليه ما نسبته 70% منه ما يخضع إلى معدل ضريبة على أرباح الشركات (إذا كان عمر الحصة الذي تنازل عنها أقل من ثلاث سنوات)، أما إذا كان عمرها يزيد عن ثلاث سنوات فإن النسبة تنخفض إلى 35%. أما إذا كان الشخص طبيعي، فإنه سوف يخضع إلى معدل ضريبة بـ 15%، في حين يتم إعفاءه من الضريبة في حالة ما إذا أعاد استثمار المبلغ وذلك بشراء أو الاكتتاب في أسهم مؤسسات أخرى.

أشخاص غير مقيمين، تفرض عليهم تفرض عليهم ضريبة على الدخل الإجمالي بمعدل 20%، في حين يتم إعفاء 50% من المبلغ في حالة إعادة استثماره. تعفى من الضريبة على أرباح الشركات المداخيل التي لا تخضع لها أصلا لهذه الضريبة، كذلك ومنذ جانفي 2008 تم إعفاء نواتج الأسهم من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات ولمدة خمس سنوات بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة.

المطلب الثاني: دراسات سابقة أجنبية لتوزيعات الأرباح

سيتم في ها المطلب تقديم بعض الدراسات الأجنبية التي تطرق الى عوائد الأسهم وعلاقتها ببعض المتغيرات.

2 دراسة لوالن (2004) Lewellen، تحت عنوان: التنبؤ بالتوزيعات باستخدام

النسب المالية

قام باحث هذه الدراسة باختبار مدى قدرة النسب المالية حيث ركز على نسبة توزيعات على التنبؤ بتوزيعات الأسهم الأمريكية، وقد استخدم الباحث تحليل الانحدار لمتغيرات عينة صغيرة، وامتدت الدراسة للفترة الواقعة ما بين 1946 - 2000.

وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة التوزيعات تستطيع التنبؤ بتوزيعات الأسهم السوقية خلال فترة الدراسة 1946 - 2000 ، وأن كل من نسبة القيمة السوقية إلى الدفتر (B/M) ونسبة مضاعف سعر (P/E) تستطيع التنبؤ بعوائد الأسهم خلال الفترة الأقصى 1963 - 2000، حيث أن قدرة هذه النسب على تنبؤ بالتوزيعات على الرغم تزايد الأسعار غير العادية في السنوات الأخيرة.¹

2- دراسة جامس (2000) بعنوان: الخصائص والتباينات ومتوسطات التوزيعات لفترة (1929 - 1997)

بينت الدراسة أن علاوة القيمة لتوزيعات الأسهم الأمريكية قوية، وأشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل التوزيعات والقيمة السوقية إلى الدفترية خلال الفترة 1929-1963 حسب الدراسات السابقة، كما هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة التي تربط علاوة القيمة مع معدل التوزيعات على السهم، ومعرفة العلاقة التي تربط القيمة السوقية إلى الدفترية بمعدل التوزيعات السهم الأمريكي خلال الفترة 1929 - 1997، باستخدام أسلوب HML.

ومن نتائج هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين توزيعات السهم والقيمة السوقية.

3- دراسة طراونة (1996) بعنوان: أثر العوامل الداخلية الإدارية والفنية على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة (دراسة تحليلية)

هدفت الدراسة إلى قياس مدى تأثير مجموعة من العوامل الداخلية الإدارية والفنية على أداء المؤسسات الصناعية العامة المدرجة في سوق عمان المالي حتى نهاية عام 1993 وتمثلت هذه العوامل بالهيكل التنظيمي والتكنولوجية والحجم والآلية.

¹ -lewellen,jonathn, predicting returns with financial ratios . journal of financial economics , vol 74,2004.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين الآلية والأداء فقط أما بنسبة للعوامل الأخرى فلا يوجد علاقة بينهما وبين الأداء وقامت بتقديم مجموعة من التوصيات التي تساعد في تحسين الأبعاد الداخلية الواردة في الدراسة في رفع الأداء، وأوصت الدراسة بضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول الموضوع لتحديد العوامل الأكثر أهمية والتركيز عليها بما يثق مع طبيعة أعمال المؤسسات الصناعية في الأردن و ظروفها.¹

المطلب الثالث: الدراسات السابقة لتوزيعات الأرباح في الجزائر

سيتم في ها المطلب تقديم بعض الدراسات التجريبية لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية.

1- دراسة كل من بريش عبد القادر (2013) - بدروني عيسى بعنوان: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم المحددات لسياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، من خلال عينة مكونة من 266 مؤسسة خاصة جزائرية تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري هذه المعطيات خاصة بالنشاط التجاري لسنة 2008، وتضم هذه المعطيات كل من الميزانية جدول حسابات النتائج، الشكل القانوني، وقارات الجمعية العامة كما تتم استنتاج بصفة عامة قطاع نشاط المؤسسة بناء على الميزانية وجدول حسابات النتائج.

توصلت هذه الدراسة إلى أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات. أما المرودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط لتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم.²

¹ - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 23.

² - بريش عبد القادر بدروني عيسى، محددات توزيعات الأسهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية لدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص 12-22.

2-دراسة محمد زرقون بعنوان: أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر - (2010)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، ذلك أن توزيع الأرباح يعتبر أحد القرارات المالية في المؤسسة والتي بعد قراري تمويل والاستثمار، وعليه فإن هدف هذه الدراسة هو إبراز السياسات المنتهجة لتوزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسات ومما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين، وكذا التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، وكذلك العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وبين الدعوة لادخار (العرض العمومي).

توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي:

- تتحدد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية بعدة عوامل منها ما هو مرتبط بالقيود والتشريعات القانونية والتعاقدية ومنها ما هو مرتبط بالفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة ومختلف التطورات التي تشاهدها ولذلك نجد سياسة توزيعات مستقرة وأخرى غير مستقرة.
- إن إتباع المؤسسات الاقتصادية لسياسة توزيعات منتظمة مع زيادة نسبة التوزيعات المقدمة للمساهمين ونصيب السهم من الأرباح من شأنه أن يعمل على زيادة تمسك المساهمين بمؤسساتهم وجذب مستثمرين جدد بالإضافة إلى خلق فضاء تحفيزي للعاملين لزيادة مشاركتهم في تحسين أداء مؤسساتهم.
- إن ارتفاع التوزيعات يعني زيادة أرباح المؤسسة وبالتالي تحسن جوانب الأداء المالي للمؤسسة وهذا ما أثبتته نتائج الدراسة التطبيقية.¹

¹ - محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، جوان 2010، ص 22.

المبحث الثاني: منهج الدراسة

المطلب الأول: تقديم عينة الدراسة

في هذا المطلب سيتم التطرق إلى عينة الدراسة، من خلال التطرق إلى حجم ومصدر العينة، وكذا متغيرات العينة.

1 - وصف العينة

عينة الدراسة عبارة عن 100 مؤسسة جزائرية، مأخوذة من المركز الوطني لسجل التجاري (CNRC)¹، والخاصة بالنشاط التجاري لسنتي 2010/2011، وتضم هذه المعطيات كل من الميزانية، جدول حسابات النتائج، محضر الجمعية العامة، الشكل القانوني والمتمثل في شركة ذات مسؤولية محدودة، شركة ذات الشخص الوحيد مسؤولية محدودة، شركة المساهمة وشركة التضامن.

والجدول (3.1)، يبين أهم خصائص عينة الدراسة

الجدول رقم (3.1): خصائص عينة الدراسة

المتغيرات	حجم العينة	أدنى قيمة	أعلى قيمة	المتوسط	التباين	الانحراف
SARL	94	0	1	0,56	0,499	0,249
EURL	94	0	1	0,15	0,358	0,128
SPA	94	0	1	0,17	0,378	0,143
SNC	94	0	1	0,12	0,323	0,104
GAR	94	0,00000	0,96521	0,3988265	0,28337028	0,080
RE	94	0,00121	0,86459	0,1656660	0,17531289	0,031
TA	94	11,98293	22,97137	17,5980971	1,98228855	3,929
CR	94	-0,11382	0,12738	0,0088526	0,03344813	0,001
DIV	94	0,02928	1,00000	0,7887108	0,27853837	0,078
DLMT	94	0	1	0,35	0,480	0,230
R1	94	0,177017	18,018873	2,20677631	2,513957374	6,320
R2	94	0,34366	700,26174	17,7630539	74,89618625	5609,439
R3	94	-2,22994	2,10116	0,0439604	0,35343115	0,125
TD	94	0,01398	0,98761	0,5525543	0,26339712	0,069
N valide (listwise)	94					

المصدر: بناء على المعالجة الإحصائية للنتائج باستخدام برنامج SPSS

¹ - Centre National du registre de Commerce

2- متغيرات العينة

2-1 المتغيرات التابعة

باعتبار أن الدراسة تتمحور حول سياسة توزيع أرباح الأسهم، فإن هذه الأخيرة ستكون هي المتغير التابع، وسيتم اعتماد مبالغ التوزيعات للأرباح الخاصة بسنتي 2010/2011، في المؤسسات الجزائرية. وسيتمز لها بالرمز DIV. وتعطى بالعلاقة الموالية :

$$\text{توزيعات أرباح الأسهم} = \text{مبالغ التوزيعات} / \text{النتيجة الصافية}$$

2-2 المتغيرات المستقلة

المتغيرات المستقلة عبارة عن متغيرات تؤثر على المتغير التابع DIV، وهي عبارة عن متغيرات كمية وأخرى كيفية.¹

2-1-1 المتغيرات الكمية

تتمثل المتغيرات الكمية في حجم المؤسسة، المردودية، الضمانات، المخاطر المالية.

2-1-1-1 المردودية

سيتم حساب المردودية من بيانات العينة عن طريق قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية، وتعطى المردودية بالعلاقة الموالية: المردودية = النتيجة الصافية / مجموع الميزانية. ويرمز لها بالرمز RE.

2-1-1-2 الحجم

في هذه الدراسة سيتم اعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة ويرمز له بـ TA.

¹ - عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 ص 35.

الحجم = لغاريتم (رقم الأعمال) $TA = \ln(CA)$

2-1-1-3 الضمانات

سيتم اعتماد العلاقة الموائية: (الأصول الملموسة+المخزونات) / مجموع الميزانية

وذلك في حساب الضمانات، ويرمز لها بالرمز GAR.

2-1-1-4 النمو

عبارة عن تطور رقم الأعمال ويمكن حسابه من خلال العلاقة الموائية:

النمو = (لغاريتم(رقم الأعمال 2011) - لغاريتم(رقم الأعمال 2010)) / لغاريتم (رقم الأعمال 2010)

. ويرمز له بالرمز CR.

المخاطر المالية

سيتم اعتماد النسب الموائية في تحديد هذا المتغير.

نسبة التداول

وتعطى بالعلاقة: نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداول.

وسيتم الترميز لها بـ R1، حيث إذا كانت النسبة متدنية فإن المؤسسة ستجد صعوبة في مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل.

نسبة دوران المخزون

تعطى بالعلاقة الموائية:

نسبة دوران المخزون = صافي المبيعات / المخزون. ويرمز لها بالرمز R2.

- نسبة الرافعة المالية

- تشير نسبة الرافعة المالية (financial leverage)، إلى مديونية المؤسسة على المدى

الطويل، كما تبين مقدرة المؤسسة على التسديد لالتزاماتها طويلة الأجل وسيتم اعتماد

نسبة هامش الربح حيث:

- هامش الربح على المبيعات = صافي الربح بعد الضريبة / المبيعات

تقيس هذه النسبة الربح المحقق بالمبيعات، وسيتم لها بالرمز R3.

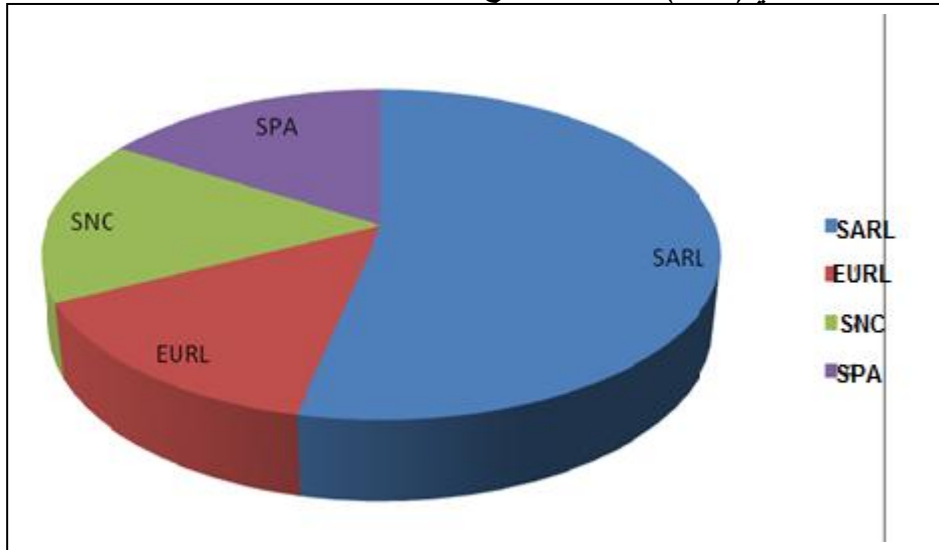
- الشكل القانوني

يمكن إبراز الأشكال القانونية لمختلف المؤسسات في الآتي:

- شركة ذات مسؤولية محدودة ويرمز لها بالرمز SARL.
- شركة ذات الشخص الوحيد مسؤولية محدودة يرمز لها بـ EURL .
- شركة المساهمة يرمز لها بالرمز SPA.
- شركة التضامن ويرمز لها بالرمز SNC.

يبرز الشكل البياني الموالي مختلف الأشكال القانونية لبيان العينة

شكل بياني(3.2): يمثل توزيع الأشكال القانونية لبيانات العينة



المصدر: تم اعداد الشكل انطلاقا من بيانات العينة

كل متغيرة من متغيرات الشكل القانوني تأخذ قيمة ثنائية البعد، 1 و 0، كما يلي:

$$f_j = \begin{cases} 1 & \text{si } j = (\text{SARL}, \text{EURL}, \text{SPA}, \text{SNC}) \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

المطلب الثاني: تقديم النموذج المستعمل

سيتم في هذا المطلب تقديم نموذج الانحدار المتعدد المعتمد في انجاز هذه الدراسة، بالإضافة إلى طريقة المربعات الصغرى.

الانحدار الخطي المتعدد

هو وصف وتقييم العلاقة بين ما يسمى بالمتغير التابع، والمتغيرات المفسرة أو المستقلة، وفي الغالب يرمز للمتغير التابع بـ y ، بينما يرمز للمتغير المستقل بـ x_i . الانحدار الخطي المتعدد، أو ما يعرف بالانحدار الخطي العام هو امتداد للانحدار الخطي البسيط، الذي يصف العلاقة بين متغيرين، فالتعدد يتضمن العلاقة بين أكثر من متغيرين.¹

يتم حساب النتائج باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS Statistical Package)

(for the social sciences)، وذلك باعتماد طريقة المربعات الصغرى MCD.

تقديم نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يصاغ نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$y_i = b_0 + b_1x_{1i} + b_2x_{2i} + \dots + b_kx_{ki} + \xi_i, \quad i = 1, \dots, n$$

حيث:

- y_i يمثل المشاهدة رقم عن المتغير التابع.
- x_i تمثل المشاهدة رقم للمتغير المستقل.
- E_i تمثل القيمة للخطأ العشوائي.
- b_i معامل المتغير المستقل رقم i .
- يرتكز النموذج على الفرضيات الموالية:
- توقع الخطأ العشوائي معدوم .

¹ - نعمة الله نجيب، مقدمة في مبادئ الاقتصاد القياسي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص 28.

- تباين الخطأ العشوائي ثابت.
- قيم الخطأ العشوائي مستقلة عن بعضها البعض.
- استقلال الخطأ العشوائي عن جميع القيم للمتغيرات المستقلة
- لا يوجد ارتباط خطي تام بين متغيرات المستقلة.

2- إختبار النموذج

يكون إختار قبول النموذج أو رفضه باستخدام إختبار فيشر (Fisher) وفق الفرضيتين

الموالتين:

$$\begin{cases} H_0: & b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0 \\ H_1: & \text{SINON} \end{cases}$$

فإذا كان مستوى إختبار F أقل من 5% فإن الفرضية مرفوضة، وهذا يعني قبول النموذج.

ويتم إختبار ستيودنت (Student) لقبول أو رفض كل متغيرة على حدا، تحت الفرضيتين الموالتين:

$$\begin{cases} H_0: & b_j = 0 \\ H_1: & b_j \neq 0 \end{cases} \quad j = 1, 2, \dots, k$$

مثل إختبار فيشر يتم رفض أو قبول المتغيرة المستقلة لتفسير المتغيرة التابعة، اذا كانت دلالة الإختبار t أقل من 5%.

المطلب الثالث: عرض وتحليل النتائج

سيتم في هذا المطلب تقديم نموذج توزيعات أرباح الأسهم في الجزائر، وسيتم إختبارها النموذج باستخدام الطرق الإحصائية.

1- تقديم النموذج

النموذج المعبر عن سياسة توزيع أرباح الأسهم:

$$DIV = f_j (SARL + EURL + SPA + SNC + GAR + RE + TA + CR + R_1 + R_2 + R_3 \dots)$$

وعليه يصاغ النموذج كما يلي:

$$DIV = b_0 + b_1 SARL + b_2 SPA + b_3 SNC + b_4 GAR + b_5 RE + b_6 TA + b_7 R_1 + b_8 R_2 + b_9 R_3 \dots + \epsilon_i$$

سيتم اختبار المتغيرات باستخدام طريقة لانحدار التدرجي، وهذا الاختبار يعتمد على نموذج مكون من متغيرة واحدة والتي تكون لها أكبر نسبة دلالة، ثم إضافة متغيرة أخرى وتكون بأكبر نسبة دلالة من بين المتغيرات التي يتم أدرجها، ثم المتغيرة الثالثة والرابعة، وتتوقف العملية عند المتغيرات التي لا تكون لها دلالة إحصائية ويتم استبعادها، وتقبل المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية أقل من 5%.

بعد استبعاد كل المتغيرات التي ليس لها دلالة إحصائية، يتم الحصول على نموذج تقدير توزيعات أرباح الأسهم في الجزائر كما يوضحه الجدول رقم (2.3).

الجدول رقم (2.3): تحليل التباين ANOVA لسياسة توزيع أرباح الأسهم

النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية فيشر	الدلالة الإحصائية
الانحدار	1,299	7	0.168	4.37	0.00%
الباقي	2,431	62	0,039		
المجموع	3,730	69			

المصدر: بناء على المعالجة الإحصائية للنتائج باستخدام برنامج SPSS

يلاحظ من الجدول رقم (2.3)، أن مستوى اختبار F أقل من 5% وعليه يتم رفض

الفرضية الفرضية المعدومة H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 ، وهذا يعني قبول النموذج.

بعد استبعاد المتغيرات التي ليست لها دلالة إحصائية، يتم الحصول على معاملات النموذج المقبولة التي يوضحها الجدول (3.3)، هذه المتغيرات هي ذات دلالة إحصائية يتم قبولها كمتغيرات مستقلة تفسر توزيعات أرباح الأسهم .

الجدول رقم(3.3): معاملات النموذج المقبولة

النموذج	Coefficients non standardisés		مستوى دلالة إحصائية ستيودنت	الدلالة
	المعامل	Erreur standard		
1 (Constante)	1,223			0,120
SPA	-0,012	0,109	-9,123	0,000
SNC	0,235	0,647	2,754	0,008
RE	-0,220	1,542	-7,010	0,000
TA	-0,010	-0,022	2,210	0,031
R2	-0,095	0,235	-2,477	0,016

المصدر: بناء على المعالجة الإحصائية للنتائج باستخدام برنامج SPSS

وفقا لجدول رقم(3.3)، يتم قبول أو رفض كل متغيرة وفقا لدلالة الإحصائية، حيث تم

رفض كل المتغيرات التي لا تملك دلالة إحصائية، حيث:

- بالنسبة للمتغير SPA دلالة الاختبار t أقل من 1 %، وعليه قبول المتغير والمتمثل في شركة المساهمة كمتغير مستقل يؤثر على توزيعات أرباح الأسهم.
- بالنسبة للمتغير SNC دلالة الاختبار t أقل من 1% وعليه قبول المتغير والمتمثل في شركة التضامن كمتغير مستقل يؤثر على توزيعات أرباح الأسهم.
- بالنسبة للمتغير RE دلالة الاختبار t أقل من 1% وعليه قبول المتغير والمتمثل في المرودية كمتغير مستقل يؤثر على توزيعات أرباح الأسهم.

- بالنسبة للمتغير TA دلالة الاختبار t أقل من 5 %، وعليه قبول المتغير والمتمثل في الحجم كمتغير مستقل يؤثر على توزيعات أرباح الأسهم.
- بالنسبة للمتغير R2 دلالة الاختبار t أقل من 5%، وعليه قبول المتغير والمتمثل في المخاطر المالية كمتغير مستقل يؤثر على توزيعات أرباح الأسهم.

توزيعات الأرباح كالاتي :

$$DIV = 1.223 - 0.012SPA + 0.235SNC - 0.220 RE - 0.010 TA - 0.095 R2$$

الانحراف (0.109) (1.542) (0.647) (-0.022) (0.235)

وفق النموذج المتحصل عليه، تتأثر توزيعات أرباح الأسهم في الجزائر بكل من SPA، R2، TA، وذلك بشكل سلبي أي كلما كان الشكل القانوني للمؤسسة عبارة عن شركة مساهمة، قلت التوزيعات التي تقدمها، كذلك كلما زاد حجم المؤسسة، والمخاطر المالية قلت توزيعات أرباح الأسهم.

بينما هناك علاقة طردية بين نوع النشاط والمتمثل في شركة التضامن وتوزيعات الأرباح.

المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج

بعد التطرق في المباحث السابقة إلى عينة الدراسة، وبناء نموذج يعبر عن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية، سيتم في هذا المبحث عرض وتحليل لنتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول : عرض النتائج

في هذا المطلب سيتم عرض النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة التجريبية، والخاصة بتوزيعات الأرباح في الجزائر.

- الشركات ذات المسؤولية المحدودة ، تمثل 15% من حجم العينة، تأخذ 0 كأدنى قيمة، و 1 كأعلى قيمة، و بانحراف يساوي 0.249، تم استبعاد المتغير لعدم توفره على دلالة إحصائية.
- مؤسسة ذات الشخص الوحيد مسؤولية محدودة، تمثل 56% من حجم المؤسسة، تأخذ 0 كأدنى قيمة، و 1 كأعلى قيمة، و بانحراف يساوي 0.128، تم استبعاد المتغير لعدم توفره على دلالة إحصائية.
- شركة المساهمة، تمثل ما نسبته 17% من حجم العينة، تأخذ القيمة 0 كأدنى قيمة و 1 كأعلى قيمة، انحراف 0.143، تم قبول المتغير كمفسر لتوزيع أرباح الأسهم.
- الضمانات، رفض المتغير لعدم توفره على دلالة إحصائية. أي عدم قبوله كمتغير مفسر لتوزيعات الأرباح.
- المراد ودية متغير مستقل يفسر توزيع الأرباح، مع علاقة سلبية، تم قبول المتغير لتوفره على دلالة إحصائية.
- المخاطر المالية تم قبول هذا المتغير كمتغير مفسر لتوزيعات الأرباح في المؤسسات الجزائرية، وذلك لتوفره على دلالة إحصائية.

المطلب الثاني : تحليل النتائج

في هذا المطلب سيتم تحليل النتائج المتحصل عليها، من خلال الدراسة التجريبية، ومحاولة لتفسير هذه النتائج.

1- تحليل المتغيرات المفسرة لتوزيعات الأرباح

يتضح من خلال نتائج المتحصل عليها باستخدام برنامج SPSS، ومن خلال الجدولين السابقين (2,3) و(3.3)، أن كل من المتغيرات الكيفية والمتمثلة في الشكل القانوني أي شركة التضامن، والمؤسسة ذات المسؤولية المحدودة، تفسران توزيعات أرباح الأسهم،

ويتضح من خلال الجدول (3.3) أنه كلما كان الشكل القانوني لمؤسسة الموزعة للأرباح عبارة عن شركة المساهمة، كانت هناك علاقة عكسية، أي أن شركات المساهمة لا تفضل توزيع أرباحها، ويفسر ذلك لكون شركات المساهمة تفضل احتجاز الأرباح المحققة وتوزيع نسبة أقل وذلك من أجل تمويل استثماراتها المستقبلية، إذ يواجه هذا النوع من المؤسسات صعوبات في إيجاد مصادر تمويل خارجية.

في حين أن هناك علاقة موجبة بين الشكل القانوني والمتمثل في شركة التضامن وتوزيعات أرباح الأسهم، أي كلما كان الشكل القانوني عبارة عن شركة تضامن كان هناك توزيعات، ويفسر ذلك بأن شركات التضامن لا تواجه صعوبات كبيرة أثناء تمويل أنشطتها لذا فهي لا تبالي بتوزيع نسبة أكبر من أرباح أسهمها.

في حين أن المتغير ذا الدلالة الكمية والمتمثل في الحجم، له علاقة سالبة مع توزيعات الأرباح، أي كلما زاد الحجم قلت التوزيعات الموزعة، وسبب ذلك يرجع لحاجة المؤسسة لأموال أكبر في تمويل استثماراتها.

كذلك هناك علاقة عكسية بين مرد ودية المؤسسة، وتوزيعات الأرباح إذ كلما تقل مردودية المؤسسة تقل معها الأرباح الموزعة، وقد يرجع ذلك إلى ارتباط هذه المرد ودية بالنتيجة الصافية، وبالتالي بالضرائب.

أما المخاطر المالية والمتمثلة في المتغير R^2 لها علاقة عكسية مع توزيعات الأرباح، وهذا ما يبرزه الجدول رقم (3.3)، حيث يبرز الجدول أن للمخاطر المالية تأثير سالب، فكلما ارتفعت المخاطر المالية زادت نسبة احتجاز الأرباح وعدم توزيعها، وتفسر هذه النتيجة أن المخاطر المالية تفرض على الجمعية العامة للمؤسسة احتجاز الأرباح وعدم توزيعها، وذلك من أجل التحوط ضد هذه المخاطر ومجابتها مستقبلا.

من خلال ما سبق يتضح أن توزيعات الأرباح في المؤسسات الجزائرية، تتأثر

بمتغيرات كيفية تتمثله في الشكل القانوني للمؤسسة، ومتغيرات كمية عبارة عن المخاطر المالية وحجم المؤسسة ومرد وديتها.

2- تحليل المتغيرات الغير مفسرة لتوزيعات الأرباح

يلاحظ من خلال الجدول رقم (3.3) أن باقي المتغيرات والمتمثلة في المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد، الضمانات، ونسب الرافعة المالية، لا تؤثر على توزيعات الأرباح في المؤسسات الجزائرية، إذ تم رفض هذه المتغيرات لعدم توفرها على دلالة إحصائية.

خاتمة الفصل الثالث :

من خلال ما سبق يتضح أن توزيعات الأرباح في الجزائر تفسر بكل من الشكل القانوني والمتمثل في شركة المساهمة، وشركة التضامن، إذا توجد علاقة بين هذا الشكل من المؤسسات وتوزيعات الأرباح في الجزائر. بالإضافة إلى الشكل القانوني تفسر توزيعات الأرباح كذلك بكل من حجم المؤسسة الموزعة والمخاطر المالية المرتبطة بها. هذه الأخيرة تؤثر بشكل سلبي على توزيعات الأرباح في الجزائر.

أما بخصوص باقي المتغيرات فقد تم استبعادها وذلك لعدم توفرها على دلالة إحصائية قوية، ويلاحظ من خلال هذه الدراسة التجريبية والتي طبقة على بيانات عينة من المؤسسات الجزائرية، أن هناك بعض من المتغيرات التي استبعدت تأثيرها عن توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية، إلا أنه لا يمكن الجزم بعدم وجود علاقة بين هذه المتغيرات والمتمثلة في نسب الرافعة المالية، والتي يمكن بواسطتها معرفة حساسية الأسهم بالنسبة للتطور في المبيعات.

الخاتمة العامة

تناولت العديد من الدراسات سياسة توزيع أرباح الأسهم، وتطرقت الى أهم العوامل التي تؤثر فيها، سواء تعلق الأمر بعوامل تخص المؤسسة في حد ذاتها، أو عوامل خارج نطاق المؤسسة أو غير مرتبطة بها.

في هذه الدراسة تم البحث عن العلاقة القائمة بين المخاطر المالية وسياسة توزيع أرباح الأسهم، من خلال دراسة لعينة مأخوذة من مؤسسات جزائرية، وكل مؤسسة من هذه العينة تتوفر على معلومات، من بينها رقم الأعمال، الشكل القانوني، ومعلومات تتعلق بالنشاط المالي مثل الميزانية والتي من خلالها تم احتساب كل من المردودية والضمانات، النمو والحجم.

كما تم استخدام أدوات احصائية في دراسة العينة ومحاولة ايجاد العلاقة بين المتغيرات المفسرة، والمتغير التابع والمتمثل في توزيعات أرباح الأسهم، وقد لوحظ في هذه الدراسة، بأن كلا من الحجم و المردودية، الشكل القانوني(شركة المساهمة وشركة التضامن) يؤثر على توزيعات أرباح الأسهم في المؤسسات الجزائرية، وقد يرجع هذا التأثير الى غياب سوق مالي يعمل على توفير التمويل اللازم لهذه المؤسسات، لذا تلجأ هذه الأخيرة الى احتجاز نسب أكبر من أرباحها وذلك من أجل عمليات التمويل المستقبلية، ربما يعد هذا عامل من العوامل الهامة التي أدت الى اتباع نمط معين في توزيعات الأرباح.

وبالحديث عن هذه العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية، تبرز الإشكالية المتمثلة في التساؤل عن الدور المخاطر المالية في رسم سياسة توزيع الأرباح، هذه الإشكالية كانت الموضوع الذي دار حوله هذا البحث.

قبل الإجابة عن هذه الإشكالية تم التطرق الى أهم النظريات المفسرة لتوزيع أرباح الأسهم، ومن بين هذه النظريات، نظرية حيادية أرباح السهم، نظرية العصفور في اليد، نظرية الوكالة وتكاليف الصفقات، كما تم تقديم أهم النماذج التي شرحت هذه السياسة، كما تم التطرق الى بعض الدراسات التجريبية التي أجريت على مؤسسات خاصة جزائرية، وتم من خلالها معرفة أهم العوامل التي تحد من سياسة توزيعات الأرباح في الجزائر.

تتمثل اشكالية الدراسة فيما يلي :

ما دور المخاطر المالية في تحديد سياسة توزيعات الأرباح في الجزائر ؟

بعد معالجة هذه الاشكالية تم التوصل إلى نتائج أهمها:

- تعددت التعاريف التي تناولت سياسة توزيعات الأرباح، وليس هناك تعريف موحد، يمكن استخدامه في تعريف هذه الأخيرة.
- تعد توزيعات الارباح قرارا مهما داخل المؤسسة لما له من أثر قد يكون سلبي أو إيجابي على المساهمين وعلى المؤسسة.
- لم تتوصل الدراسات التجريبية التي انجزت على مؤسسات جزائرية الى نفس العوامل التي تحد من سياسة توزيعات الأرباح في المؤسسات الجزائرية.
- دور المخاطر المالية لا يمكن رفضه أثناء رسم لسياسة التوزيعات، إذ على أصحاب المؤسسات الموزعة لأرباح النظر وإعطاء الأولوية لحجم المخاطر التي ستواجه المؤسسة في المستقبل قبل قرار منح التوزيعات، إذ لا بد من احتجاز أرباح من أجل مجابهة المخاطر المرتقبة.

من خلال النتائج المتوصل اليها يمكن قبول الفرضيات المتعلقة بهذا البحث للأسباب الموالية:

- لا يوجد تعريف واحد وشامل لسياسة توزيعات الأرباح، وقد يختلف هذا المفهوم من مؤسسة الى أخرى ومن بلد الى آخر.
- تعددت التعاريف الي تناولت مفهوم المخاطر المالية، وفق الزوايا التي تدرس من خلالها.
- للمخاطر المالية أثر على سياسة توزيع أرباح الأسهم، وهذا ما تم التوصل إليه في هذا البحث، بحيث أن هناك علاقة سلبية بين المخاطر المالية وتوزيعات الأرباح، وتفسر هذه العلاقة بأن الجمعية العامة للمؤسسة تقرر في حال ما رأت أن هناك مخاطر مالية تواجه مصالح المؤسسة، عدم توزيع الأرباح المحققة واحتجازها وذلك من أجل عملية التحوط من هذه المخاطر.

وعليه يتم الاجابة على الإشكالية المطروحة بـ:

للمخاطر المالية دور في تحديد سياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسات الجزائرية، هذا الدور يتمثل في التأثير السلبي على التوزيعات، إذ كلما كانت المخاطر المالية التي تواجه المؤسسة كبيرة قلت الأرباح الموزعة والعكس.

يمكن وضع عدة توصيات وآفاق لهذه الدراسة من بينها:

- دراسة عوامل أخرى تؤثر على توزيعات الأرباح، كالمديونية، ومصادر التمويل المتاحة.
- تأثير غياب السوق المالي في الجزائر على توزيعات الأرباح.
- دراسة أثر غياب ثقافة التداول بالأسهم في الجزائر، على مصادر التمويل بطريقة مباشرة وبتالي على توزيعات أرباح الأسهم.

- الكتب :

- 1 أبو قحف عبد السلام، إدارة الأعمال الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2010 .
- 2 براق محمد غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.
- 3 بريجهام أوجين إيرهاردت، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور الإدارة المالية المتقدمة، الكتاب الثاني، الطبعة العربية، دار المريخ، الرياض، 2009.
- 4 سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية المتقدمة مدخل حديث.
- 5 حمادة طارق عبد العال، دليل إدارة المخاطر المصرفية السياسات والإجراءات، الدار الجامعية، 2004.
- 6 حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008.
- 7 حنفي عبد الغفار أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 8 الخلافي عبد العزيز محمد، أساسيات الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة صنعاء، 2005.
- 9 شريف محمد العمري، عطا محمد محمد، الخطر والتأمين، بدون ذكر دار النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2012ص
- 10 عبد العال حمادة طارق، إدارة المخاطر، الإسكندرية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 2003.
- 11 محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدمة باستخدام SPSS، دار وائل لنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002.
- 12 محمد الصالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية ، 1997.
- 13 محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، الأردن، الطبعة الأولى 2010.

- 14 نعمة الله نجيب، مقدمة في مبادئ الاقتصاد القياسي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص 28.
- 15 يوسف أحمد عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد لنشر والتوزيع، الأردن عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- الرسائل الجامعية:
- 16 بدروني عيسى، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا لتجارة، 2009 / 2010.
- 17 بعاكز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر لمالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية معمقة، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس 2010 / 2011.
- 18 جميل الصعدي إسماعيل، العوامل المؤثرة على عوائد السهم السوقي، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم الإدارة، جامعة غزة، 2011/2012.
- 19 علي محمد محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية، أطروحة دكتورا، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة مصر، 2008/2009.
- 20 غربي حمزة، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، المدرسة العليا لتجارة، 2009 / 2010.
- 21 قنون عبد القادر، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر، قسم علوم مالية ومحاسبية، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، موسم 2011/2012.
- 22 لزهاري زواود، دراسة تأثير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح بسكرة، 2011/2012.

23 مزوار فتحي ، حماية المساهم في شركة المساهمة دراسة في القانون المقارن،
مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون الخاص، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم
السياسية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2011.

- المجالات:

24 بريش عبد القادر و بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات
الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم علوم الاقتصادية
والقانونية، العدد 10، جوان 2013.

25 زرقون محمد ، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات
الاقتصادية المسعرة في البورصة ، دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسير فندق الأوراسي
الجزائر، مجلة الباحث، جوان 2010 .

- القوانين

26 القانون التجاري الجزائري.

- المراجع باللغة الأجنبية

27 Petty, J., etal., Basic financial management, (N.J. : Prentice – Hall
, 1982.

28 Schrand,C.,&Unal,H.,hedging and coordinated risk management
: Evidence from thrift convreseions, the journal finance, 2009.

29 Watsham,T.J., Futures and options in risk management,(London
: International Thomson Business Press, 1998.

الملاحق

TD	SARL	EURL	SPA	SNC	GAR	RE	taille	CR	DLMT	DIV	R1	R2	R3
0,744	1	0	0	0	0,203	0,11909	14,46	0,015	0	1	1,223	1,309	-0,27
0,708	0	1	0	0	0,751	0,24842	15,33	0,064	1	0,054	0,925	9,495	0,05
0,884	0	0	0	1	0,689	0,10362	14,05	0,033	0	1	1,186	25,05	0,068
0,814	1	0	0	0	0,671	0,03366	16,18	-0,06	1	0,75	1,006	0,419	0,018
0,988	0	1	0	0	0,077	0,03312	11,98	-0,11	0	0,75	0,735	3,876	0,075
0,495	1	0	0	0	0,409	0,4975	19,54	-0	0	1	1,027	6,324	0,094
0,291	1	0	0	0	0,588	0,13971	20,16	-0,01	0	0,95	5,725	6,8	2,101
0,697	0	1	0	0	0,965	0,04899	18,11	0,006	1	0,275	1,327	3,661	0,035
0,639	0	0	0	1	0,942	0,29953	13,49	2E-04	0	1	0,193	1,473	-2,23
0,619	0	0	1	0	0,467	0,13844	20,74	0,021	1	0,467	1,517	1,665	0,052
0,173	1	0	0	0	0,25	0,09832	18,21	9E-04	0	0,75	1,9	2,645	0,023
0,286	1	0	0	0	0,005	0,63725	15,79	-0	0	0,907	0,9	0,753	0,038
0,289	1	0	0	0	0,272	0,21896	18,46	0,01	0	1	1,697	26,5	-0,03
0,285	0	0	1	0	0,55	0,02064	21,09	-0,02	1	0,14	2,014	10,74	-0,75
0,2	0	1	0	0	0,29	0,24615	18,3	-0,01	0	0,95	1,619	7,678	0,028
0,333	1	0	0	0	0,126	0,08547	17,85	0,02	0	0,95	2,849	14,35	0,213
0,586	0	0	1	0	0,684	0,40393	21,2	0,005	1	1	1,637	13,21	0,011
0,06	0	0	1	0	0,623	0,07363	18,81	-0	1	0,882	2,985	4,441	0,133
0,32	1	0	0	0	0,055	0,41187	18,74	-0	0	0,99	0,837	6,8	0,309
0,834	1	0	0	0	0,738	0,03996	17,81	0,02	1	1	3,497	700,3	0,006

ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور المخاطر المالية في تحديد سياسة توزيع أرباح الأسهم في الجزائر، حيث شملت الدراسة عينة مكونة من 94 مؤسسة جزائرية، وكل مؤسسة تتوفر على معلومات محاسبية كالميزانية وجدول حسابات النتائج.

وخلصت هذه الدراسة الى أن هناك دور للمخاطر المالية في تحديد سياسة توزيع الأرباح، بمعنى أنها من بين العوامل التي تأخذ في الحسبان أثناء توزيع الأرباح و ذلك بعلاقة عكسية مع نسبة التوزيع. وهذا راجع إلى ضرورة استبقاء ارباح و عدم توزيعها، من طرف الجمعية العامة للمؤسسة، من اجل مجابهة هذه المخاطر.

الكلمات المفتاحية

سياسة توزيع الأرباح، المخاطر المالية، الأرباح الغير موزعة، الجمعية العامة للمؤسسة.

le résumé

Cette recherche vise à connaître le rôle des risques financiers pour déterminer la politique dividende en Algérie, le travail a recouvert un échantillon composé de 94 entreprises algériennes, chaque entreprise possède des informations du calcul comme le budget et le compte de résultat.

Cette étude a montré que les risques financiers ont un rôle dans le déterminant de dividende, autrement dit , ils sont parmi facteurs qu'on est censé de prendre en considération lors du dividende et avec une corrélation réciproque au niveau des taux de dispensation, et cela récidivant à la nécessité de la rétention des profits et la non distribution de ces profits de la part de l'association générale de l'entreprise, Pour qu'elle puisse confronter ces risques.

Les mots clés :

La politique de dividende, les risques financiers, les profits non distribués, l'organisation générale de l'entreprise.